



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

Эльмира Арнабекова
e.arnabekova@halykfinance.kz

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

Макроэкономический отчет

за 4 квартал 2017

Краткое резюме

Ускорение экономического роста с конца 2016 года начало терять набранный темп со второй половины 2017 года, рост ВВП в 2017 году по предварительным данным достиг 4%, 3,5% г/г в четвертом квартале, тогда как достигал 4,8% г/г во втором квартале. С одной стороны, это начало происходить под влиянием уменьшения эффекта низкой базы 2016 года, с другой стороны, как мы уже неоднократно отмечали, импульс для роста экономики обеспечен в первую очередь сырьевым сектором, а так как прежние планы по добыче нефти на Кашагане не были достигнуты, то и рост в добыче нефти после мартовского пика практически не увеличивался в оставшуюся часть года.

В 2017 году резко пошли на спад объемы строительства, которые прежде подпитывались государственными вложениями в строительство объектов для международных мероприятий, инфраструктуру. Также стоит отметить, что специфика вливаний государственных средств в 2017 году заключалась в том, что огромные средства были выделены банковской системе (4% от ВВП), но они не пошли в реальный сектор экономики – кредитование банками экономики не запустилось.

Реальные заработные платы, несмотря на положительный рост экономики, продолжают падать и по нашим оценкам, останутся в минусе еще и в 2018 году. Такая ситуация отражает наличие высокой доли неэффективного госсектора, в общей занятости, где зарплаты пока не растут. Падение реальных зарплат также связано со слабым подъемом в несырьевом секторе экономики, который в существенной мере зависит не от собственной эффективности, а от перетока ресурсов из сырьевого сектора, либо от государственной поддержки.

Инфляция в 2017 году составила 7,1% (коридор Нацбанка на 2017 был 6-8%). Эффект от девальвации тенге в 2015-2016 годы сошел на нет, однако есть определенные сомнения в достоверности данных по резко ослабевшей инфляции в декабре 2017 года. Кардинальный разворот в поведении инфляции в декабре (вопреки традиционному предновогоднему росту цен и росту инфляционных ожиданий населения, отмеченному в ноябре 2017) оставил впечатление манипулирования данными по инфляции.

В течение 4 квартала 2017 года регулятор занимал нейтральную позицию в отношении денежно-кредитной политики. Ускорение инфляции на фоне ослабления курса национальной валюты, рост инфляционных ожиданий, шоков на рынке ГСМ ограничило действия НБРК по смягчению условий на денежном рынке: регулятор дважды в течение квартала в октябре и ноябре принимал решение оставить базовую ставку без изменения на уровне 10,25%. В таких условиях ставки репо и своп находились у нижней границы коридора (средний спред по репо с нижней границы коридора составлял 0,06пп).

Нацбанк продолжает изымать излишнюю ликвидность с помощью нот, несмотря на падение доходностей по инструментам (с начала года на 2,7пп, при этом снижение базовой ставки объясняет лишь 1,75пп уменьшения). Таким образом, несмотря на снижение привлекательности инструментов на денежном рынке, регулятору пока не удастся простимулировать банки предоставлять кредиты, а не накапливать излишнюю ликвидность. Объемы кредитования в стране, согласно последним данным, в ноябре вновь снизились, а с начала года наблюдается нулевой рост. Базовая ставка в текущей ситуации больше играет роль ориентира по стоимости займов для банков, так как влияние процентной политики на кредитование пока ограничено рисками ухудшения качества активов и капитализации сектора и банки не спешат снижать вознаграждение по заемным средствам.

Тенге значительно обесценился в конце 3-го и начале 4-го кварталов, несмотря на благоприятные цены на нефть на фоне девальвационных ожиданиях населения. Так, по результатам отчетного квартала если средняя цена на нефть существенно выросла на 22% до \$63.5 за баррель, однако курс национальной валюты в среднем за квартал составил 334,41 с ослаблением на 2 тенге. Начиная со второй половины 2017 года зависимость курса тенге от нефти ослабла.

Регулятор проводил официальные интервенции на валютном рынке с августа по октябрь на сумму более \$500 млн, при этом тенге продолжил укрепление в ноябре, достигая уровня 333. Возврат курса к фундаментально оправданному уровню вероятно стал возможным благодаря операциям по конвертации валюты из НФ. Однако на нужды корректировки курса НБРК, по нашему мнению, мог потратить больше – так как ранее регулятор заявлял о возможной продаже около \$1 млрд из Нацфонда, которые видимо не отражаются в статистике НБРК по его валютным интервенциям.

Отмечается, что влияние процентных ставок на валютный курс слабое ввиду низкой мобильности капитала, что приводит к фундаментальной зависимости номинального курса от торгового баланса. Поэтому, на наш взгляд, основными факторами, влияющими на курс, являются цена на нефть, курс рубля к доллару (оба фактора оказывают влияние через торговый баланс на сбалансированность платежного баланса), а также инфляция.

Доходы государственного бюджета (без учета трансфертов) в январе-ноябре 2017 года составили Т6,3 трлн с ростом на 9% г/г.

Однако по сравнению с номинальным ростом экономики, темп увеличения налоговых доходов (без учета трансфертов) отстает от ВВП, поэтому в 2017 году их доля в валовом продукте страны стала немного ниже, достигнув 12,2% (12,5% в январе-ноябре 2016), что является негативным фактором.

Расходы государственного бюджета в январе-ноябре 2017 года составили Т11,2 трлн (+34,9% г/г), что составляет около 21,5% от ВВП (заметно выше предыдущего года в 17,9%), исполнение плана по использованию средств также

сложилось на уровне почти 90%. Без учета средств на оздоровление банковского сектора, расходы государственного бюджета выросли в январе-ноябре на 9.6% г/г, что лишь немногим превышает темп прироста доходов госбюджета.

Дефицит консолидированного бюджета за 11 месяцев увеличился до 5.9% (против 5.2% в 2016 году и 4% за 11 месяцев), однако без учета выделенных средств на поддержку банковского сектора дефицит составляет около 2% от ВВП.

Благодаря более благоприятной ценовой конъюнктуре на рынке сырья за 9 месяцев 2017 года экспорт товаров по сравнению с предыдущим годом вырос быстрее (+31.1% г/г), чем импорт (+15.6% г/г). Таким образом, показатель торгового баланса на 80% выше 2016 года (\$11.98 млрд). Улучшение условий торговли, а также физический рост экспорта по сравнению с прошлым годом все еще оказывает положительное влияние на платежный баланс (средняя цена на нефть за 9 месяцев текущего года составила \$51.8/баррель, +24% г/г).

За 9 месяцев 2017 года дефицит текущего счета уменьшился на 16.4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Однако стоит отметить, что рост выплат по первичным доходам, в основном представляющим собой доходы от прямых инвестиций в сырьевой сектор, с начала года вырос больше – почти в полтора раза за 3 квартала по сравнению с аналогичным периодом 2016 года до \$13.21 млрд, что уменьшило положительный эффект улучшения условий торговли.

За три квартала 2017 года приток капитала по финансовому счету по сравнению с аналогичным периодом 2016 года снизился с \$11.6 млрд до \$6.7 млрд (-43% г/г). Снижение связано с падением притока прямых инвестиций в 3 раза до \$4.8 млрд относительно 2016 года, когда вложения иностранных инвесторов были на рекордном уровне (\$14.9 млрд за 9 месяцев 2016 года).

По итогам 9ти месяцев текущего года резервы НБРК по операциям платежного баланса выросли всего на \$0.5 млрд, так как в предыдущие 2 квартала резервные активы регулятора использовались для финансирования платежного баланса, а по результатам 3 квартала резко увеличились на \$1.3 млрд. Данный рост видимо связан с переводом активов НФ на счета регулятора. Общий баланс за 9 месяцев составил положительное значение – приток на \$0.5 млрд.

Консолидированные международные резервы страны (резервы НБРК и Нацфонд) на конец ноября 2017 года составили \$88,6 млрд и снизились с начала года на \$2,3 млрд за счет снижения активов Нацфонда на \$3,6 млрд при увеличении резервов НБРК на \$1,4 млрд. Снижение консолидированных резервов было обусловлено выделением Т1 трлн (\$3 млрд) из Нацфонда на оздоровление банков, в противном случае совокупные резервы страны могли бы даже повыситься.

Сценарные прогнозы

Сценарные прогнозы основных макроэкономических индикаторов мы реализовали с симметричным отклонением от базового сценария, предполагающего среднегодовую цену на нефть \$57/баррель в 2018 году (исходя из оценки ожиданий международных организаций и участников рынка). Пессимистичный – среднегодовая цена \$47/баррель в 2018 году и оптимистичный – среднегодовая цена на нефть \$67/баррель в 2018 году.

В следующем году мы видим хорошие перспективы роста в добывающей отрасли за счет расширения добычи на Кашагане, в нефтепереработке в связи с модернизацией, осуществленной на нефтеперерабатывающих заводах, в пищевой отрасли, где в 2017 году наблюдаются серьезные инвестиции при достаточно коротком производственном цикле в данной сфере, что должно быстро отразиться на темпах расширения производства. В целом рост промпроизводства мы видим на уровне около 5% в 2018 году.

В 2018 году можно ожидать более уверенное ослабление инфляции до 6,5%, чему будет способствовать вероятное укрепление тенге в начале года и стабилизация цен на топливо в связи с увеличением переработки нефти на модернизированных НПЗ. Слабый спрос, движимый сокращающимися реальными доходами населения, будет выступать сдерживающим фактором роста цен. Планируемое сокращение вливаний средств из Нацфонда в бюджет и общее уменьшение бюджетных расходов относительно ВВП также скажется на ослаблении инфляционного давления.

Мы полагаем, что, несмотря на некоторое уменьшение государственных вливаний в экономику с 2018 года, при дальнейшем ослаблении инфляционного давления открывается больше возможностей для смягчения денежной политики и активизации кредитной активности, что должно отчасти нивелировать уменьшение бюджетных расходов. Так как планируемый выход на полную мощность добычи нефти на Кашагане был перенесен на 2018 год, мы видим возможности для хорошего роста в добывающем секторе, нефтепереработке, металлургии, на транспорте и, соответственно – положительное влияние на экономику. Учитывая все вышеизложенное, мы ожидаем рост ВВП Казахстана на уровне 3% в 2018 году. Планируемое сокращение бюджетных расходов приведет к снижению официального дефицита бюджета до 1% от ВВП, что положительно скажется на динамике обменного курса тенге, который мы видим на уровне 340-345 в 2018 году. При этом, более высокие цены на нефть (+5% к среднему уровню 2017 года) могут поспособствовать укреплению национальной валюты в начале этого года.

Вследствие расширения добычи нефти и осуществляемых инвестиций в наращивание ее добычи, зависимость экономики от нефтяного сектора в ближайшие годы будет только расти. Это означает, что серьезно возрастают риски более глубоких кризисов Казахской экономики в случае негативных событий в нефтяной отрасли.

Таким образом, по нашим прогнозам, курс тенге в 2018 году будет находиться близким к 340-345 тенге за доллар, предполагая, что средняя цена на нефть составит около \$57 за баррель (консенсус прогноз Bloomberg) и курс рубля в течение года будет на стабильном уровне. Поэтому более быстрый рост цен в стране по сравнению с мировым будет фактором, сказывающимся на снижении покупательской способности тенге и его обесценении.

Исходя из наших прогнозов по уровню годовой инфляции на уровне 6,5%, мы ожидаем, что базовая ставка продолжит снижение в 2018 году с 10,25% до 9%. Следующее решение по ставке будет принято 15 января. На наш взгляд, регулятор будет более осторожен в своих действиях на следующем заседании ДКП и вероятно не пойдет на снижение ставки, так как, несмотря на замедление инфляции в конце года, нестабильность уровня цен еще сохраняется. При этом также повышенные инфляционные ожидания являются факторами риска ускорения ИПЦ.

По прогнозам Правительства в 2018 году уровень расходов номинально останется на уровне 2017 года (Т10,8 трлн, без учета Т2.1 трлн). Таким образом, по нашим ожиданиям, в реальном выражении госрасходы уменьшатся, что также выразится в сокращении их доли в ВВП (~19%). Мы также ожидаем прироста доходов бюджета (без учета трансфертов) соразмерно увеличению валового выпуска экономики, что стабилизирует его долю в ВВП около 12.5%.

В целом дефицит консолидированного бюджета может составить около 2% (на уровне 2017 года без учета средств на оздоровление). Мы также ожидаем, что нефтяной дефицит в 2018 году останется на уровне 8-8.5% от ВВП.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели

	2015 Факт	2016 Факт	Базовый		Пессимистичный		Оптимистичный	
			2017	2018	2017	2018	2017	2018
Цена на нефть, BRENT, сред., USD/барр.	52.4	44.0	54.3	57.0	54.3	47.0	54.3	67.0
Реальный ВВП, % за год	1.2	1.0	4.0	3.0	4.0	2.0	4.0	3.4
Обменный курс USDKZT, на конец периода	340.6	333.3	332.0	343.0	332.0	370.5	332.0	315.0
Обменный курс USDKZT, сред за год	222.8	342.2	326.0	337.0	326.0	367.7	326.0	322.0
ИПЦ, % изм., на конец периода, % за год	13.6	8.5	7.1	6.5	7.1	8.8	7.1	6.3
Госдолг, млрд. тенге, на конец периода	9.0	11.4	12.7	13.6	12.7	14.0	12.7	13.1
Госдолг, % ВВП	22.1	25.0	24.1	23.6	24.1	25.1	24.1	22.3
Консолидированный баланс бюджета, % ВВП	-6.3	-5.7	-7.2	-1.2	-7.2	-2.4	-7.2	1.0
Текущий счёт, % ВВП	-3.2	-6.4	-3.2	-2.9	-3.2	-4.9	-3.2	-2.4

Реальный сектор

2017

После существенного ускорения в первой половине года, рост экономики начал замедляться во второй половине 2017 года. Если во втором квартале рост ВВП, по нашей оценке, составил 4,8% г/г, то в третьем квартале он равнялся 4,3% г/г, а в четвертом квартале опустился до 3,5% г/г, т.е. вернулся к значению первого квартала 2017 года в 3,6% г/г. В результате, в целом за год рост экономики составил 4%. По имеющимся данным за 9 месяцев 2017 года, основной вклад в рост экономики (примерно в 50%) внес промышленный сектор, где половина прироста была обеспечена возросшей добычей нефти. С учетом прочих секторов горнодобывающей отрасли, нефтепереработки и металлургии, данные отрасли в совокупности обеспечили 80% роста промышленного производства в 2017 году. Около 40% роста обеспечила сфера услуг, прежде всего - торговля и транспорт. Примерно 10% внесли строительство и сельское хозяйство, при том, что данные отрасли играли определяющее значение для положительного роста ВВП в 2016 году. Снижение их влияния объясняется более слабым урожаем в 2017 году, завершением строительства объектов ЭКСПО, снижением объемов строительства нефте- и газопроводов.

Данные за девять месяцев 2017 года по регионам, свидетельствуют о быстром росте валового регионального продукта в нефтедобывающих регионах - Атырау +16,3% г/г, ЗКО +6,3% г/г, Актобе +5% г/г. В городах Астана и Алматы более сдержанный рост на уровне +4,8% и +3,5% г/г. В регионах с падающей нефтедобычей - Кызылординской -0,2% г/г, Мангистауской +0,4% г/г. В регионах с аграрной специализацией - СКО, ВКО, ЮКО и Акмолинской областях рост в пределах 1-1,6%. Таким образом, экономический рост пока неравномерный, и к тому же непонятны перспективы регионов с сокращающейся добычей нефти.

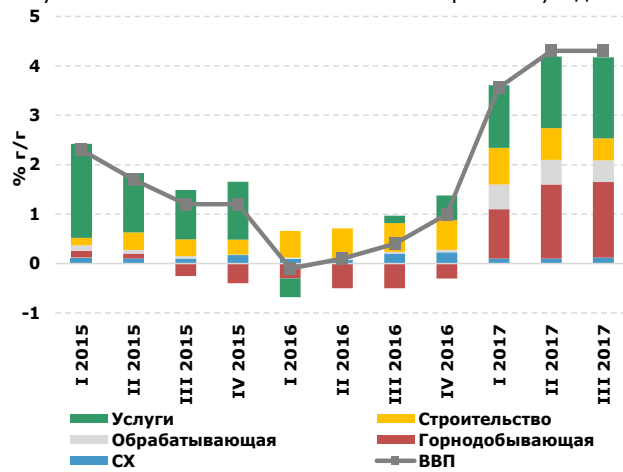
По предварительным данным, рост в промышленности превысил 7% в 2017 году. Данный показатель стал наилучшим с 2010 года после двух предыдущих лет непрерывного падения. Но достижение такого показателя не стало результатом структурных изменений в промышленном секторе. Еще более возросло значение горнодобывающего сектора.

В горнодобывающей отрасли (52% в структуре промышленности) за 11 месяцев 2017 года примерно на 10% г/г выросли объемы добычи угля, металлических руд и нефти. Этому способствовали более благоприятные цены на сырье, цены на нефть в 2017 году повысились на \$10 или на 23% до \$54 за баррель, а с октября находятся на отметке выше \$60 за баррель. Кроме того, более чем на 20% в среднем повысились цены на различные металлы. Добыча нефти на Кашагане превысила 200 тысяч баррелей в сутки и по ожиданиям достигнет 250 тысяч к концу текущего года. В настоящее время добыча нефти на Кашагане обеспечивает порядка 10% от общего объема добычи в стране, по выходе на полную мощность на месторождении в 370 тысяч баррелей в сутки, доля Кашагана в общей добыче может достигнуть 20%, что вероятно произойдет в 2018-2019 годах.

В обрабатывающей отрасли (41% в структуре промышленности) объемы производства за 11 месяцев 2017 года повысились на 5,2% г/г, этому способствовали металлургическая промышленность, показавшая рост на 6% г/г, машиностроение +5,9% г/г, нефтепереработка +5,5% г/г, электроснабжение и пр. +5% г/г, производство продуктов питания +4,3% г/г.

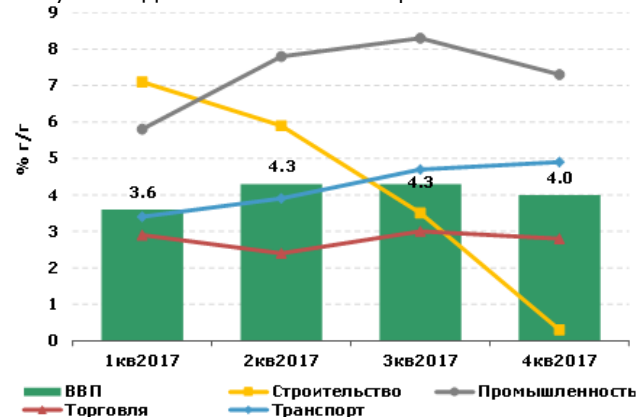
В электроснабжении и прочих подотраслях (7% в структуре промышленности) в январе-ноябре 2017 года рост на 5% при увеличении производства и распределения электроэнергии на 6% г/г.

Рисунок 1. Рост экономики ослаб во втором полугодии



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 2. Динамика основных отраслей и ВВП

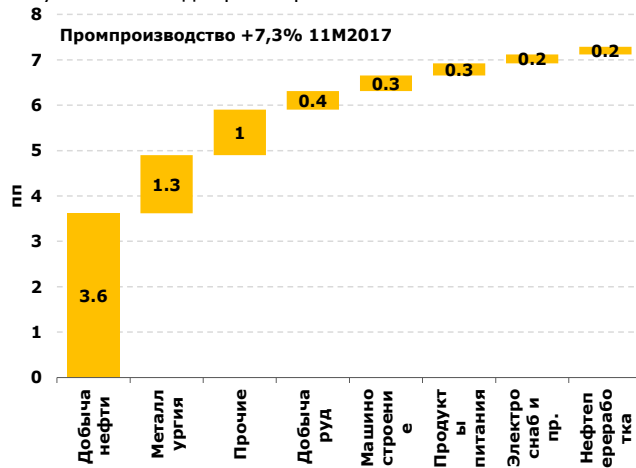


Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

4кв 2017 года

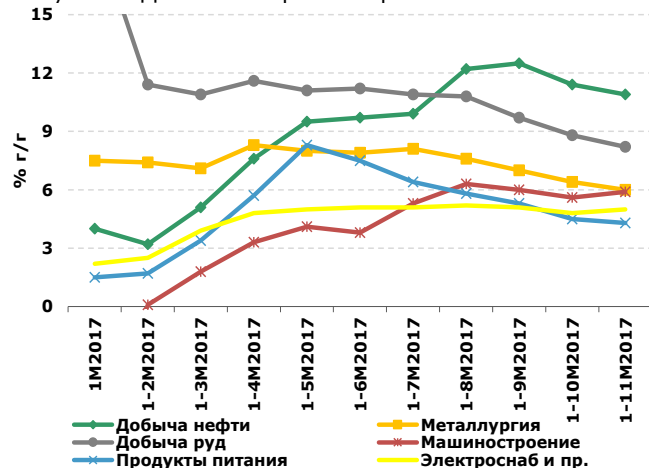
В последнем квартале 2017 года рост в промышленности продолжал замедляться. По предварительным данным, рост в промышленности превысил 7% в 2017 году при 7,3% за 11 месяцев года и 8,3% г/г за 9 месяцев. Замедление темпов роста произошло почти во всех крупных отраслях при ускорении в менее значимых: легкой, химической, производстве мебели и прочей готовой продукции. Учитывая, что половина роста индекса промышленного производства напрямую зависит от добычи нефти, то без запуска Кашагана, рост мог бы быть как минимум в два раза ниже, а с учетом косвенных эффектов от выросших объемов добычи нефти рост мог бы быть скромнее.

Рисунок 3. Вклад в рост промышленности



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 4. Динамика отраслей промышленности



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

За 11 месяцев 2017 года рост инвестиций достиг 5,7% г/г в сравнении с 4,7% г/г аналогичном периоде 2016 года. Инвестиции в горнодобывающую отрасль практически не изменились, но остаются на высоком уровне, учитывая, что за 11 месяцев 2016 года наблюдался рост на 18% г/г, а доля инвестиций отрасли в общих инвестициях составляет 35%. Как и в прошлом году, продолжается падение инвестиций в металлургии (-49% г/г, 2% в структуре инвестиций), химии (-20% г/г, 0,5% в структуре инвестиций). Падение в данных отраслях компенсировалось ростом инвестиций в нефтепереработке на 70% г/г (4,7% в структуре инвестиций), в пищевой отрасли на 65% г/г (1% в структуре инвестиций). В результате, в обработке инвестиции выросли на 8% г/г (10,8% в структуре инвестиций). Хороший подъем инвестиций наметился в электроснабжении +10% г/г (5,9% в структуре инвестиций), в торговле +21% г/г (2,4% в структуре инвестиций), в сельском хозяйстве +27% г/г (4,2% в структуре инвестиций).

После кризиса 2008-2009 годов доля инвестиций в ВВП Казахстана находится на уровне 23%, тогда как в докризисном периоде она достигала 30%. Если учесть, что треть всех инвестиций направляется в добывающий сектор, то несырьевая экономика остается существенно недоинвестированной при текущем уровне развития. В региональном разрезе это ярко видно на примере нефтедобывающего Атырауского региона с инвестициями выше 40% от ВРП или

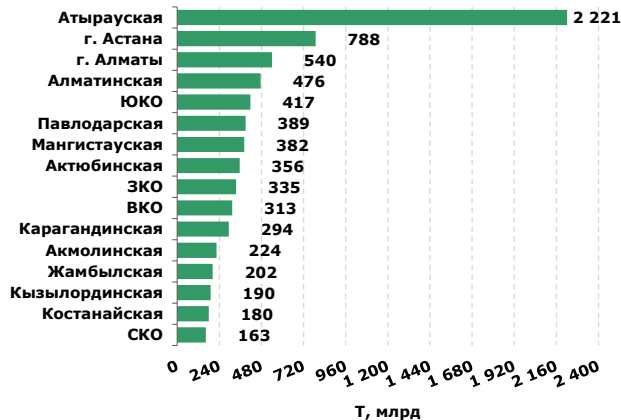
Т2,2 трлн (\$6,8 млрд) в сравнении с г.Алматы (Т540 млрд), Карагандинской (Т294 млрд), Восточно-Казахстанской (Т313 млрд), Костанайской (Т180 млрд) областями, где инвестиции относительно их валового регионального продукта находятся существенно ниже 20% от ВРП. При этом инвестиции находились на близком к текущим значениям в 2015-2016 годы, что говорит об отсутствии источников роста в несырьевой части экономики в ближайшей перспективе.

Рисунок 5. Инвестиции (янв-ноя2017)



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 6. Инвестиции по регионам (янв-ноя2017)



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Несмотря на хорошие темпы прироста инвестиций, динамика в строительной отрасли на протяжении 2017 года поступательно ослабевала и за 11 месяцев объемы строительных работ практически не изменились в сравнении с 2016 годом. На замедление показателей строительной отрасли оказали влияние уменьшившиеся объемы строительства нежилых зданий, нефте- и газопроводов, железных дорог и метро. При этом имелся хороший рост в строительстве автодорог, электро- и телекоммуникаций, жилищного строительства. На фоне ухудшившихся показателей строительства нежилого сегмента, в жилищном строительстве показатели сохраняются на высоком уровне, однако жилищное строительство не в состоянии повлиять на общие падающие объемы строительства, так как на него приходится только примерно 10% от всего объема строительных работ. К тому же сектор жилищного строительства в значительной мере зависит от госпрограмм жилищного строительства, тогда как возрождения частного платежеспособного спроса пока не ожидается.

Показатели оборота розничной торговли продолжают демонстрировать хорошие темпы роста +5% г/г за январь-ноябрь 2017 года. При этом выявляется довольно неоднозначная тенденция – наблюдается рост потребления продовольственных товаров (+8,7% г/г), доля потребления которых повысилась до 38% в общем объеме розницы с 36% в 2016 и 35% в 2015 годах. Такой сильный рост потребления продовольствия при 1 процентном росте населения вызывает удивление, учитывая, что он уже включает изменение цен. При этом также растет потребление непродовольственных товаров, хоть и более медленными темпами (+4,5% г/г). То есть, рост доли потребления продовольственных товаров соответствует текущей тяжелой ситуации с доходами населения, но при этом параллельный рост потребления непродовольственных товаров, видимо, профинансирован не из текущих доходов.

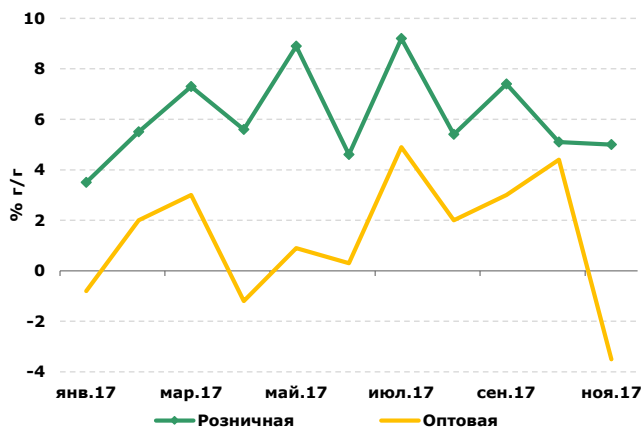
Одним из факторов роста оборота непродовольственных товаров выступает возродившийся рост потребительского кредитования, начавшийся в марте текущего года. Темпы изменения потребительского кредитования и оборота непродовольственных товаров достаточно неплохо коррелируют между собой, при этом объемы новых потребительских кредитов за 11 месяцев 2017 года увеличились более чем на Т 400 млрд, и примерно на ту же величину произошло увеличение оборота непродовольственных товаров. Но даже с учетом влияния потребительского кредитования, темпы роста оборота розницы выглядят слишком оптимистичными на фоне снижающихся в реальном выражении зарплат. Есть также расхождение в динамике оборота розничной и оптовой торговли, последняя показывает только 1%-й рост в среднем в 2017 году. За исключением роста потребительского кредитования, других факторов, которые бы поддерживали рост торговли, мы не видим, вследствие чего динамика розничной торговли вызывает сомнения.

Заметим также, что за январь-ноябрь 2017 года население приобрело нетто \$4,3 млрд через пункты обмена валют, что в четыре раза выше показателя аналогичного периода 2016 года. При этом валютный курс выступает неким индикатором – сбережение/потребление. К примеру, укрепление тенге в первой половине 2017 года сопровождалось ростом розничного товарооборота, снижением покупок иностранной валюты, но ослабление тенге осенью 2017 года мгновенно развернула эту тенденцию и сопровождалась падением оборота розничных продаж и ростом приобретения валюты населением.

Активизация розничного кредитования в 2017 году (+15% г/г в январе-октябре) также косвенно говорит о тенденции финансирования потребления населения за счет заемных средств, так как рост доходов населения не успевает за ростом цен, в то время как ставки по розничным кредитам высоки. Свою роль играет также активное продвижение розничных кредитов банками в условиях снижающейся маржи от размещения свободных средств в инструменты Нацбанка. На наш взгляд, условия для устойчивого роста розничного кредитования еще не сложились. Текущий рост

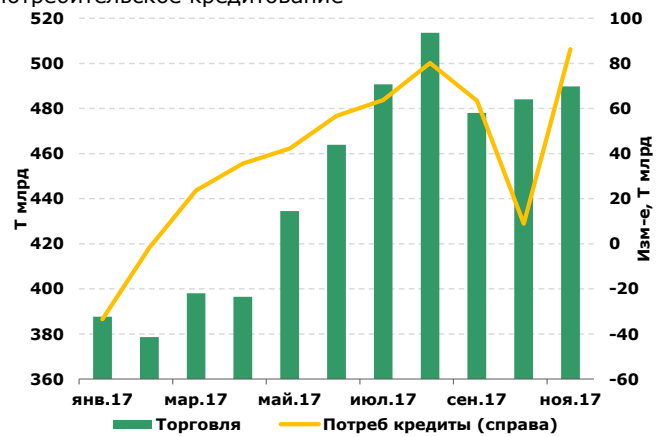
кредитования скорее обусловлен возросшим спросом менее обеспеченного населения, компенсирующего за счет кредитов снизившиеся доходы, но как уже упоминалось, не подкреплен соответствующим ростом доходов.

Рисунок 7. Динамика розничной и оптовой торговли



Источник: КС МНЭ

Рисунок 8. Оборот непродовольственных товаров и потребительское кредитование



Источник: КС МНЭ

Ситуация в экономике в прошедшем 2017 году по многим показателям была противоречивой. Рост экономики был неоднородным ввиду отрицательного либо незначительного роста в отдельных регионах – из 16 административных единиц в 11-ти рост находился ниже, чем в целом по стране, при росте экономики Атырау на 16,3% г/г за 9 месяцев 2017 года. Инклюзивного роста, подразумевающего сбалансированный рост экономики с учетом адекватного распределения доходов среди всех участников, пока не наблюдается.

За 11 месяцев 2017 года индекс Казахстанской фондовой биржи, т.е. стоимости акций компаний показал рост на 59% с ростом объема торгов акциями на 52% г/г. При этом рынок акций Казахстана в 2017 году был одним из лидирующих в мире, уступая только Аргентине, Монголии и не считая Венесуэлы где индекс вырос почти на 4000%. На рынке недвижимости во второй половине года цены снижались как в тенге, так и в долларовом эквиваленте, количество сделок купли-продажи за 2017 год выросло по квартирам на 30% г/г, по частным домам на 18% г/г при схожих темпах строительства в 2016 и 2017 годах. Отсутствие платежеспособного спроса со стороны населения объясняет негативную динамику цен на недвижимость, но высокий рост количества сделок в том числе по малоликвидным частным домам, вероятно, может говорить в пользу того, что реальные цены на жилье ниже чем объявленные рыночные, что и стимулирует продажи. К тому же, как мы полагаем, снижение количества сделок в ближайшее время просто неизбежно, так как такая высокая активность идет вразрез с экономической ситуацией.

Таким образом, финансовый рынок и реальная экономика живут пока по разным законам: под влиянием жесткой денежной политики капиталы остаются замкнутыми в финансовой системе, а внешние факторы благоприятствуют только сырьевой и обслуживающей ее части экономики, в то время как несырьевой сектор экономики испытывает бремя подавленного внутреннего спроса.

Рисунок 9. Индекс KASE и цены на недвижимость

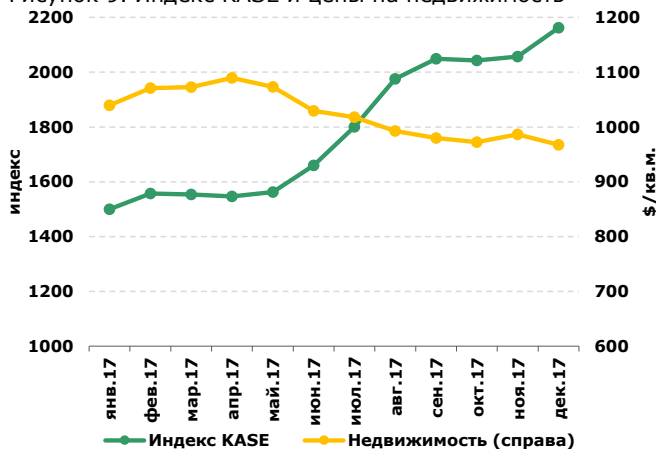
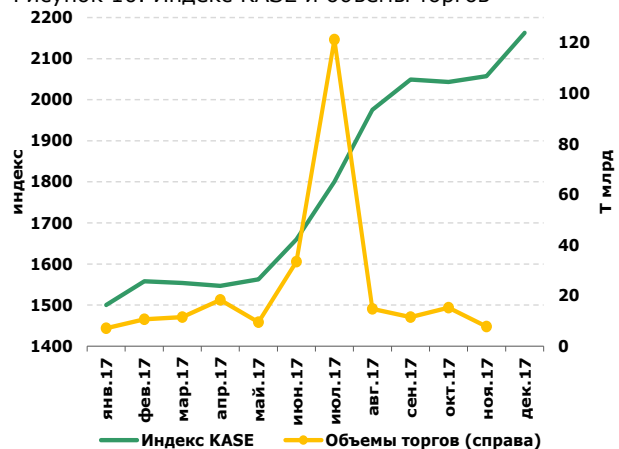
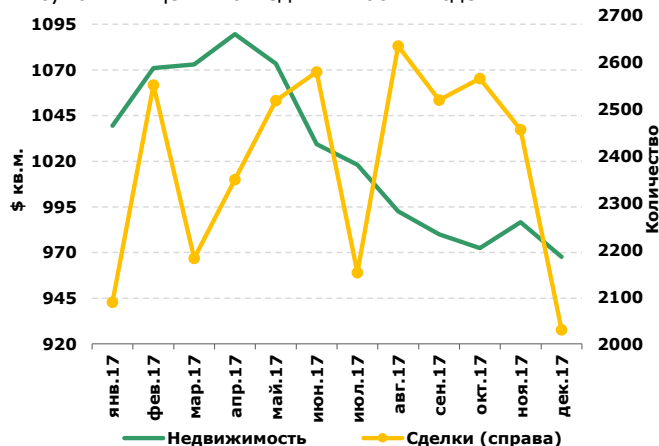


Рисунок 10. Индекс KASE и объемы торгов

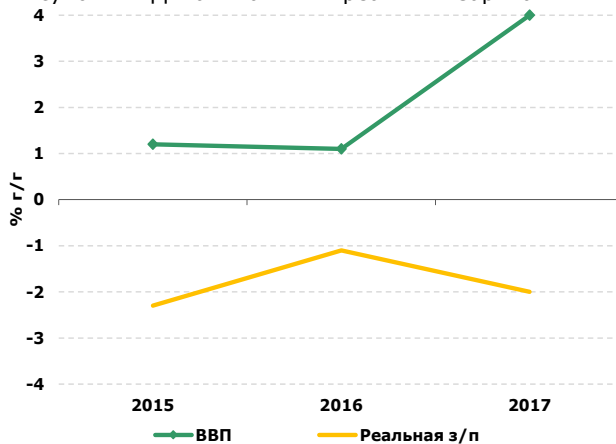


Приведены цены на недвижимость в Алматы. Источник: КС МНЭ, KASE

На рынке оплаты труда заработные платы, несмотря на положительный рост экономики, продолжают падать с 2015 года и, по нашим оценкам, останутся в минусе еще и в 2018 году. Такая ситуация отражает наличие высокой доли неэффективного госсектора в общей занятости, где зарплаты не растут. Падение реальных зарплат также связано со слабым подъемом в несырьевом секторе экономики, который в существенной мере зависит не от собственной эффективности, а от перетока ресурсов из сырьевого сектора, либо от государственной поддержки. Соответственно без роста производительности в несырьевом секторе он продолжит целиком зависеть от ситуации на мировом рынке сырья.

Рисунок 11. Цены на недвижимость и сделки


*Цены на недвижимость в г. Алматы.
Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 12. Динамика ВВП и реальных зарплат


*Реальная зп 3 кв 2017
Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Денежно-кредитная политика

Процентная политика

В течение 4 квартала 2017 года регулятор занимал нейтральную позицию в отношении денежно-кредитной политики. Ускорение инфляции на фоне ослабления курса национальной валюты, рост инфляционных ожиданий, шоков на рынке ГСМ ограничило действия НБРК по смягчению условий на денежном рынке: регулятор дважды в течение квартала: в октябре и ноябре принимал решение оставить базовую ставку без изменения на уровне 10,25%. В таких условиях ставки репо и своп находились у нижней границы коридора (средний спрэд по репо с нижней границей коридора составлял 0,06пп).

Нацбанк продолжает изымать излишнюю ликвидность с помощью нот, несмотря на падение доходностей по инструментам (с начала года на 2,7пп, при этом снижение базовой ставки объясняет лишь 1,75пп уменьшения). Таким образом, несмотря на снижение привлекательности инструментов на денежном рынке, регулятору пока не удастся простимулировать банки предоставлять кредиты, а не накапливать излишнюю ликвидность. Объемы кредитования в стране, согласно последним данным, в ноябре вновь снизились, а с начала года наблюдается нулевой рост. Базовая ставка в текущей ситуации больше играет роль ориентира по стоимости займов для банков, так как влияние процентной политики на кредитование пока ограничено рисками ухудшения качества активов и капитализации сектора и банки не спешат снижать вознаграждение по заемным средствам.

Стагнация в кредитовании вынуждает банки накапливать ликвидные относительно малопродуктивные активы, что в свою очередь отражается на слабой прибыльности сектора. Вливания НБРК в рамках программы по повышению финансовой устойчивости, а также в целом рост государственных расходов также способствуют росту ликвидности на фоне подавленного кредитования.

Рост международных резервов регулятора (за счет перевода средств НФ) способствовал расширению денежной базы (включает наличные деньги вне НБРК, корреспондентские и срочные депозиты БВУ и других организаций на счетах в НБРК) на 12% (в ноябре, с начала года). В структуре денежной базы в основном увеличились корреспондентские счета БВУ и других организаций в НБРК. Противоположная динамика денежной массы (наличные и безналичные деньги в обращении): с начала года – снижение на 2,1%, также связана с отсутствием кредитной активности в стране, таким образом, влияние политики на кредитную активность в течение года оказалось небольшим.

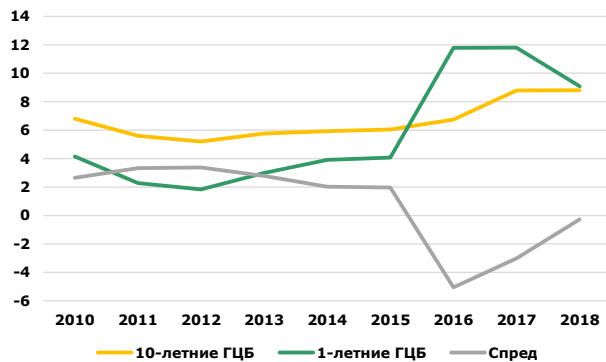
Для недопущения инфляционных явлений и перетока ликвидности на валютный рынок, НБРК активно использует инструменты (репо, ноты, депозиты) для ее стерилизации. Объем валовой ликвидности, изъятой НБРК, к концу года составил Т3,8 трлн (уже 27% от кредитного портфеля банковской системы), по сравнению с началом года – увеличение на ~600 млрд. При этом пик изъятий в течение года пришелся на июнь (Т4,4 трлн), когда регулятор значительно увеличил операции по заключению валютных свопов на KASE.

Со второй половины 2017 года отрицательная безрисковая кривая, сложившаяся в 2015 году из-за резкого удорожания краткосрочной тенговой ликвидности в результате девальвации, перешла в горизонтальную со слабо отрицательным наклоном. Вслед за постепенным снижением базовой ставки, доходности краткосрочных ГЦБ также снижались, приблизившись к уровню ставок долгосрочных бумаг. Так, спрэд доходностей к погашению между долгосрочными (10-летние) и краткосрочными (1-летние) сузился до -0,3пп (-3пп в начале 2017 года).

По нашей оценке, исходя из зависимости ставок от инфляции (долгосрочный уровень согласно данным НБРК составляет 4-5%), а также учитывая потенциальный рост ВВП страны (согласно расчетам НБРК, 4%), нейтральный уровень спрэда между краткосрочными и долгосрочными составляет около 0.7пп. Принимая во внимание ожидания по снижению инфляции в 2018 году в районе 5-7% от 7,1% в 2017 году, можно ожидать, что спрэд может стать нулевым уже в текущем году и нормализация ставок на рынке продолжится. Таким образом, положительный наклон кривой и спрэд в 0,7пп может быть достигнут в 2019-2020 годах.

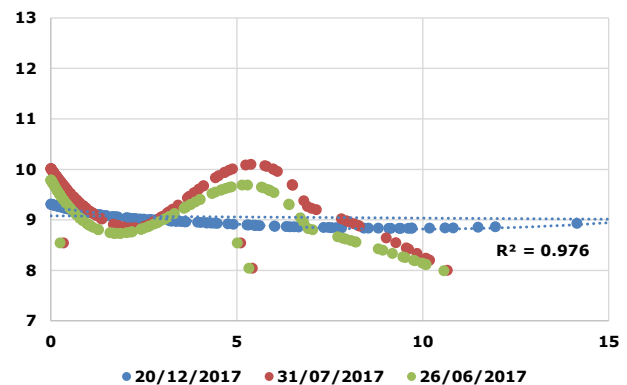
Исходя из наших прогнозов по уровню годовой инфляции на уровне 6,5%, мы ожидаем, что базовая ставка продолжит снижение в 2018 году с 10,25% до 9%. Следующее решение по ставке будет принято 15 января. На наш взгляд, регулятор будет более осторожен в своих действиях на следующем заседании ДКП и вероятно не пойдет на снижение ставки, так как, несмотря на замедление инфляции в конце года, нестабильность уровня цен еще сохраняется, при этом также повышенные инфляционные ожидания являются факторами риска ускорения ИПЦ.

Рисунок 13. Спрэд между долгосрочными и краткосрочными ГЦБ



Источник: НБРК

Рисунок 14. Нормализация безрисковой кривой



Источник: KASE

Валютная политика

Несмотря на благоприятные цены на нефть, тенге значительно обесценился в конце 3-го и начале 4-го кварталов на фоне девальвационных ожиданий населения. Так, по результатам отчетного квартала если средняя цена на нефть существенно выросла на 22% до \$63.5 за баррель, однако курс национальной валюты в среднем за квартал составил 334,41 с ослаблением на 2 тенге. Начиная со второй половины 2017 года зависимость курса тенге от нефти ослабла. Начиная со второй половины 2017 года зависимость курса тенге от нефти ослабла. По нашей оценке, эластичность национальной валюты к цене на нефть снизилась до 0,10 против 0,14 в первой половине года.

Регулятор проводил официальные интервенции на валютном рынке с августа по октябрь, на сумму более \$500 млн, при этом тенге продолжил укрепление в ноябре, достигая уровня 333. Возврат курса к фундаментально оправданному уровню, вероятно, стал возможным благодаря операциям по конвертации валюты из НФ. Однако на нужды корректировки курса, НБРК, по нашему мнению, мог потратить больше – так как ранее регулятор заявлял о возможной продаже около \$1 млрд, которые видимо не отражаются в статистике НБРК.

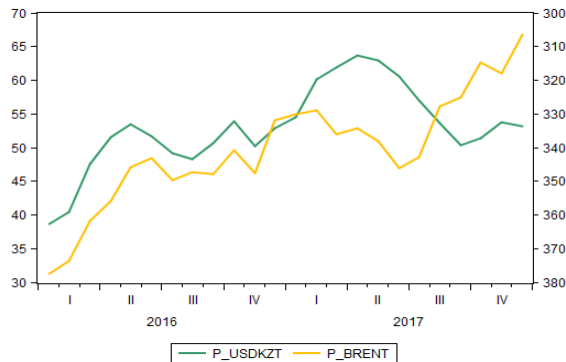
Динамика курса тенге следует за динамикой курса рубля к доллару, что выражается в более высоком корреляционном коэффициенте при лагирующей переменной курса тенге (0,93 в период с 2010 года). Отмечается, что влияние процентных ставок на валютный курс слабое ввиду низкой мобильности капитала, что приводит к фундаментальной зависимости номинального курса от торгового баланса. Поэтому, на наш взгляд, основными факторами, влияющими на курс, являются цена на нефть, курс рубля к доллару (оба фактора оказывают влияние через торговый баланс на сбалансированность платежного баланса), а также инфляция.

Таким образом, по нашим прогнозам, курс тенге в 2018 году будет находиться близким к 340-345 тенге за доллар, предполагая, что средняя цена на нефть составит около \$57 за баррель (консенсус прогноз Bloomberg) и курс рубля в течение года будет на стабильном уровне. Поэтому, более быстрый рост цен в стране по сравнению с мировым будет фактором, сказывающимся на снижении покупательской способности тенге и его обесценении.

Со стороны внешних счетов влияние на национальную валюту нейтральное, дефицит текущего счета по-прежнему финансируется притоком инвестиций. Однако стоит отметить, что замедление притока иностранных вложений в страну, ослабление курсов основных торговых партнеров (особенно, курса рубля к доллару) могут вызвать риски волатильности национальной валюты.

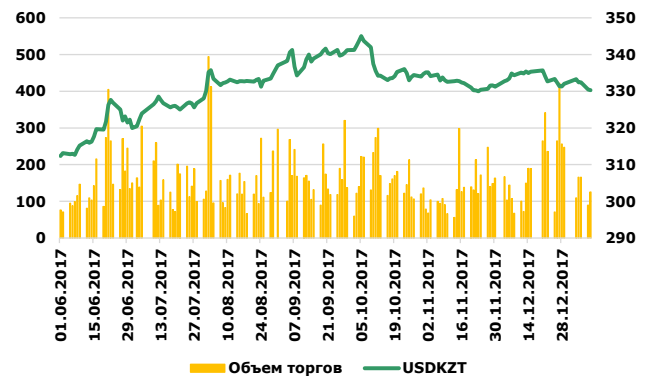
Отмечается, что влияние процентных ставок на валютный курс слабое, ввиду низкой мобильности капитала, что приводит к фундаментальной зависимости номинального курса от торгового баланса. При этом, исторически изменение курса тенге достаточно сильно воздействует на инфляционные процессы (эффект переноса ослабления на ИПЦ – 12%). Данное воздействие отличается также несимметричностью (укрепление тенге существенного снижения цен не оказывает). Поэтому мы полагаем, что в случае реализации рисков, связанных с внешними счетами, регулятор в целях достижения целевых показателей по инфляции будет прибегать к интервенциям для сглаживания негативных последствий.

Рисунок 15. Цены на нефть и обменный курс



Источник: НБРК, Bloomberg

Рисунок 16. USDKZT и объем торгов



Источник: НБРК, Halyk Finance

Инфляция

2017

Потребительская инфляция в декабре 2017 года после резкого повышения в сентябре и октябре ослаблялась, начиная с ноября до 0,7% м/м, и 7,1% г/г, уровень среднегодовой инфляции незначительно снизился до 7,4%. Все компоненты инфляции в текущем году находятся ниже уровней прошлого года. Рост цен продовольственных товаров в декабре 2017 года составил 6,5% г/г (9,7% в 2016 г.), по непродовольственным товарам 8,9% г/г (9,5% в 2016 г.) тарифы 5,9 (6,1% в 2016 г.).

Результаты опросов населения за ноябрь, опубликованные НБРК, свидетельствуют об усиливающихся инфляционных ожиданиях населения. Доля респондентов, ожидающих ускорения роста цен в следующие 12 месяцев, повысилась до 21,3% в ноябре (минимум этого года 10,3% в феврале 2017г.), что является самым высоким показателем с января 2016 года, когда наблюдался высокий рост цен. Вместе с тем, доля респондентов, ожидающих снижения либо неизменного положения цен, снизилась до 6,7% (максимум этого года 15,5% в феврале 2017г.). Доля респондентов, ожидающих подорожания доллара США, возросла до 59,8%, что несколько ниже пиков августа и сентября (минимум этого года 34,3% в апреле 2017г.).

Годовые темпы роста цен за десятилетие с 2008 года говорят о приближении темпа изменения цен к норме в 2017 году, после их всплеска, вызванного девальвацией национальной валюты в конце 2015 года.

В целом инфляция в 2017 году двигалась в коридоре Нацбанка 6-8%, однако месячная инфляция была довольно неустойчивой. Превалировала тенденция инфляции издержек на фоне двузначного роста цен на сырье. Укрепление тенге до 320 за доллар в первой половине года создавало благоприятный фон для замедления инфляции, тогда как резкое ослабление тенге осенью этого года, когда тенге достигал 345 за доллар, незамедлительно выразилось в увеличении цен на топливо и непродовольственные товары. Обменный курс тенге к доллару США в 2017 году укрепился на 5% до 326 (в среднем за год), отражая благоприятное изменение цен на нефтяном рынке в особенности в конце 2017 года.

4кв2017

Осенний всплеск инфляции оказался неправдоподобно непродолжительным – в октябре потребительские цены резко выросли на 1,2% к предыдущему месяцу, однако уже в ноябре они замедлились до 0,9%, а в декабре показали всего 0,7% прироста. Такой кардинальный разворот в поведении цен вопреки удорожанию топлива на 8-16% за последний квартал, ослаблению национальной валюты на фоне неуклонно возрастающих инфляционных ожиданий при хоть и умеренном, но росте потребления, оставил впечатление ручного манипулирования данными по инфляции.

Прогноз на 2018 год

Слабый спрос, движимый сокращающимися реальными доходами населения, будет выступать сдерживающим фактором роста цен и в следующем году можно ожидать более уверенного ослабления инфляции до 6,5%, чему будет способствовать вероятное укрепление тенге в начале нового года, а также стабилизация цен на топливо в связи с увеличением переработки нефти на модернизированных НПЗ. Планируемое сокращение вливаний средств из Нацфонда в бюджет и общее уменьшение бюджетных расходов относительно ВВП также скажется на ослаблении инфляционного давления.

В то же время, ввиду тесных торговых связей в регионе и рыночного механизма выравнивания цен, повышение цен на топливо в России может спровоцировать определенный рост их цен и на местном рынке. Кроме того, высоко вероятно повышение тарифов госмонополий, которое очевидно сдерживается в последние годы.

Рисунок 17. Инфляция сохраняется в коридоре

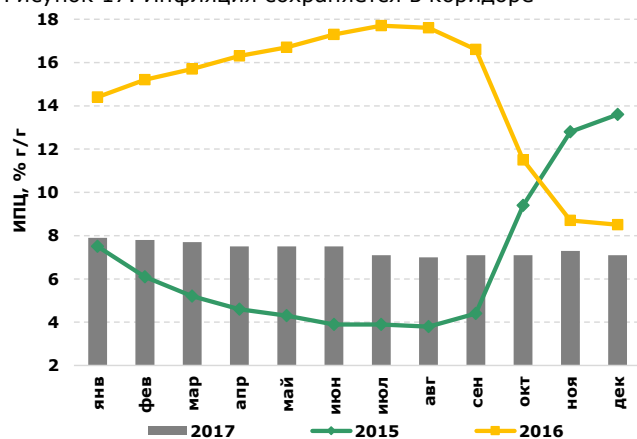
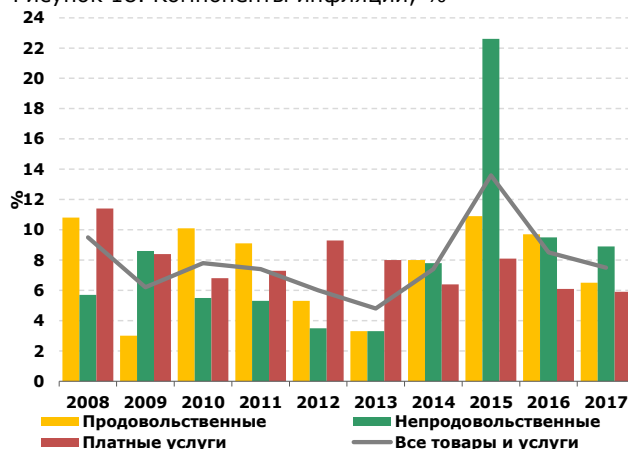


Рисунок 18. Компоненты инфляции, %



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Фискальная политика

Итоги 2017 года

Доходы государственного бюджета (без учета трансфертов) в январе-ноябре 2017 года составили Т6,3 трлн с ростом на 9% г/г.

Увеличение поступлений в основном произошло за счет налоговых поступлений, которые выросли на фоне улучшения доходов предприятий и восстановления деловой активности. Судя по запланированному Правительством уровню налоговых доходов в текущем году с увеличением также на 9%, поступления от налогов (без учета трансфертов) демонстрируют динамику, соответствующую прогнозам. Исполнение плана на 2017 год за 11 месяцев составило почти 90%.

Сборы по КПН подросли на 8% г/г, отставая от темпов номинального роста ВВП за 9 месяцев (~12%). На фоне неустойчивого номинального прироста заработных плат работников (+6,2% г/г в январе-ноябре), ИПН (+7,5% г/г) и СН (+8,4% г/г) выросли быстрее. Поступления НДС ускорились до 8,1% г/г, что все еще ниже темпов оборота торговли (+10,5% г/г в январе-октябре).

Однако по сравнению с номинальным ростом экономики, темп увеличения налоговых доходов (без учета трансфертов) отстает от ВВП, поэтому в 2017 году их доля в валовом продукте страны стала немного ниже, достигнув 12,2% (12,5% в январе-ноябре 2016), что является негативным фактором. Отставание темпов, видимо, связано с сырьевой направленностью экономики: доходы предприятий других секторов и соответственно выплачиваемые налоги, не столь впечатляющие как в нефтяном секторе, который является основным драйвером роста ВВП страны.

Расходы государственного бюджета в январе-ноябре 2017 года составили Т11,2 трлн (+34,9% г/г), что составляет около 21,5% от ВВП (заметно выше предыдущего года в 17,9%), исполнение плана по использованию средств также сложилось на уровне почти 90%. Без учета средств на оздоровление банковского сектора, расходы государственного бюджета выросли в январе-ноябре на 9,6% г/г, что лишь немногим превышает темп прироста доходов госбюджета.

В структуре больше половины занимают расходы на социальную сферу, здравоохранение и образование. Обслуживание долга уменьшилось в текущем году (на 13% г/г) на фоне снижающихся ставок на денежном рынке (несмотря на то, что уровень государственного долга с начала года вырос на \$3,6 млрд до \$38,9 млрд, ~25% от ВВП), при этом другие статьи расходов показали двузначный рост. Основной причиной расширения госрасходов в текущем году стало выделение господдержки банковской системе. Соответствующее увеличение трансфертов в 2017 году, связанное с единовременным выделением средств в размере Т2,1 трлн (4% от ВВП), вызвало расширение данной статьи вдвое по сравнению с прошлым годом.

По итогам 11 месяцев дефицит государственного бюджета составил Т1,2 трлн при запланированных Т1.7 трлн. Для сравнения, в аналогичном периоде прошлого года дефицит составил Т0,5 трлн, а за весь 2016 год – Т0,7 трлн. Дефицит в текущем году расширился до 2,4% от ВВП за 11 месяцев, против 1.1% в предыдущем году. В целом за год мы ожидаем уровень государственного дефицита на уровне 2.5-3% (против 1.6% в 2016 году), что является приемлемым, учитывая единоразовый характер расширения.

Дефицит консолидированного бюджета за 11 месяцев увеличился до 5.9% (против 5.2% в 2016 году и 4% за 11 месяцев), однако без учета выделенных средств на поддержку банковского сектора, дефицит составляет около 2% от ВВП. По нашим расчетам, дефицит консолидированного бюджета к концу года может расшириться до 6-6.5%.

Динамика нефтяного дефицита на фоне восстановления экономики демонстрирует улучшение (если не учитывать единоразовое направление Т2.1 трлн). Мы ожидаем дальнейшего сокращения нефтяного дефицита до 8.5% в 2017 году после пиковых 10-12% от ВВП в 2014-2015 годах.

Прогнозы на 2018 год

По прогнозам Правительства в 2018 году уровень расходов номинально останется на уровне 2017 года (Т10,8 трлн, без учета Т2.1 трлн). Таким образом, по нашим ожиданиям в реальном выражении госрасходы уменьшатся в 2018 году, что также выразится в сокращении их доли в ВВП (~19%). Мы также ожидаем прироста доходов бюджета (без учета трансфертов), соразмерно увеличению валового выпуска экономики, что стабилизирует его долю в ВВП около 12.5%.

В целом дефицит консолидированного бюджета может составить около 2% (на уровне 2017 года без учета средств на оздоровление), мы также ожидаем, что нефтяной дефицит в 2018 году останется на уровне 8-8.5% от ВВП.

Высокая доля нефтяных доходов в консолидированном бюджете сохраняется (31% в 2017 году против 23% в 2016 году), что говорит о неравномерном росте отраслей экономики и негативно сказывается на зависимости бюджета от внешних условий. Регулятор в основных направлениях денежно-кредитной политики на 2018 год также отметил риски со стороны бюджетной политики как одно из препятствий по достижению целевых показателей по инфляции.

Однако в рамках новой бюджетной политики в 2018 году планируется снижение уровня гарантированного трансферта, использование целевого трансферта также не предусматривается. Таким образом, предпринимаются меры по ужесточению фискальной политики страны, сокращению госрасходов, что должно позитивно отразиться на снижении зависимости бюджета от нефтяных доходов.

Рисунок 19. Доходы госбюджета (консолидировано)

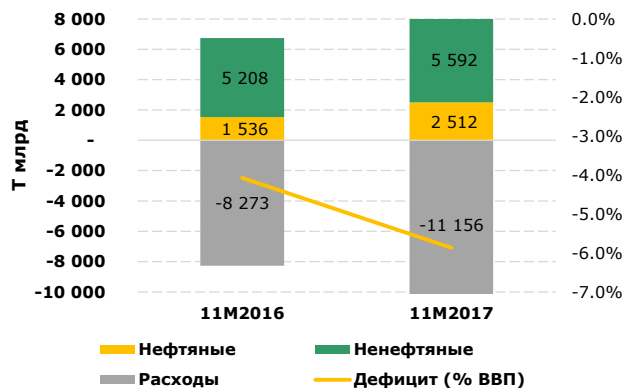
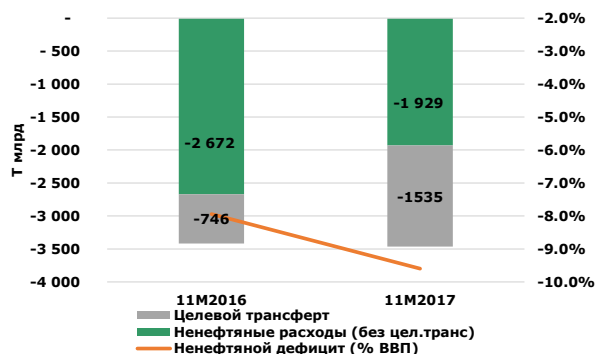


Рисунок 20. Нефтяной дефицит



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Внешние счета

Экспорт и импорт в январе-октябре 2017

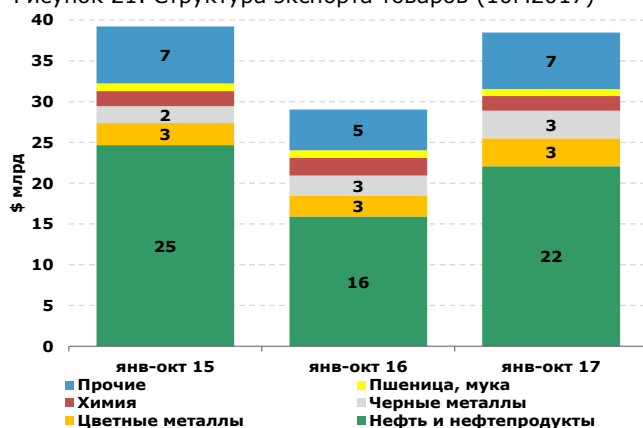
Внешний сектор играл важную роль в оживлении экономики в 2017 году. Экспорт за 10 месяцев 2017 года вырос на 33% до более \$38 млрд, тогда как импорт существенно отставал и вырос вдвое меньше на 16% до примерно \$24 млрд. В результате, профицит в торговле товарами достиг \$15 млрд, что выше \$9 млрд в аналогичном периоде 2016 года и \$13 млрд в 2015 году. Рост экспорта был обеспечен доходами от нефти и металлов, при уменьшении доходов от продукции химической отрасли и растениеводства. На фоне сильного роста сырьевого экспорта, несырьевой экспорт за январь-октябрь упал почти на 12%, на его долю пришлось 8% от всего экспорта товаров. Данная тенденция прослеживается с 2014 года, когда начали снижаться цены на сырье, отражавшие ухудшение состояния мировой экономики, и соответственно затронули несырьевой экспорт Казахстана, характеризующийся низкой добавленной стоимостью.

В импорте основной прирост был связан с увеличившимся более чем на 50% ввозом инвестиционных товаров – машин и оборудования, по остальным группам товаров рост был более умеренным: одежда и обувь +14% г/г, медикаменты +13% г/г, сельхозпродукция +12% г/г, по прочим группам товаров падение на 6% г/г.

Отметим, что в разрезе предприятий доля экспорта МСБ в общем экспорте равнялась только 18% (\$6,6 млрд) в 2016 году, тогда как в импорте их доля 62% (\$15,8 млрд), в 2015 году соответствующие значения составляли 17,7% (\$8,1 млрд) и 62,7% (\$19,2 млрд), т.е. МСБ не заинтересован либо не имеет возможности развиваться и конкурировать и концентрируется на импорте готовой продукции для ее последующей реализации. Отметим, что МСБ активен в экспорте/импорте в тех же регионах, что и крупный бизнес, что говорит об их схожей специализации и соответственно уязвимости к внешним шокам. К сожалению, данные по внешнеторговым операциям в разрезе размеров предприятий выходят с существенной задержкой и пока неизвестно, какие изменения произошли в 2017 году.

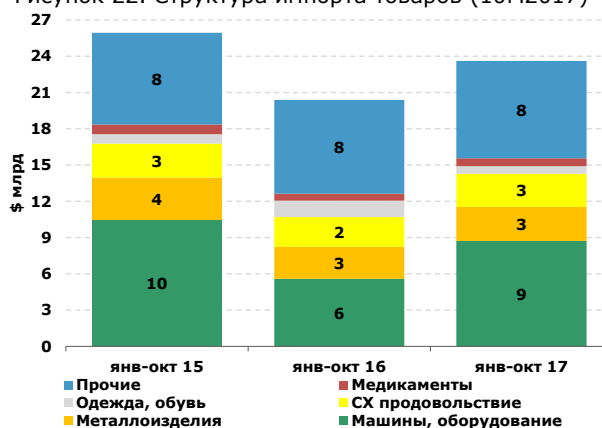
В свете перехода Узбекистана к большей открытости есть основания ожидать увеличения товарооборота между двумя странами. По данному показателю Узбекистан входит в первую 10-ку торговых партнеров, а на постсоветском пространстве внешнеторговый оборот Казахстана с Узбекистаном находится на втором по значимости месте для Казахстана после России. В 2016 году товарооборот между двумя странами равнялся \$1,5 млрд, на пике в 2012 году \$2,2 млрд. Перспективный товарооборот обозначен на уровне \$5 млрд.

Рисунок 21. Структура экспорта товаров (10М2017)



Источник: КС МНЭ

Рисунок 22. Структура импорта товаров (10М2017)



Источник: КС МНЭ

Торговый баланс

Благодаря более благоприятной ценовой конъюнктуре на рынке сырья, за 9 месяцев 2017 года экспорт товаров по сравнению с предыдущим годом вырос быстрее (+31.1% г/г), чем импорт (+15.6% г/г). Таким образом, показатель торгового баланса на 80% выше 2016 года (\$11.98 млрд). Улучшение условий торговли, а также физический рост экспорта по сравнению с прошлым годом все еще оказывает положительное влияние на платежный баланс (средняя цена на нефть за 9 месяцев текущего года составила \$51.8/баррель, +24% г/г).

Однако показатели 3-го квартала были не совсем удачными – экспорт товаров снизился на 5.7% кв/кв, при этом импорт продолжил рост в 1.3% кв/кв, хоть и со значительным замедлением. В результате, торговый баланс за квартал уменьшился на 19% кв/кв до \$3.4 млрд. С сезонной очисткой импорт товаров и услуг уменьшается уже второй квартал подряд.

Текущий счет

За 9 месяцев 2017 года дефицит текущего счета уменьшился на 16.4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Однако стоит отметить, что рост выплат по первичным доходам, в основном представляющим собой доходы от прямых инвестиций, с начала года вырос больше – почти в полтора раза за 3 квартала по сравнению с аналогичным периодом 2016 года до \$13.21 млрд, что уменьшило положительный эффект улучшения условий торговли.

По нашим ожиданиям, тенденция по превышению темпов роста экспортных доходов над расходами по импорту в условиях слабого спроса по сравнению с прошлым годом продолжится до конца 2017 года. При этом рост выплат по первичным доходам нивелирует положительный эффект от увеличения торгового баланса на 50%. В результате, дефицит текущего счета, по нашим расчетам, к концу 2017 года улучшится до 3.2% от ВВП против 6.4% в 2016 году.

В 3 квартале 2017 года в результате снижения торгового баланса дефицит текущего счета ухудшился до \$2.1 млрд на 42.6% кв/кв. Отток капитала по первичным доходам (86% которых представляют выплаты дивидендов от прямых инвестиций) снизился на 8.5% кв/кв до \$4.1 млрд. Однако положительный торговый баланс полностью не покрывает необходимые выплаты иностранным инвесторам по доходам (лишь на 85%), в течение года они стабильно находятся на уровне выше \$4 млрд.

Финансовый счет

За три квартала 2017 года приток капитала по финансовому счету по сравнению с аналогичным периодом 2016 года снизился с \$11.6 млрд до \$6.7 млрд (-43% г/г). Снижение связано с падением притока прямых инвестиций в 3 раза до \$4.8 млрд относительно 2016 года, когда вложения иностранных инвесторов были на рекордном уровне (\$14.9 млрд за 9 месяцев 2016 года).

Приток по финансовому счету в 3 квартале составил \$4.1млрд (более чем в 4 раза больше прошлого квартала). Основной приток наблюдался по портфельным инвестициям, который вырос в 2 раза кв/кв до \$6.3 млрд, видимо обеспеченный реализацией валютных активов НФ. Приток средств по прямым инвестициям рекордно снизился до \$0.2 млрд против \$1.1 млрд в прошлом квартале. В разрезе по секторам экономики – банки и другие нефинансовые и неправительственные сектора в 3 квартале текущего года в основном занимались возвратом финансовых обязательств, и в нетто-объеме в сумме обеспечили отток в размере \$1.6 млрд.

Приток капитала по финансовому счету позволяет финансировать дефицит текущего счета, ослабляя давление на национальную валюту. При этом падение объема вложений по прямым инвестициям является отрицательным фактором. При сохранении такой тенденции для финансирования дефицита текущего счета возникнет необходимость использования международных резервов страны. Стоит отметить, что выход текущего счета из дефицита пока ограничен, так как приток капитала по финансовому счету также способствует росту инвестиционного импорта и выплат по дивидендам иностранным инвесторам. В данных условиях существует необходимость диверсификации экспортных товаров страны, увеличения нефтяного экспорта и роста производства, нацеленного на импортозамещение.

Финансирование платежного баланса, ошибки и пропуски, общий баланс

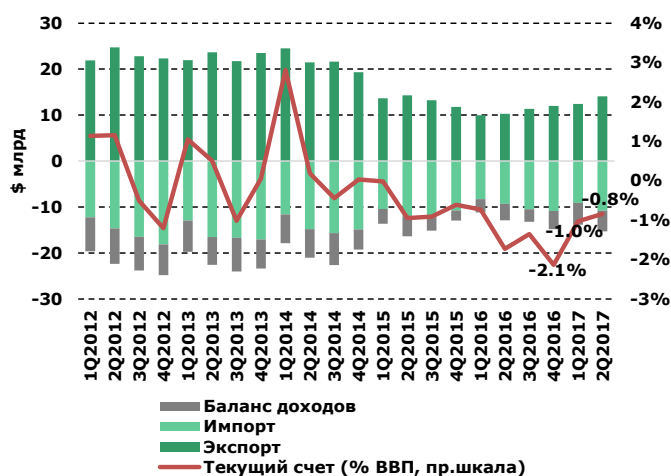
По итогам 9ти месяцев текущего года резервы НБРК по операциям платежного баланса выросли всего на \$0.5 млрд, так как в предыдущие 2 квартала резервные активы регулятора использовались для финансирования платежного баланса, а по результатам 3 квартала резко увеличились на \$1.3 млрд. Данный рост видимо связан с переводом активов НФ на счета регулятора.

Однако отметим, что по состоянию на 1 октября резервы регулятора выросли больше и составили \$32.2 млрд (на 1 января – \$29.5млрд), что видимо связано с ростом стоимости монетарного золота, ростом валютных обязательств НБРК перед БВУ.

За 9 месяцев 2017 года значение статьи «ошибки и пропуски» снова значительно выросло до почти \$2 млрд, что может говорить о неучтенном оттоке капитала, либо о заниженном уровне импорта, либо о завышенном уровне экспорта. Максимально с 2010 года отрицательное значение достигало в 2014 году (\$9 млрд). Также показательно, что незарегистрированные оттоки растут в период кризиса и девальвации (растет объем сбережений валютной наличности у населения).

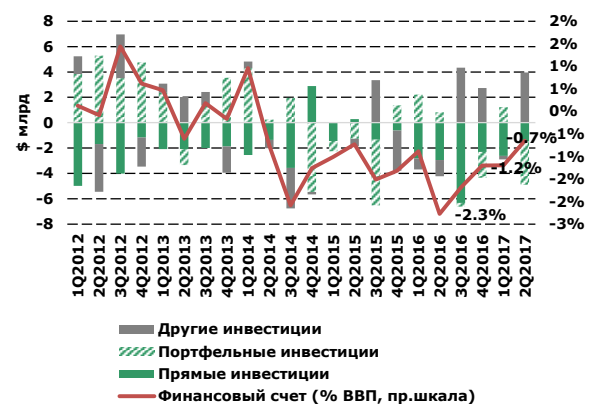
Общий баланс за 9 месяцев составил положительное значение – приток на \$0.5 млрд.

Рисунок 23. Дефицит текущего счета уменьшается



Источник: НБРК, Halyk Finance

Рисунок 24. Приток капитала по портфельным инвестициям



Источник: НБРК, Halyk Finance

Консолидированные международные резервы

Консолидированные международные резервы страны (резервы НБРК и Нацфонд) на конец ноября 2017 года составили \$88,6 млрд и снизились с начала года на \$2,3 млрд за счет снижения активов Нацфонда на \$3,6 млрд при увеличении резервов НБРК на \$1,4 млрд. Снижение консолидированных резервов было обусловлено выделением Т1 трлн (\$3 млрд) из Нацфонда на оздоровление банков, в противном случае совокупные резервы страны могли бы даже повыситься.

Динамика резервов НБРК показывает, что регулятор в текущем году активно наращивал активы в золоте – за год произошел рекордный рост на \$2.6 млрд (+27%), доля в совокупных ЗВР Нацбанка достигла максимальных 39%. Данный уровень был достигнут как благодаря росту цены на драгоценный металл (+8.7% за год в ноябре), так и, по нашей оценке, за счет увеличения физического объема на 14% с начала года.

Активы Нацбанка в валюте в течение 2017 характеризовались скачками (в июле сразу на \$2.9 млрд, снижение на \$1.5 млрд в следующие 3 месяца), в основном связанными с операциями по конвертации трансфертов Нацфонда и валютными интервенциями во второй половине года в общей сумме на \$620 млн. В целом, с начала года валютная часть резервов Национального банка уменьшилась на \$673 млн (-3.4%), что сопоставимо с уровнем проведенных интервенций в течение года. Поэтому резкое снижение валютных активов сразу на \$1.5 млрд частично можно объяснить операциями БВУ на корреспондентских счетах НБРК и операциями по конвертации валютных активов НФ.

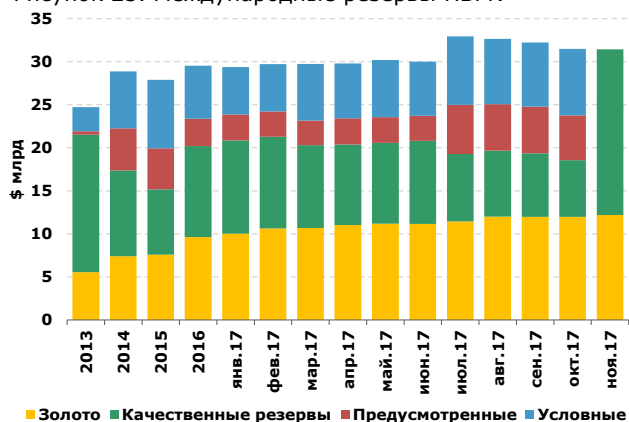
Исходя из данных МВФ по валютной структуре обязательств НБРК в октябре, сокращение короткой позиции по финансовым инструментам (включая операции своп) было скомпенсировано ростом условных обязательств (по нашему мнению, включающих депозиты банков в иностранной валюте). Однако в октябре ликвидные активы (21% от ЗВР регулятора) вновь снизились на \$0.78 млрд, при этом лишь снижение на \$0.38 млрд объясняется проведенным валютными интервенциями. Уменьшение еще на \$0.4 млрд наиболее ликвидных резервов НБРК возможно частично связано с обслуживанием внешнего долга Правительства и самого Нацбанка (в 4 квартале 2017 согласно графику выплат – в совокупности \$0.28 млрд), а также операциями по конвертации трансфертов (продажа валюты).

Если в первой половине 2017 года уровень валютных активов НФ оставался относительно стабильным, то с началом расходов на трансферты, средства Нацфонда стремительно падали с июля. Несмотря на то, что улучшение поступлений в виде прямых налогов от сектора нефти и газа в текущем году на фоне роста котировок на рынке сырья произошло на 86% (на ~2.7 млрд по сравнению с январем-ноябрем 2016 года), с начала года валютные активы Нацфонда сократились на \$4.2 млрд, из них около \$3.4 млрд было направлено на разовое выделение средств для оздоровления банковского сектора. Без учета данных средств, уменьшение произошло менее значительно, на \$0.8 млрд (для сравнения, в аналогичный период прошлого года валютные активы Нацфонда сократились на \$2.4 млрд).

Таким образом, разовое выделение средств в текущем году на поддержку банковского сектора сказалось на более глубоком проседании консолидированных международных резервов страны (на \$2.3 млрд с начала года) по сравнению с прошлым годом (на \$0.7 млрд к ноябрю 2016 года).

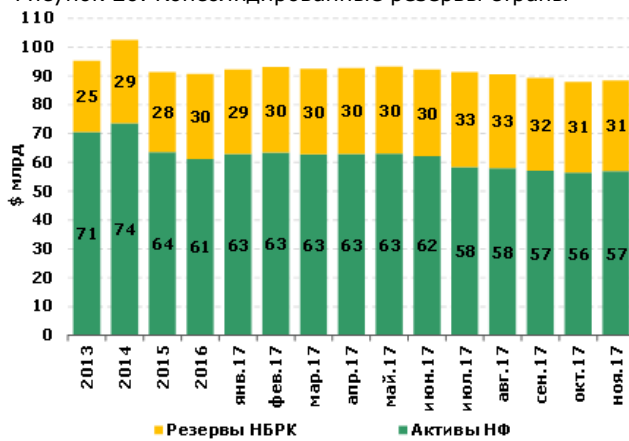
На наш взгляд, валовые ЗВР регулятора характеризуются относительной стабильностью. Однако отмечаются значительные изменения в структуре: уменьшение валютной части резервов (на сумму проведенных интервенций) компенсируется увеличением резервов за счет активов в золоте. Как негативную динамику отметим изменения в валютной структуре обязательств Нацбанка – выросли обязательства регулятора перед БВУ, при этом доля наиболее доступных ликвидных резервов продолжает снижаться, что актуально в связи с тем, что чистого свободного плавания курса тенге пока нет и Нацбанку так или иначе приходится проводить интервенции на рынке.

Также отметим, что на период кризиса дополнительные вливания в экономику из Нацфонда не только сгладили спад в экономике и поддержали банковскую систему, но и существенