



Дмитрий Шейкин

d.sheikin@halykfinance.kz

+7 (727) 357 31 77 (3319)

Эльмира Арнабекова

e.arnabekova@halykfinance.kz

Мурат Темирханов

m.temirkhanov@halykfinance.kz

+7 (727) 357 31 79

Макроэкономический отчет

за 2 квартал 2018

Краткое резюме

Цены на нефть в первом квартале 2018 года в среднем держались на уровне \$67,23 за баррель, однако во втором квартале восходящий тренд продолжился вплоть до конца мая, когда в моменте нефтяные котировки марки Brent достигали \$79,8 за баррель. В июне нефтяные котировки держались в среднем на уровне \$75,9 за баррель. Относительный рост котировок на энергоносители, наблюдавшийся во втором квартале 2018 года, транслировался на экономический рост Казахстана, который по предварительным оценкам в январе-мае 2018 года составил 3,9% г/г. Рост спроса на энергоносители в странах торговых-партнеров Казахстана оказывает проциклический рост на промышленное производство республики. За пять месяцев 2018 года рост промпроизводства составил 5,4% г/г. За этот период было произведено 37,7 млн тонн нефти и газового конденсата (+6,4% г/г) и 41,4 млн тонн (+3,5% г/г) медных руд. Вклад добычи нефти в рост промышленного производства республики, по нашим расчетам, составил 3,1пп, в то время как вклад металлургии и добычи руд составили 1,0пп. Соответственно возросла и отраслевая инвестиционная активность в республике. Динамика инвестиций за пять месяцев 2018 года по предварительным данным составила 23,1% г/г. От общего объема инвестиций 45,3% были направлены в горнодобывающую промышленность и разработку карьеров. В обрабатывающую промышленность поступило 11,7% (8,7% в январе-мае 2008 года) от всех инвестиций. На инвестиции в производство кокса, продуктов нефтепереработки и в металлургическую промышленность, которые являются подотраслями обрабатывающей промышленности, пришлось 6,5% и 1,8% от общего размера всех инвестиций в экономику страны. Такая отраслевая концентрация инвестиций указывает на то, что структурный дисбаланс экономики в республике сохраняется и даже усиливается, следуя за циклами экономического роста в странах торговых-партнёров.

Реальные денежные доходы населения за январь-апрель 2018 года выросли на 2,5% г/г, однако помесечная динамика роста реальных денежных доходов показывает, что положительная средняя динамика в 3,5% г/г в январе-марте сменялась на отрицательную в апреле и составила -1% г/г. Структура денежных доходов населения претерпевает изменения в сторону сокращения доли доходов, получаемых от трудовой деятельности, доходов от собственности и материальной помощи родственников, а также прочих доходов, увеличиваясь в сторону социальных трансфертов (21,4%). Доходы самозанятого населения и предпринимателей изменяются незначительно, указывая на то, что восстановление экономики требует времени, а сам частный сектор нуждается в дальнейшем стимулировании со стороны государства. Региональный анализ реальной заработной платы за 1 квартал 2018 г. показывает, что в областях, в которых наблюдается высокая концентрация нефтедобывающих и нефтеперерабатывающих предприятий, регистрируется наиболее заметный рост реальной заработной платы.

Годовая инфляция в июне 2018 года опустилась до 5,9%. Снижению инфляции потребительских цен в январе-июне 2018 года способствовало понижение цен на продовольственные товары с 5,1% г/г до 4,2% г/г, наряду с сохранением цен на том же уровне на непродовольственные товары (8,4% г/г) и при незначительном изменении цен на платные услуги (+0,2%) до 5,5% г/г. На текущий момент переноса инфляции издержек, в связи с ростом цен на энергоносители, не происходит т.к. наблюдается сезонное понижение цен на продукты питания. Мы не исключаем роста инфляционного давления на экономику осенью этого года, тем не менее наш годовой прогноз инфляции потребительских цен сохраняется на уровне 6,5%.

За первые пять месяцев этого года баланс госбюджета сложился с профицитом на уровне Т41,5 млрд при планируемом дефиците в Т883 млрд на 2018 год или 1,5% от ВВП. Консолидированный бюджет страны в январе-мае 2018 года сложился с профицитом Т249 млрд против дефицита Т287 млрд за аналогичный период прошлого года. Существенный рост доходов консолидированного бюджета (15,2% г/г) по сравнению с расходами (1,5% г/г) стал причиной сложившегося профицита. Ненефтяной дефицит бюджета в январе-мае 2018 года составил Т1,379 млрд и незначительно снизился в сравнении с январем-маем 2017 года (Т1,572 млрд) ввиду сопоставимого роста доходов и расходов.

Введение экономических санкций против России в апреле отразилось на возникновении волатильности на денежном и валютном рынках. Достаточно сложную ситуацию на валютном рынке также отражал резко возросший в 3-4 раза объем торгов на бирже. В течение трех дней после объявления экономических ограничений последовало ослабление тенге, однако по магнитуде менее значительное относительно динамики рубля к доллару. В результате, курс пары рубль-тенге понизился до 5,3, когда в среднем в течение 1кв2018 года составлял 5,7. Реальное укрепление тенге за апрель по отношению к рублю составило существенные 5% (до 94,9), что имеет отрицательные последствия в виде стимулирования импорта из России.

Несмотря на волатильность, НБРК продолжил политику снижения ставок: 4 июня – еще одно понижение на 0,25% до 9%. В условиях замедляющейся инфляции данные решения были предсказуемы, и в принципе были направлены на поддержку экономического роста страны. Однако риторика двух пресс-релизов по решениям достаточно сильно отличается. Последнее заявление НБРК о том, что «замедлившееся снижение фактической инфляции, а также возросшая вероятность реализации проинфляционных рисков, как в краткосрочной, так и в среднесрочной перспективе, ограничивают Национальный Банк по дальнейшему снижению базовой ставки в текущем году» довольно сильно контрастирует с его апрельским пресс-релизом по базовой ставке. Однако текущий показатель инфляции – ее дальнейшее замедление до 5,9%, пока не подтверждает опасения регулятора.

Стабилизация курса на уровне около 330 тенге после санкций сменялась постепенным ослаблением тенге до 341 в июне. Одним из факторов, повлиявших на обесценение тенге, на наш взгляд, могло стать уменьшение нерезидентов среди держателей ГЦБ (в основном нот НБРК) в июле сразу на Т213 млрд по сравнению с апрелем (~\$625 млн).

По внешней торговле, согласно последним данным за 1кв2018 года, ценовой фактор стал ключевым в расширении экспорта, который достиг \$13,8 млрд (+27% г/г). Увеличение физических объемов экспорта нефти произошло на около 0,7 млн т до 16,4 млн т по сравнению с 1кв2017года, при этом цена на нефть выросла на 24% до \$72,6/bbl. Несырьевой экспорт сохраняется на уровне около 20%. Импорт по темпам отстает от экспорта, прирост составил +19,4% г/г до \$7,2 млрд. Продолжение активного роста в промышленности и рост капитальных инвестиций в начале года вызвал быстрый рост импорта инвестиционных товаров (по нашим расчетам, +28% г/г, доля от всего импорта – 32%). Импортируемые товары из России выросли медленнее, чем общий рост импорта: +8.7% г/г, в связи с чем, доля снизилась до 37% от общего импорта (против 40% в 2017 году). Основными товарами, ввозимыми из РФ, остаются машины и оборудование (25% от импорта из РФ), минеральное сырье и топливо (19%), железо и сталь (6%).

Уточненные данные НБРК по платежному балансу несколько ухудшили статистику, дефицит текущего счета в 1 квартале возрос до 0.4% от ВВП (против почти 0% по предварительным данным), -\$0,56 млрд. Корректировка, как и в прошлом квартале, вновь в основном коснулась недооцененных ранее выплат прямым инвесторам: по уточненным данным им было выплачено примерно на \$0,7 млрд больше, чем было предварительно опубликовано.

По финансовому счету отток капитала был в первую очередь связан с выкупом акций РД КМГ, ростом вложений средств ЕНПФ в иностранные активы. Приток прямых инвестиций в 1кв2018 возобновился и лишь отчасти смягчил отток. Таким образом, по финансовому счету сложилось положительное сальдо в 0.8 млрд (отток средств).

Резервы страны на консолидированной основе с начала года на конец мая немного выросли до \$89.9 млрд (+0.9%, +826млн). Резервы регулятора сохранились практически на неизменном уровне, основной прирост показали валютные активы НФ – на фоне увеличения цены на нефть, выросли налоговые поступления от нефтяного сектора.

Сценарные прогнозы

Во втором квартале этого года нефть торговалась в диапазоне от \$67,11 до \$79,80 за баррель нефти марки Brent при средней цене за квартал в \$72,6. Однако, несмотря на быструю динамику роста в 1кв2018, заседание стран ОПЕК в июне и решение о повышении добычи нефти на 1 млн тонн создает риски превышения предложения над спросом на нефтяном рынке в скором времени, что может иметь негативное влияние на стоимость черного золота. В связи с более быстрым чем ожидалось ростом, мы пересмотрели прогноз цены на нефть в текущем году в сторону повышения до \$65 за баррель в среднем за год (\$62 ранее). На фоне относительно высоких цен на нефть экономические показатели в начале этого года демонстрируют закрепление положительных тенденций как в реальном секторе, так и в сфере услуг.

Сценарные прогнозы основных макроэкономических индикаторов мы реализовали с симметричным отклонением от базового сценария, предполагающего среднегодовую цену на нефть \$65/баррель в 2018-2019 году (исходя из оценки ожиданий международных организаций и участников рынка). Пессимистичный – среднегодовая цена \$55/баррель в 2018 году, \$57/баррель в 2019 году и оптимистичный – среднегодовая цена на нефть \$75/баррель в 2018 году, \$77/баррель в 2019 году.

Учитывая повышение прогнозной цены на нефть и сопутствующие положительные изменения в экономике, мы ожидаем рост ВВП Казахстана на уровне 3,9% в 2018 году и 3,7% в 2019 году против 3% ранее. Устойчивый приток внешних инвестиций, движение в сторону сбалансированности госбюджета и платежного баланса положительно скажутся на динамике обменного курса тенге, который мы ожидаем на уровне 334,9 в конце 2018 года.

Волатильность на денежном и валютном рынке в связи с санкциями имели краткосрочный характер. Ускорение инфляции из-за ослабления тенге может проявиться в 3 квартале 2018 года, однако с другой стороны ожидаемое снижение платежеспособности будет иметь дефляционное влияние на рост цен. К концу года, по нашей оценке, инфляция составит около 6,5%.

Мы ожидаем, что НБРК продолжит придерживаться более активной политики смягчения денежных условий на рынке, начатой в начале года, и полагаем, что базовая ставка продолжит снижение в 2018 году до 8,5%.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели

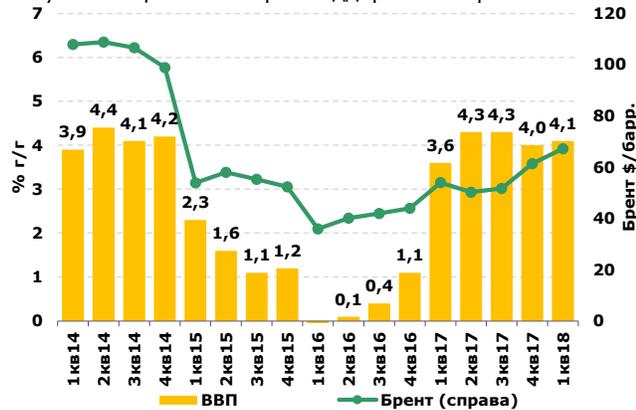
	2016 Факт	2017 Факт	Базовый		Пессимистичный		Оптимистичный	
			2018	2019	2018	2019	2018	2019
Цена на нефть, BRENT, сред., USD/барр.	52.4	44.0	65	65	55	57	75	77
Реальный ВВП, % за год	1.2	1.0	3.9	3.7	2.7	2.9	4.9	4.6
Обменный курс USDKZT, на конец периода	340.6	333.3	334.9	337.8	374.8	358.6	311.5	323.4
Обменный курс USDKZT, сред за год	222.8	342.2	329.0	335.5	355.1	372.1	312.1	318.8
ИПЦ, % изм., на конец периода, % за год	13.6	8.5	6.5	5.8	7.5	7.7	5.8	5.5
Госдолг, млрд. тенге, на конец периода	9.0	11.4	13.4	13.6	14.2	14.7	12.9	12.3
Госдолг, % ВВП	22.1	25.0	23.3	23.6	25.5	26.0	21.8	18.8
Консолидированный баланс бюджета, % ВВП	-5.2	-7.0	-1.4	-1.1	-1.3	-0.9	-0.7	1.0
Текущий счёт, % ВВП	-3.2	-6.4	-2.5	-1.9	-3.5	-5.2	-1.9	0.8
Нефтяной дефицит, % ВВП	-9	-12.5	-7.5	-7.4	-8.5	-8.3	-6.5	-6.3

Реальный сектор

Рост экономики Казахстана, согласно предварительной оценке Миннацэкономики, составил 3,9% г/г в январе-мае 2018 года. Ускорение темпов роста экономики до 4,1%, наблюдаемое в 1 квартале 2018 года, сменилось незначительной потерей динамики в наблюдаемом периоде. Согласно нашей оценке, вклад промышленности в рост экономики страны составляет не менее 32%. Удельный вес промышленности в первом квартале 2018 года составил 31,4% согласно предварительным данным Комитета по статистике РК. Так, за пять месяцев 2018 года было произведено 37,7 млн тонн нефти и газового конденсата, что на 6,4% больше, чем в аналогичном периоде прошлого года. Производство медных руд в анализируемом периоде составило 41,4 млн тонн, что на 3,5% больше объема производства прошлого года. Расширение внешнего спроса на основную номенклатуру казахстанского экспорта, а также рост цен на энергоносители на международных торговых площадках традиционно способствует росту этого сектора промышленного производства РК. Так, во втором квартале 2018 года цены на нефть марки Brent в моменте достигали \$79,8 за баррель. В среднем за пять месяцев 2018 года стоимость нефти выросла на 30,6% в годовом выражении и составила \$70,22 за баррель.

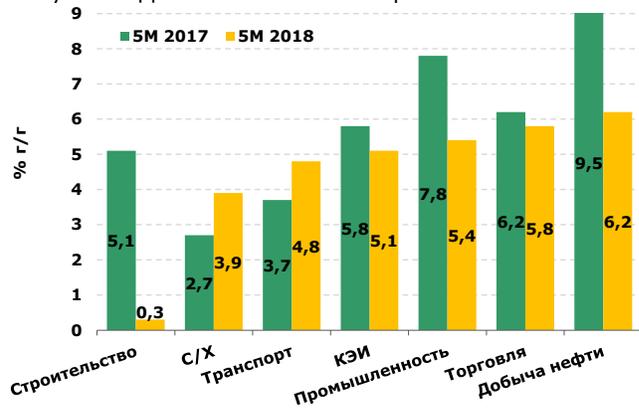
На момент написания отчета данные за 2 квартал 2018 года по внешнеэкономической детальности отсутствуют. Однако продолжающийся повышательный тренд цен на минеральные продукты и на металлы, доля которых в январе-марте 2018 года составила 89,1% в структуре казахстанского экспорта, может служить опережающим показателем того, что в стоимостном выражении объемы экспортной выручки будут также расти. Рост объемов промышленной добычи нефтепродуктов на месторождении Кашаган будет также способствовать расширению экспорта в натуральном выражении. Объем товарного экспорта за три месяца 2018 года увеличился на 27% г/г и составил \$13.8млрд. Показатель отношения экспорта к ВВП увеличился до 38,5% против 33,5% за тот же период прошлого года. Объем импорта увеличился на 19% и составил \$7.2млрд. Опережающие темпы роста экспорта (27%) по сравнению с импортом (19%) способствовали расширению профицита торгового баланса, который в первом квартале составил \$6.1млрд.

Рисунок 1. Цены на нефть поддерживают рост экономики



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 2. Динамика основных отраслей экономики

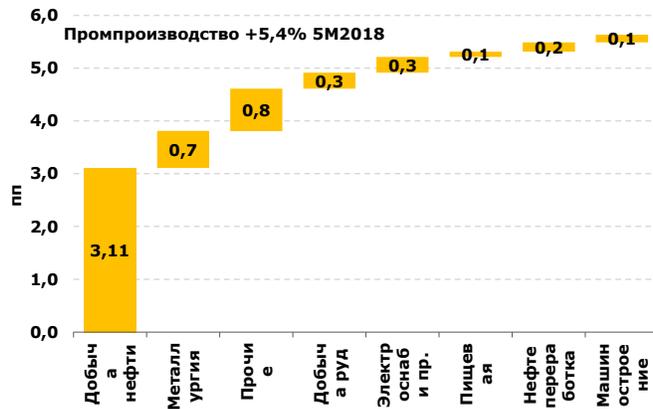


Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Показатель объема промышленного производства в январе-мае 2018 года увеличился на 5,4 г/г, что меньше на 2,4% в аналогичном периоде 2017 года. В текущих ценах объем промышленного производства составил Т10,973млрд. Рост производства в горнодобывающей промышленности составил 5,6% г/г и определялся преимущественно положительной динамикой добычи сырой нефти в 6,4% г/г, природного газа в 6,5% г/г и железной руды в 6,0% г/г. Росту объема производства в обрабатывающей промышленности способствовал двухзначный рост в машиностроении на 12,2% г/г, в химической промышленности на 11,2% г/г, табачных изделий на 10,5% г/г. Заметный рост отмечается в производстве напитков на 8,1% г/г, продуктов питания на 6,3% г/г, а также производства мебели на 6,6%. Наиболее существенный рост отмечен в производстве бумаги и бумажной продукции на 14,4% г/г. Производство электроэнергии, ее передача и распределение возросло на 7,7% г/г.

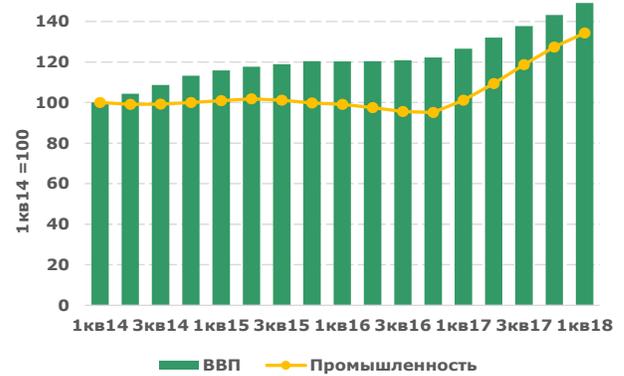
Наблюдаемая динамика роста добывающих отраслей промышленного производства будет и в дальнейшем оказывать поддерживающее влияние на экономику республики Казахстан и сопровождаться постепенным расширением объема производства обрабатывающей промышленности.

Рисунок 3. Вклад в рост промышленности



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 4. Промышленность наращивает влияние на экономический рост

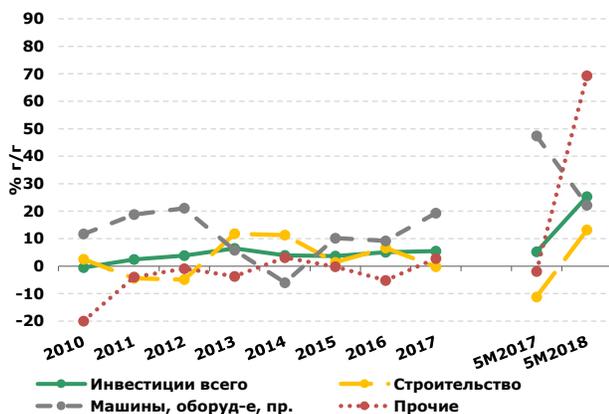


Источник: КС МНЭ, 2018 прогноз Halyk Finance

В республике с начала года наблюдается рост объемов инвестиций в основной капитал, которые за первые три месяца 2018 года увеличились на 23,1% г/г и составили Т1,914млрд. В то же время, по предварительным данным Комитета по статистике РК, объем инвестиций в основной капитал за пять месяцев 2018 года составил Т3,465млрд, что на 25,3% больше, чем в январе-мае 2017 года. Согласно нашей предварительной оценке, объем инвестиций в основной капитал во втором квартале 2018 года достигнет порядка Т4,316млрд.

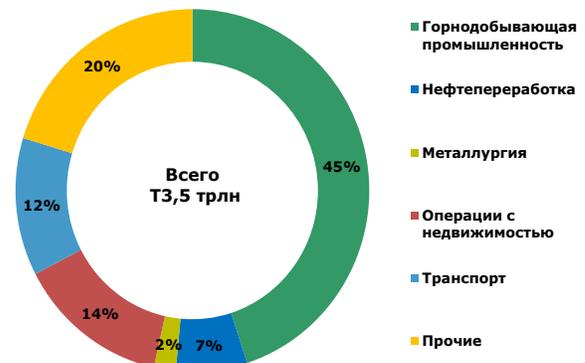
Инвестиции по видам затрат в работы по строительству и капитальному ремонту зданий и сооружений выросли на 13,2% г/г в январе-мае 2018 года (-11,2 г/г янв-май 2017г.). Доля в общей структуре инвестиций по этому виду затрат уменьшилась с 44,7% в первом квартале 2018 года до 42,0% во втором квартале 2018 года. Инвестиции в машины, оборудование, транспортные средства и т.д. выросли в годовом выражении на 22,2% (47,4 г/г янв-май 2017г.), увеличив свою относительную долю в структуре инвестиций с 36,8% в первом квартале 2018 года до 37,7% во втором. Рост по прочим объектам инвестиций составил 69,3% г/г (-1,9 г/г янв-май 2017г.), а доля инвестиций в общей структуре выросла с 18,5% в первом квартале текущего года до 20,4%.

Рисунок 5. Динамика инвестиций за 5М2018



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 6. Горнодобывающая промышленность и нефтепереработка преобладают в структуре инвестиций



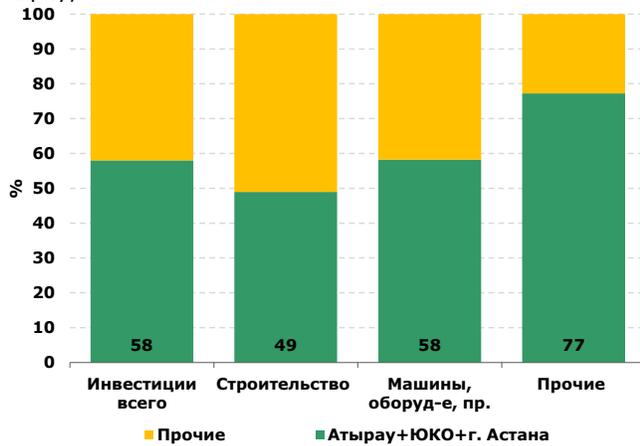
Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

В региональном разрезе порядка 58% или Т2,018млрд от общего объема инвестиций были направлены в Атыраускую (39,7%) и Южно-Казахстанскую (8,8%) области и г. Астана (9,7%). По источникам происхождения инвестиции в Южно-Казахстанскую область на 95% состоят из внутренних инвестиций, в г. Астана эта доля составляет 70% и в Атырауской области 57%. Существенная доля инвестиций в Атырауской области связана с расширением производственных мощностей на месторождении Тенгиз. Так, в 2018 году в рамках расширения производственных мощностей планируется освоить порядка \$7млрд, что согласно нашему прогнозу составит порядка 23,3% от общего объема всех инвестиций за 2018 год по республике. Основной поток инвестиций в Южно-Казахстанской области в рамках второго квартала был направлен на плановый капитальный ремонт Шымкентского НПЗ.

Существенную долю от общего объема инвестиций в отраслевом разрезе занимает горнодобывающая промышленность и разработка карьеров, составившие 45,3% всех инвестиций за 5 месяцев 2018 г. или 73,5% от всех инвестиций в промышленность республики. Доля инвестиций в добычу сырой нефти и природного газа составила 40% всех инвестиций или 88% от всех инвестиций в горнодобывающую промышленность и разработку карьеров. Доля инвестиций в добычу металлических руд в январе-мае 2018 года составила 3,7% всех инвестиций или 6,1% инвестиций в промышленность. Доля операций с недвижимым имуществом в январе-мае 2018г. составила 13,9% всех

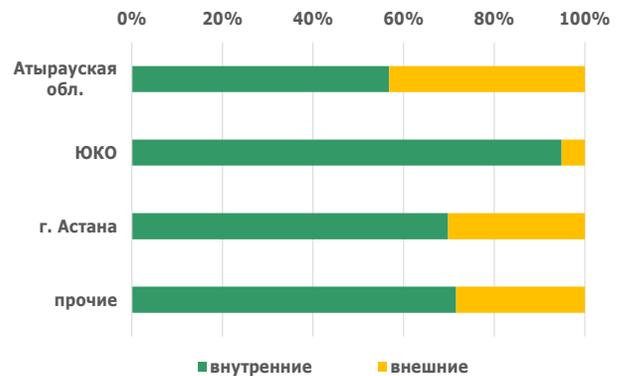
инвестиций. Инвестиции в транспорт и складирование составили порядка 12,3% всех инвестиций в рамках анализируемого периода. Доля инвестиций в обрабатывающую промышленность составила 11,7% всех инвестиций. Доля инвестиций в производство кокса и продуктов нефтепереработки составляет 6,5%, в то время как на металлургическую промышленность приходится 1,8% всех инвестиций за пять месяцев текущего года. Расширение внешнего спроса на энергоносители и металлы республики будут и в дальнейшем способствовать расширению как самого производства, так и инвестиций в эти отрасли экономики.

Рисунок 7. Основной вклад в рост инвестиций внесли Атырау, ЮКО и г. Астана



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 8. Структура инвестиций по источнику происхождения



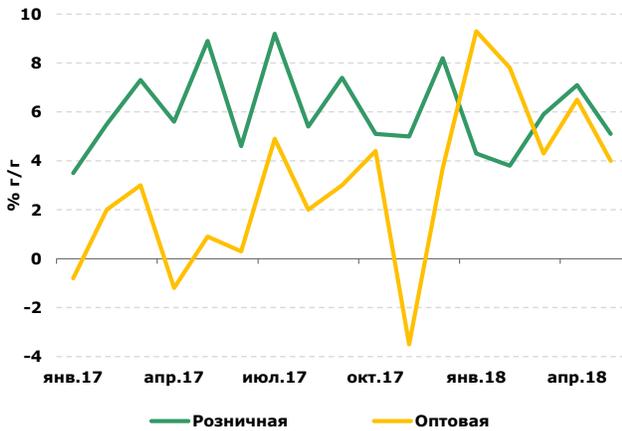
Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Строительная отрасль в первом квартале 2018 года продемонстрировала годовой рост на 5,9%, в то время, как за 5 месяцев этого года ее рост составил всего 0,3% г/г. Наибольший рост как в первом, так и во втором квартале показали строительные работы жилой недвижимости 34% и 30%. Замедлению объемов строительных работ и услуг в январе-мае 2018 году способствовало сокращение строительства нежилых зданий, а также сооружений на 2% г/г и 0,5% г/г. Объем строительных работ существенно сократился в г. Астана (-22,8% г/г), в Павлодарской области (-18,6% г/г) и в Атырауской области (-3,1% г/г). Рост объемов строительных работ наблюдается в ЮКО (71,4% г/г), ВКО (52,7% г/г) и Жамбылской области (19,8 г/г). Рост объемов строительных работ в г. Алматы составил 15,1% г/г в январе-мае 2018 года. Восемь административных единиц из 16 по республике продемонстрировали двухзначный рост объемов строительных работ и услуг (от 13,7% до 71,4% г/г).

Сектор торговли за январь-май 2018 года вырос на 5,8% г/г за счет роста объемов оптовой торговли на 6,2% г/г и розничной на 5,3% г/г. Рост розничной торговли в мае 2018 года составил 5,1% г/г, в то время как в мае 2017 года этот показатель составлял 8,9% г/г. В целом, это указывает на дальнейшее ослабление эффекта высокой базы прошлых лет. Рост реальных денежных доходов за январь-апрель 2018 года на 2,5% г/г, расширение потребительского кредитования с начала года на 3,8% г/г, а также рост пенсий и относительная стабильность курса национальной валюты с начала года, способствовали расширению внутренней торговли республики.

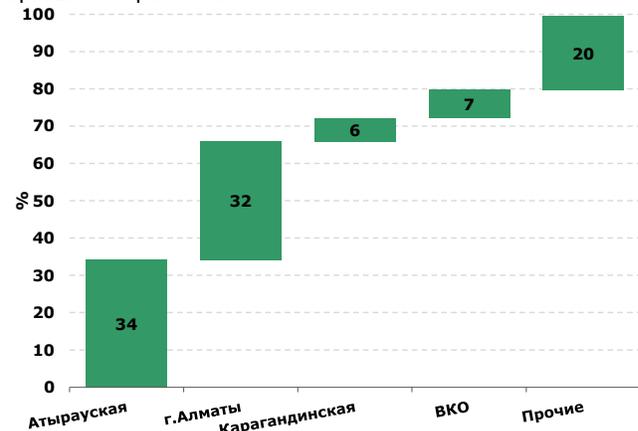
Рост объемов оптовой торговли во втором квартале 2018 года также, как и в первом квартале 2018 года, происходил в основном за счет регионов, в то время как в г. Астана наблюдался спад на 21% г/г, а в г. Алматы рост составил 0,7% г/г. Атырауская область по-прежнему играет решающую роль в расширении объемов оптовой торговли, которые увеличились за 5 месяцев 2018 года почти в 2,6 раза. Такой существенный рост объемов торговли в этой области обусловлен прежде всего торговлей нефтью и продуктами нефтепереработки, торговля которыми, как мы упоминали, ранее не учитывалась в оптовой торговле этого региона. Росту объемов розничной торговли по республике способствовал рост объемов торговли в ЮКО на 10,9% г/г, в г. Алматы на 8,0% г/г и в Карагандинской области на 7,8% г/г. Минимальный рост объемов розничной торговли отмечен в Кызылординской области на уровне 0,5% г/г.

Рисунок 9. Динамика розничной и оптовой торговли



Источник: КС МНЭ

Рисунок 10. Прирост оборота розничной и оптовой торговли по регионам



Источник: КС МНЭ

Доходы населения

В первом квартале 2018 года реальная заработная плата выросла на 2,0%, таким образом показатель среднемесячной номинальной заработной платы по республике составил Т152,4 тысячи. Самый высокий показатель среднемесячной номинальной заработной платы по видам экономической деятельности сложился в морском прибрежном пассажирском транспорте Т705 тысяч (показатель реального роста не изменился), на водном транспорте Т564 тысячи (-7,2% г/г реальный рост), транспортировке по трубопроводу Т510 тысяч (11,9% г/г реальный рост), горнодобывающей промышленности Т366 тысяч (реальный рост 6,0% г/г), в финансовой и страховой деятельности Т299 тысяч (-3,6% г/г реальный рост), в промышленности – Т223,3 тысячи 4,2% г/г реальный рост) и в секторе информации и связи – Т217,9 тысячи (2,3% г/г реальный рост). Самый низкий показатель среднемесячной номинальной заработной платы сложился в сельском, лесном и рыбном хозяйстве на уровне Т80 тысяч (4,6% г/г реальный рост) и сфере образования – Т96 тысяч тенге (-2,4% г/г реальный рост з/п). Анализ роста реальной заработной платы по видам экономической деятельности показывает, что виды экономической деятельности непроизводственного, т.е. социального характера (образование, здравоохранение, искусство, различение и спорт и прочие) показывают отрицательную динамику реального роста заработной платы. Что косвенно указывает на относительно слабый или сокращающийся платёжеспособный спрос населения на эти услуги, на неравномерность оживления прочих секторов экономики и на неравномерность насыщения экономики доходами из сырьевого сектора.

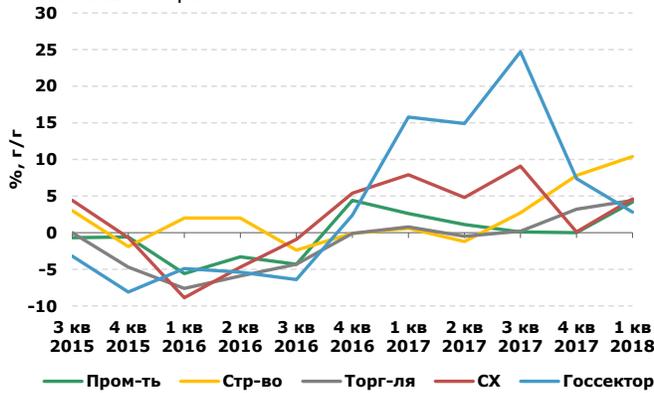
Реальные денежные доходы населения за январь-апрель 2018 года выросли на 2,5% г/г, однако помесечная динамика роста реальных денежных доходов показывает, что положительная средняя динамика в 3,5% в январе-марте сменилась на отрицательную в апреле и составила -1% г/г. То же самое происходит и со среднедушевыми номинальными доходами населения, которые в апреле 2018 года сократились на 1,8% м/м и составили Т84,597.

В структуре денежных доходов домохозяйств в первом квартале 2018 года наблюдается сокращение доли доходов, получаемых от трудовой деятельности, до 74,5% с 75,7% в четвертом квартале 2017 года. Это самое минимальное значение доли доходов, получаемых от трудовой деятельности, за последние 17 кварталов. Доля дохода, получаемого по договорам найма сократилась с 65,1% в четвертом квартале 2017 года до 63,7% в первом квартале 2018 года. Необходимо отметить незначительное увеличение доли дохода, получаемого от самостоятельной занятости и предпринимательской деятельности, доля которого увеличилась на 0,2% и составила в 10,8% в общей структуре доходов домашних хозяйств. При наблюдаемом росте экономики незначительный рост этой доли указывает на то, что в экономике существуют структурный дисбаланс и этот рост не в полной мере отражается на доходах самозанятого населения и предпринимателей, не обслуживающих сырьевой сектор экономики или обрабатывающие отрасли производства, непосредственно связанные с ним.

Наряду с сокращением доходов, получаемых от собственности и материальной помощи родственникам и прочих доходов, наблюдается существенный рост доли социальных трансфертов с 19,9% в четвертом квартале 2017 года до 21,4% в первом квартале 2018 года. Это рекордный уровень, который указывает на то, что возможности получения дохода домохозяйств из других источников, кроме социальных трансфертов (пенсии, пособия, адресная социальная помощь (АСП) и жилищная помощь и стипендии) несколько ограничены и сокращаются. Сравнительный анализ структуры доходов по этому компоненту в других странах показывает общую тенденцию роста этого компонента. Так, согласно статистике доходов домохозяйств, доля социальных трансфертов в РФ за 2017 года составила 19,7%, что полностью совпадает с размером этой доли в Казахстане за тот же период. В США доля социальных трансфертов занимает порядка 13,5% от всей структуры доходов домохозяйств.

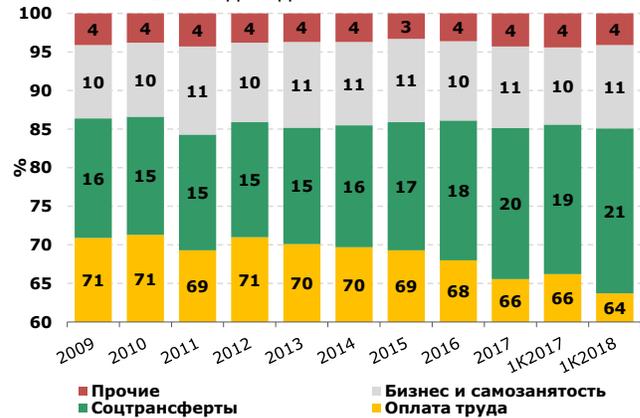
Незначительный рост доли доходов домохозяйств от предпринимательской деятельности и самозанятости указывает на то, что частный сектор не предоставляет достаточно возможностей к получению дохода и требует дальнейшего стимулирования бизнес среды со стороны государства.

Рисунок 11. Индекс реальной зарплаты пока в зоне положительного роста



Источник: КС МНЭ (данные за янв-март)

Рисунок 12. Соцтрансферты на рекордном уровне – 21% в доходах населения



Источник: КС МНЭ

Существенный рост реальной заработной платы в 1 квартале 2018 года в региональном разрезе наблюдается в Мангистауской области (6,1%/г), Карагандинской области (5,2% г/г), ЗКО (3,8% г/г) и Атырауской области (3,1% г/г), т.е. в тех областях, в которых расположены предприятия нефтедобычи, нефтепереработки и добычи металлов и их промышленной переработки. Рост реальных доходов в других областях находился в диапазоне от 0,1% до 3%, за исключением г. Алматы (-2,2% г/г), Алматинской (-2,8% г/г), и Кызылординской (-1,6% г/г) областей. Таким образом, росту реальной заработной платы в этих регионах способствовал рост загрузки добывающих и перерабатывающих предприятий, реальные доходы которых возросли, сопровождаясь ростом цен на энергоносители и металлы, а также за счёт одновременного наращивания объемов производства.

Во втором квартале 2018 года росту реальных доходов способствовал не только отраслевой рост производства и, как следствие, рост заработной платы, но и низкие темпы инфляции потребительских цен. Так, инфляция снизилась с 6,8% г/г в январе 2018 года до 5,9% г/г в июне. Показатель потребительской инфляции за 2018 года будет находиться в рамках целевого коридора в 5%-7% НБРК.

Денежно-кредитная политика

Процентная политика

Одним из главных событий во 2 квартале 2018 года стало объявление экономических санкций против России в апреле текущего года, повлекшее за собой краткосрочную волатильность как на денежном, так и на валютном рынке.

Ставки репо, которые ранее концентрировались в основном около нижней границы коридора базовой ставки, на следующий день после объявления санкций подскочили на 0,5пп, достигая 9,1%. Доходность по операциям своп достигла максимального за этот год уровня в 11,25% (когда верхняя граница коридора базовой ставки составляла 10,5%). После всплеска ставки репо стабилизировались, вернувшись к привычным показателям.

На рынке сохраняется избыточная ликвидность, которую регулятор отчасти нейтрализует выпуском нот. Объем изъятий остается на высоком уровне (валовое изъятие – около Т4.6 трлн, ~34% от кредитного портфеля БВУ), хотя эффективная ставка доходности нот с начала года понизилась на 0,42пп до 8,73% на начало июня.

Несмотря на волатильность, НБРК продолжил политику снижения ставок: 16 апреля ставка была уменьшена на 0,25пп до уровня 9,25%. В апрельском пресс-релизе отмечалось, что влияние рисков со стороны Российской Федерации оценивается как краткосрочное и умеренное. Продолжение замедления инфляции в свете предыдущих решений Национального Банка предсказуемо привело к очередному снижению ставки 4 июня до 9%.

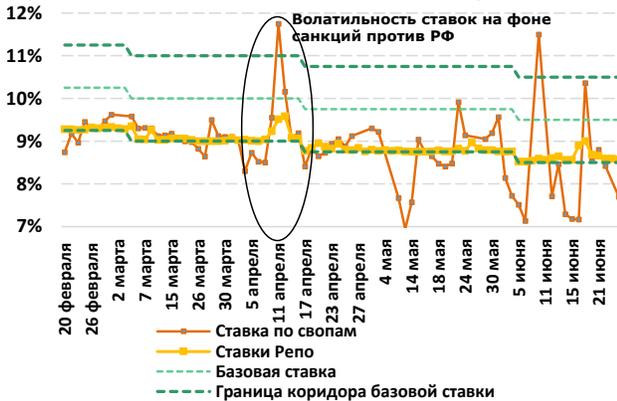
Однако резко сменившаяся риторика НБРК в июньском пресс-релизе ограничивает предсказуемость дальнейших решений по ДКП. Последнее заявление НБРК о том, что «замедлившееся снижение фактической инфляции, а также возросшая вероятность реализации проинфляционных рисков, как в краткосрочной, так и в среднесрочной перспективе, ограничивают Национальный Банк по дальнейшему снижению базовой ставки в текущем году» довольно сильно контрастирует с его апрельским пресс-релизом по базовой ставке.

Риски ускорения инфляции вследствие импорта цен внешнего мира и подогрева инфляционных ожиданий имели место также при предыдущем апрельском решении регулятора. В целом, мы не видим серьезных причин усиления данных рисков за 2 месяца (с предыдущего заседания НБРК), что заставило бы пересмотреть взгляды регулятора по дальнейшему снижению базовой ставки до конца 2018 года. На наш взгляд, необходим и важен более плавный переход в риторике Национального банка, что могло бы повысить прогнозируемость его действий и принятий решений на основе доступной информации участниками рынка.

За прошедший квартал кривая доходности нот сместилась вниз и несколько изменила форму. Более пологий наклон кривой вызван тем, что снижение ставок произошло лишь на отрезке до полугодия, практически неизменной осталась доходность на отрезке полугодия до года по сравнению с 1кв2018. Замедление снижения ставок на более дальнем отрезке по мере смягчения политики НБРК подтверждает заявления регулятора об ограниченном потенциале снижения базовой ставки в текущем году.

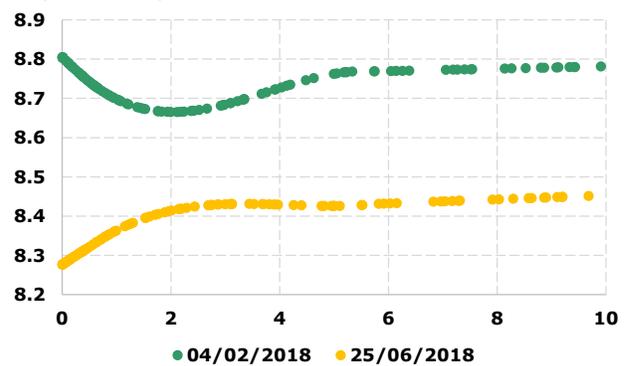
22 мая КФГД (Казахстанский фонд гарантирования депозитов) пересмотрел максимальные ставки по депозитам в национальной валюте до 12% (-2пп) с 1 июля. Однако, несмотря на некоторое снижение стоимости фондирования, мы не ожидаем более привлекательных ставок по кредитам ввиду сужающейся доходности по нотам.

Рисунок 13. Динамика ставок на денежном рынке



Источник: НБРК

Рисунок 14. Кривая доходности



Источник: KASE, расчеты Halyk Finance

Валютная политика

В течение 2 квартала 2018 года средняя цена на нефть подросла до \$72,6/bbl (+8,3% кв/кв), однако курс национальной валюты находился под влиянием других факторов и имел противоположную динамику, ослабившись до 329,76 (+2% кв/кв).

Тренд на укрепление тенге в начале года прервался в начале апреля – на фоне введения санкций против России, на валютном рынке Казахстана сохранялась достаточно сложная ситуация. Например, объем купли/продажи валюты 10 апреля (первый рабочий день после введения санкций) резко вырос до \$0,8 млрд, когда как средний ежедневный с начала года не превышал \$0,15 млрд.

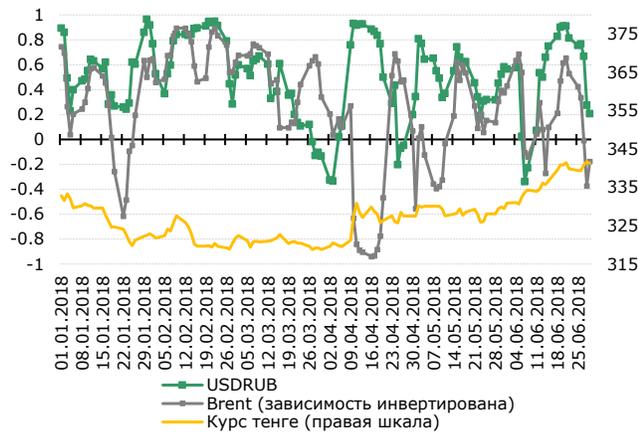
В ответ на санкции против России, курс национальной валюты подскочил менее значительно, чем отреагировал российский рубль. За три дня курс тенге к доллару ослаб на 3,5%, при этом тенге укрепился относительно рубля на 7%.

Согласно официальной статистике по интервенциям, участие НБРК в апреле было на нулевом уровне. Однако, учитывая, что валютные активы НФ снизились на \$0,4 млрд, а чистые поступления в апреле составили около \$0,25 млрд (суммарное снижение на \$0,65 млрд), можно предположить, что на валютной бирже происходила конвертация валютных активов НФ (Национальный фонд), что поддержало обменный курс тенге к доллару в условиях гораздо более крупного ослабления рубля к доллару.

Стабилизация курса на уровне около 330 тенге сменилась постепенным ослаблением тенге в июне. Обесценение тенге в начале июня происходило на фоне, как и слабой корреляции национальной валюты с нефтью, так и слабой корреляцией тенге и курса рубля к доллару. В целом фактор санкций уже сказался на курсе национальной валюты еще в апреле, при этом без учета влияния ослабления рубля, курс национальной валюты был бы крепче.

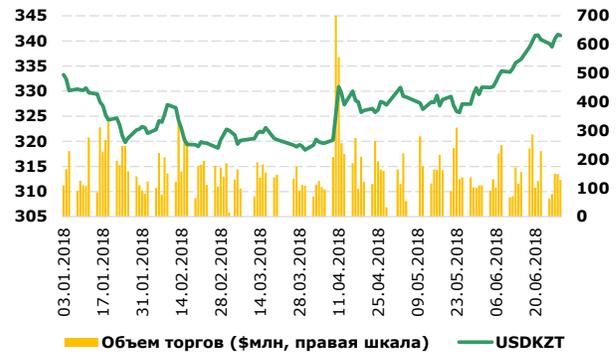
Однако дальнейшее ослабление нацвалюты происходит на фоне слабой связи как между USDKZT и USDRUB, так и USDKZT и Brent. Таким образом, текущим дополнительным фактором, повлиявшим на обесценение тенге, на наш взгляд, могло стать уменьшение нерезидентов среди держателей ГЦБ (в основном ноты НБРК) в июле сразу на T213 млрд по сравнению с апрелем (~\$625 млн).

Рисунок 15. 10-дневная корреляция тенге с ценой на нефть и курсом рубля



Источник: Bloomberg

Рисунок 16. USDKZT и объем торгов



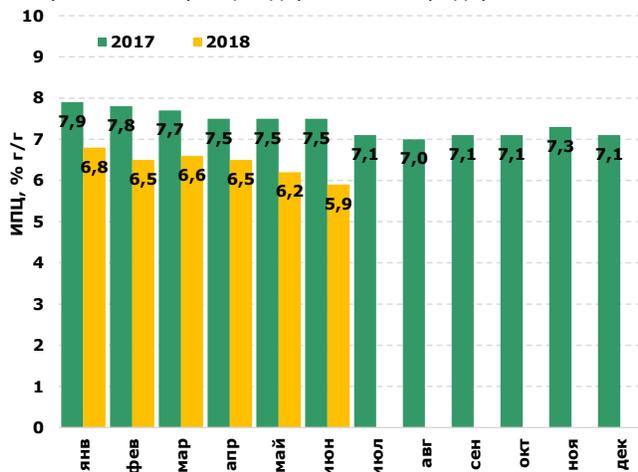
Источник: KASE

Инфляция

По данным Комитета по статистике, потребительская инфляция в июне 2018 года составила 0,2% м/м (0,2% в мае, 0,6% в январе), 5,9% в годовом выражении, уровень среднегодовой инфляции незначительно снизился до 7,0%. Снижению инфляции потребительских цен в январе-июне 2018 года способствовали понижение цен на продовольственные товары с 5,1% г/г до 4,2% г/г. Цены на непродовольственные товары не изменились и в годовом выражении составили 8,4%. Цены на платные услуги впервые с начала года показали незначительный рост и составили 5,5% г/г против 5,3% г/г месяцем ранее.

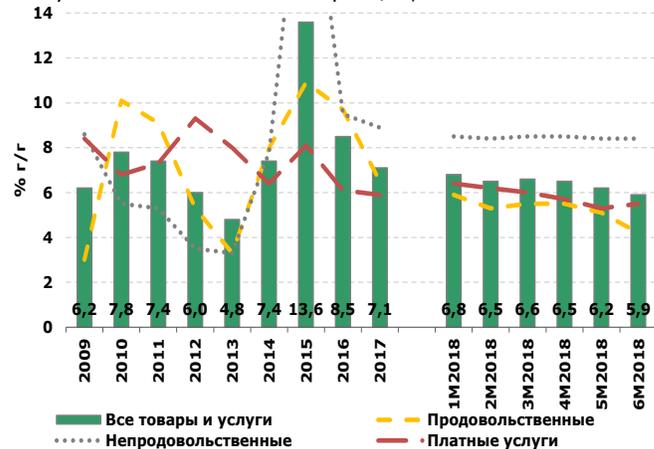
Обменный курс тенге к доллару США за 6 месяцев этого года в среднем ослаб на 2,8%. Наибольшее ослабление национальной валюты произошло в июне на 2,4% м/м и составило 336,1 тенге за доллар США. Такое ослабление национальной валюты скажется, по нашему мнению, на инфляционных ожиданиях, которые напрямую транслируются на «разгон» показателя инфляции в стране, с одной стороны, и на удорожание импорта на потребительском рынке, с другой.

Рисунок 17. Инфляция держится в коридоре НБРК



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 18. Компоненты инфляции, %



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Результаты опросов НБРК за май продемонстрировали ослабление инфляционных ожиданий со стороны населения, хотя несколько увеличилась доля респондентов, ожидающих неизменного роста цен, а также увеличилась доля лиц, ожидающих девальвацию тенге. Доля респондентов, ожидающих ускорения роста цен в следующие 12 месяцев показала уменьшение до 17,6% в сравнении с 19,2% в начале года. В апреле 2018 года эта доля составляла 20,4%. Доля респондентов, ожидающих в следующие 12 месяцев такой же динамики цен, как и сейчас, в мае месяце 2018 года составила 43,5% (в январе этого года 37,6%), увеличившись с 38,7% в апреле этого года. В мае 53,2% (43,8% в январе этого года) респондентов ожидают подорожания доллара США, хотя это ниже пикового значения в 63,4% в сентябре 2017г. Необходимо отметить, что с начала года прослеживается стойкая тенденция увеличения числа респондентов, которые считают, что стоимость доллара США увеличится.

В целом инфляция в республике, по нашему мнению, характеризуется на данном этапе прежде всего инфляцией издержек, т.к. стоимость топлива, недостаточные объемы производства ГСМ, рост тарифов внутри страны, рост стоимости ГСМ в РФ являются основными текущими факторами инфляционного давления на экономику. НБРК определяют следующие факторы инфляционного давления: рост мировых цен на продовольствие, импорт инфляции со стороны стран-торговых партнеров, рост внутреннего потребления на фоне повышения потребительского и инвестиционного спроса.

Однако мы полагаем, что существенного влияния роста внутреннего потребительского спроса на фоне роста реальных денежных доходов населения на инфляцию спроса в ближайшее время происходить не будет, т.к. несмотря на рост реальных денежных доходов населения динамика этого роста пока нестабильна и неравномерна, а потребительское кредитование, которое безусловно способствует расширению потребительского спроса, будет несколько ограничиваться подорожавшим импортом из-за ослабления национальной валюты и платёжеспособностью заёмщиков, которые пока не все могут позволить себе кредитование по высоким процентным ставкам.

Мы также полагаем, что влияние роста мировых цен на продовольствие не будет оказывать моментальный сквозной эффект на рост цен внутри страны, т.к. доля продовольствия в структуре импорта незначительная и составляет порядка 8,3%. Рост цен на энергоносители на мировых рынках и в Российской Федерации в частности оказывает заметный вклад в рост инфляции издержек товаропроизводителей и торговых предприятий. Уже два месяца подряд мы наблюдаем рост индекса цен производителей промышленной продукции с 2,6% м/м в мае до 3,6% м/м в июне. Однако трансляции издержек производителей, связанной с ростом стоимости одного из факторов производства, на потребительские цены пока не происходит. Согласно прогноза ЦБ РФ по инфляции на 2018 год, при таргетированном значении в 3,5%-4% г/г показатель инфляции будет находиться рядом с верхней границей этого коридора. Поэтому мы полагаем, что при текущем коридоре инфляции НБРК в 5%-7% трансмиссии инфляции по торговому каналу из РФ (37% импорта и 8,5% экспорта) происходить не будет.

Так, по итогам 6 месяцев инфляция с начала года выросла на 2,6% против 3,7% в аналогичном периоде прошлого года. В третьем квартале этого года, как мы полагаем, инфляция составит порядка 1,4% и в основном за счет роста цен на топливо и услуги. Годовой уровень инфляции, по нашему мнению, с учетом приведенных доводов, сохранится на нашем текущем прогнозном уровне в 6,5%.

Фискальная политика

Показатели госбюджета в январе-мае 2018 года

Доходы государственного бюджета в январе-мае 2018 года выросли на 4,4% г/г и составили Т4,4 трлн. По доходам бюджет был исполнен на 41,5% к скорректированному бюджету на 2018 год. Доходы государственного бюджета без учета поступлений трансфертов увеличились на 10,5% г/г и составили Т3,3 трлн.

Налоговые поступления в госбюджет составили 12,5% г/г и составили Т3,2 трлн или 41,3% от плана. Поступления по КПН увеличились на 3,1% г/г, по ИПН на 11,8% г/г, по социальному налогу на 4,9% г/г, по НДС на 21,8% г/г, по акцизам на 12,7% г/г. Трансферты из Национального фонда уменьшились на 11% г/г и составили 1,067 млрд тенге (41,1% от плана). Таким образом, поступления госбюджета на 24,5% были сформированы за счет трансфертов, что ниже показателя в 28,7% в аналогичном периоде 2017 года.

Расходы госбюджета за январь-май 2018 года выросли на 7,6% г/г и составили Т4,1 трлн (36,5% от плана). На 27,6% г/г выросли затраты на оборону и на 9% г/г на поддержание общественного порядка. На 19,4% г/г повысились расходы на соцобеспечение, в связи с повышением пенсий и пособий. На 8,2% г/г возросли расходы на экономику: транспорт, промышленность, сельское хозяйство и др. Уменьшились расходы по статье прочие на 55,8% г/г, расходы по обслуживанию госдолга возросли на 15,8% г/г. Бюджетные кредиты сократились на 36,7 г/г, а расходы, связанные с приобретением финансовых активов, сократились на 74,2% г/г.

Таким образом, в январе-мае 2018 г., баланс госбюджета сложился с профицитом на уровне Т41,5 млрд при планируемом дефиците в Т883 млрд на 2018 год или 1,5% от ВВП.

Консолидированный бюджет страны (включающий движение средств по Нацфонду) в январе-мае 2018 года сложился с профицитом Т249 млрд против дефицита Т287 млрд за аналогичный период прошлого года. Существенный рост доходов консолидированного бюджета (15,2% г/г) по сравнению с расходами (1,5% г/г) стал причиной сложившегося профицита.

Нефтефискальный дефицит бюджета в январе-мае 2018 года составил Т1,379 млрд и незначительно снизился в сравнении с январем-маем 2017 года (Т1,572 млрд) ввиду сопоставимого роста доходов и расходов.

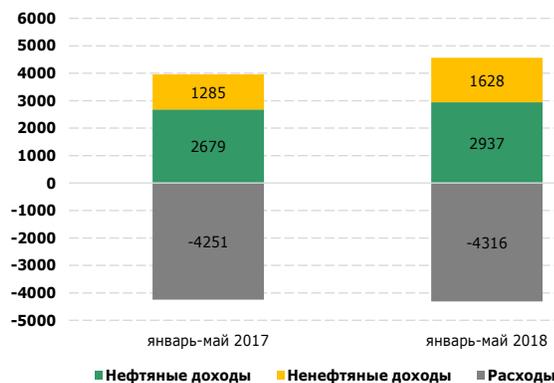
Поступления в Нацфонд в январе-мае 2018 года от предприятий нефтегазового сектора увеличились на 5,1% г/г до Т1,3 трлн. Росту доходной части Нацфонда способствовало увеличение поступлений по КПН на 96,3% г/г, поступлений по бонусам на 72,2% г/г, а также по рентному налогу на экспортируемую нефть на 70% г/г. Существенный рост доходов наблюдается по доле РК по разделу продукции по заключенным контрактам в 3,2 раза. По НДСП наоборот наблюдается существенное сокращение платежей на 44,9% г/г.

Размер расходной части Нацфонда снизился на 10,1% г/г до Т1,1 трлн. В расходной части фонда в январе-мае 2018 года наблюдается сокращение гарантированного трансферта на 2,1% г/г. В то же время наблюдается рост выплат по управлению фондом и проведению ежегодного внешнего аудита в 6,7 раз до Т11,6 млрд.

В рамках налогообложения недропользователей в этом году было предусмотрено введение альтернативного налога на недропользование, по которому налоговая нагрузка переносится на момент получения дохода. Также для недропользователей предусмотрена прогрессивная шкала ставок (15-60%), выраженных в месячном показателе, которые применяются от количества лет срока действия лицензии на разведку. Указанные изменения в налогообложении направлены на увеличение размера инвестиций с целью стимулирования разработки морских и сверхглубоких месторождений углеводородного сырья, а также на более ускоренный переход от этапа разведки к этапу производства.

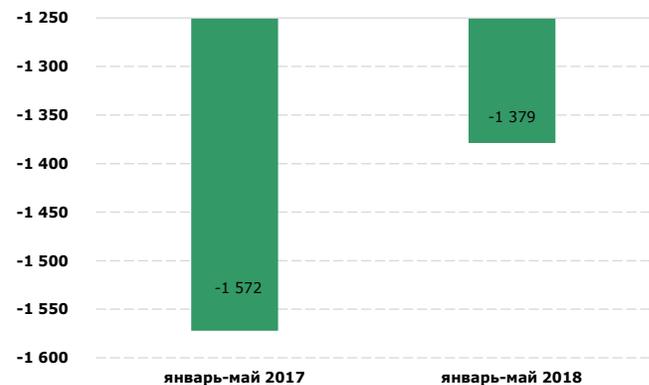
В целом дефицит консолидированного бюджета в этом году составит порядка 1,4% от ВВП, мы также ожидаем, что нефтяной дефицит в 2018 году снизится до 7,5% от ВВП.

Рисунок 19. Консолидированный бюджет



Источник: Минфин РК, Halyk Finance

Рисунок 20. Нефтяной дефицит



Источник: Минфин РК, Halyk Finance

Внешние счета

Экспорт и импорт в январе-марте 2018 года (по последним данным Комитета по статистике)

Экспорт по данным КС увеличился на 27% г/г в 1кв2018 до \$13,8 млрд, в частности продажа минерального сырья и топлива за рубеж выросла на 35,2% г/г (доля – 68%, против 64% в аналогичном периоде прошлого года). Физический объем экспортируемой нефти вырос незначительно: из 19 млн т (+1,3 млн т г/г) добытой нефти в течение первых трех месяцев 2018 года, 16,4 млн т было направлено на экспорт (+0,7 млн т г/г). При этом рост цены на черное золото составил +24% г/г, что и стало основным фактором увеличения экспорта в данной группе, так и всего экспорта.

Заметно увеличение экспорта круп (почти в два раза по сравнению с 1кв2017г), доля в общем объеме экспортируемых товаров составляет около 4% (против 2,6% в 1кв2017г). По нашей оценке, доля несырьевого экспорта остается на уровне около 20%.

Импорт по темпам отстает от экспорта, прирост составил +19,4% г/г до \$7,2 млрд. Продолжение активного роста в промышленности и рост капитальных инвестиций в начале года вызвал быстрый рост импорта инвестиционных товаров (+28% г/г, доля от всего импорта – 32%). Рост ввоза импортных потребительских товаров поднялся (+23% г/г, доля – 35%) вслед за повышением покупательской способности населения. Уменьшилась доля импорта изделий из железа, стали, руд и изделий из них (10% против 13% в 1кв2017году).

Импортируемые товары из России выросли медленнее, чем общий рост импорта: +8,7% г/г, в связи с чем доля снизилась до 37% от общего импорта (против 40% в 2017 году). Основными товарами, ввозимыми из РФ, остаются машины и оборудование (25% от импорта из РФ), минеральное сырье и топливо (19%), железо и сталь (6%).

Рисунок 21. Структура экспорта товаров (внешняя окружность – 1кв2018г, внутренняя окружность – 1кв2017г)



Источник: КС МНЭ, расчеты Halyk Finance

Рисунок 22. Структура импорта товаров (внешняя окружность – 1кв2018г, внутренняя окружность – 1кв2017г)



Источник: КС МНЭ, расчеты Halyk Finance

Платежный баланс в 1кв2018г

Торговый баланс

Рост средних цен на нефть на 24% г/г до \$66,8/баррель в течение 1 квартала 2018 года способствовал значительному улучшению условий торговли (+20,7% г/г), индекс экспортных цен (+23% г/г), по нашей оценке, намного опередил темп импортных цен (+2,2% г/г). Отметим, что индекс экспортных цен без учета нефти, вырос менее существенно на 14% г/г, благодаря росту цен на металлы (алюминий, медь, свинец).

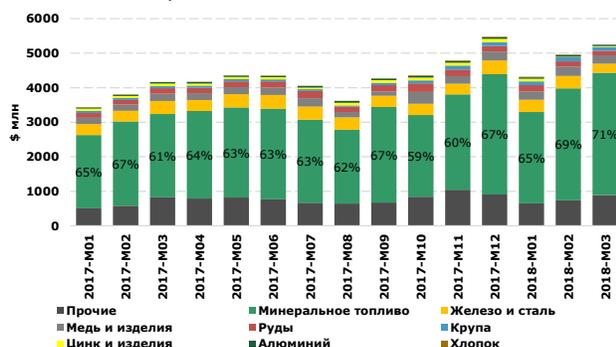
В результате, несмотря на сокращение физического объема экспорта нефти в первые месяцы года, общая экспортная выручка (согласно уточненным данным платежного баланса) выросла на 27.8% г/г.

Ввоз импортных товаров замедлился с прошлого года на фоне слабого спроса и отрицательных доходов населения, +13,8% г/г в 1 квартале 2018 года, что позволило увеличить торговый баланс страны на 49,5% г/г по сравнению с прошлым годом до \$6,4 млрд.

Улучшение цен на нефть и сезонно небольшие объемы импорта стали основными предсказуемыми причинами увеличения торгового баланса в 1кв2018. Скользящая сумма чистого экспорта за 1 год растет 5-ый квартал подряд вслед за ценой на нефть. При этом чистый экспорт страны, с исключением фактора роста цены на нефть, по нашей оценке, демонстрирует меньший прирост. Таким образом, основным фактором улучшения торгового баланса страны является ценовой.

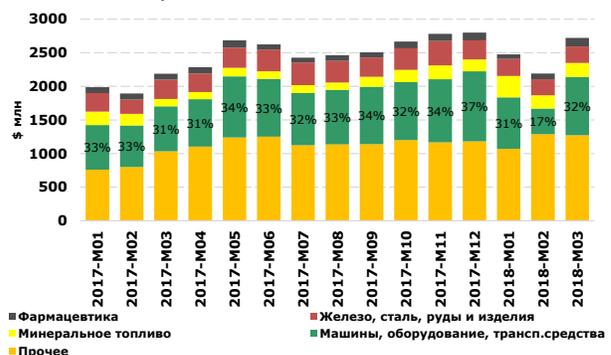
Рост импорта частично сдерживается сохраняющимся слабым спросом на фоне отрицательных реальных доходов, однако с сезонной очисткой импорт на подъеме с 3кв2017. Поэтому мы ожидаем некоторого ухудшения торгового сальдо страны во 2-3 квартале 2018 года из-за более высокого импорта. С другой стороны, недавно возобновившийся рост цен на нефть может компенсировать увеличение ввозимых зарубежных товаров. К концу текущего года мы ожидаем улучшения дефицита текущего счета по сравнению с 2017г до 2,5% от ВВП.

Рисунок 23. Основные группы экспортируемых из Казахстана товаров



Источник: КС МНЭ, расчеты Halyk Finance

Рисунок 24. Основные группы импортируемых в Казахстан товаров



Источник: КС МНЭ, расчеты Halyk Finance

Текущий счет

Отрицательный баланс первичных доходов, по которому фиксируется прибыль к выплате прямым иностранным инвесторам, по итогам 1 квартала 2018 года вырос существенно на 31.4% г/г до \$5.7 млрд (ранее по предварительным данным составлял около \$5 млрд). Оттоки по балансу услуг и другим доходам составили \$1.3 млрд (-4.2% г/г). В результате, уточненный дефицит текущего счета составил около \$593 млн (-57.7% г/г), -0.4% от ВВП. Отметим, что по предварительным данным, дефицит составлял \$95 млн, однако уточнение практически на \$500 млн в сторону увеличения отрицательного сальдо было вызвано более высокими выплатами иностранным инвесторам.

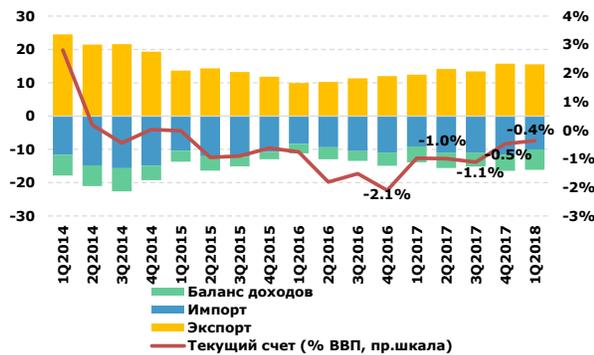
Финансовый счет

Выкуп РД КМГ своих акций и передача части активов ЕНПФ во внешнее управление, по сведениям НБРК, способствовали оттоку по портфельным инвестициям в размере около \$1.8 млрд. Нетто-прямые иностранные инвестиции, которые выросли на 90% г/г до \$3.6 млрд, смягчили отток по портфельным и другим инвестициям. Статья ошибок и пропусков составила положительные \$0.5 млрд.

Финансирование платежного баланса, общий баланс

Рост инвестирования в иностранные активы банковского сектора (скорее всего, увеличение краткосрочных депозитов в иностранной валюте в банках-нерезидентах) и сокращение активов нерезидентов (выкуп акций РД КМГ) вызвали отток средств по финансовому счету. В результате, несмотря на сокращение дефицита текущего счета, отток капитала по финансовому счету вызвал снижение международных резервов, учитываемых в операциях по платежному балансу. В результате операций, зафиксированных по платежному балансу, резервные активы НБРК существенно снизились на \$893 млн.

Рисунок 25. Дефицит текущего счета глубже согласно уточненным данным



Источник: НБРК, Halyk Finance

Рисунок 26. Отток по финансовому счету без учета портфельных инвестиций Нацбанка и Правительства



Источник: НБРК, Halyk Finance

Консолидированные международные резервы

Резервы страны на консолидированной основе на конец мая составили \$89.9 млрд (+0.9%, +826млн с начала года).

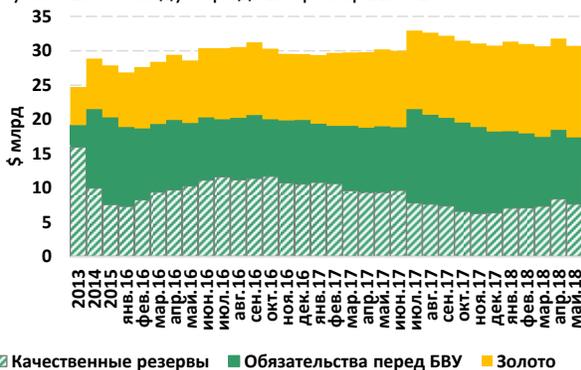
ЗВР регулятора составили \$30.7 млрд – из них золотые активы выросли на 7% (+\$859 млн с начала года), валютные активы снизились на 5% (-\$884 млн). В структуре валютных обязательств НацБанка происходит активное снижение обязательств перед банками: предусмотренных трат на \$2 млрд с начала года (на наш взгляд, представлены свопами с банками) и условных (предположительно, валютные депозиты БВУ в НБРК) на \$2 млрд.

Наиболее ликвидные активы регулятора выросли на \$1.3 млрд в мае с начала года и составляют около 44% от валютных резервов НБРК. Таким образом, снижение валютной части резервов НацБанка мы связываем с погашением обязательств перед банками, завершением валютных своп операций с БВУ.

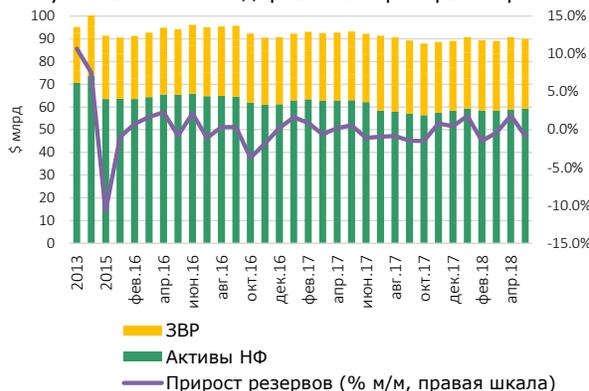
Продолжение наращивания физического объема золота (+6.7%, по нашей оценке) поддерживает уровень ЗВР на почти неизменном уровне. Однако недавнее снижение цен на ценный металл может стать привести к снижению стоимости золотых активов НБРК, учитывая, что их доля в валовых резервах уже составляет около 43.5%.

Валютные активы НФ составили \$59.2 млрд, показав прирост на 1.5% с начала года (+\$850 млн). По данным МинФина, уровень поступлений от нефтяного сектора в мае с начала года подрос до около \$3.9 млрд (+32.1% г/г), что превышает использование средств НФ в качестве трансфертов на около \$600 млн (\$3.3 млрд на конец мая).

По нашей оценке, с учетом запланированного на 2018 год трансферта в Т2,6 трлн, для неизменного уровня валютных активов НФ средняя цена на нефть за год должна составить около \$61/bbl.

Рисунок 27. Международные резервы НБРК


Источник: НБРК, расчеты Halyk Finance

Рисунок 28. Консолидированные резервы страны


Источник: НБРК

Банковский сектор

 Ситуация в банковской системе нами подробно описывается в публикации, посвященной данной теме: [май 2018](#)

Фондовый рынок

Индекс KASE во 2 квартале 2018 года несколько снизился по сравнению с предыдущим кварталом, индикатор на конец июня составил 2412 пункта (-1.0% кв/кв, +45.3% г/г). В представительском списке KASE – 7 компаний. В течение квартала были исключены акции АО «Банк Астаны».

Рост стоимости акций наблюдался у 3-х компаний: АО «KazMinerals» до 4 000 тенге (+2.5% кв/кв), АО «KEGOC» до 1 450 тенге (+2.5% кв/кв), АО «Казахтелеком» до 33 890 тенге (+26% кв/кв).

Наиболее сильное относительное снижение отмечено у акций АО «КазТрансОйл» до 1 400 тенге (-9.8% кв/кв), уменьшилась стоимость акций АО «БЦК» до 281.99 тенге (-7.2% кв/кв), АО «Kcell» до 1 600 тенге (-4.4% кв/кв).

Акции АО «KazMinerals» показывают небольшой рост на фоне операционных результатов в 1кв2018г без значительных отклонений от ожиданий. Акции АО «KEGOC» также выросли незначительно на фоне нейтральных финансовых результатов за 1кв2018г. Значительный рост акций АО «Казахтелеком» продолжается на фоне новостей о возможном выкупе доли Telia в Kcell и, таким образом, компания может стать главным акционером крупнейшего мобильного оператора. При этом Комитет по регулированию естественных монополий Министерства национальной экономики приостановил рассмотрение ходатайства компании «Казахтелеком» по приобретению 75% акций сотового оператора Kcell: «проводится аналитический обзор возможного эффекта на товарный рынок, и по результатам будет принято соответствующее решение».

Причинами снижения акций АО «КазТрансОйл» могли стать слабые доходы от транспортировки, при этом доходы от перевалки снизились существенно ниже ожиданий. В результате, чистая прибыль в размере Т16млрд уступает уровню 1кв2017г. на 6%. Акции АО «Kcell» снижаются на фоне финансовых результатов, показавших уменьшение операционного дохода и чистой прибыли.

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».

© 2018, все права защищены.

Департамент исследований

Мурат Темирханов
Станислав Чув
Дмитрий Шейкин
Эльмира Арнабекова
Алтынай Ибраимова
Андрей Кожокару

Управление

Директор
Заместитель директора
Макроэкономика
Макроэкономика
Долевые инструменты
Долевые инструменты

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
a.kozhokaru@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Шынар Жаканова
Сабина Муканова

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

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

Адрес:

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

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance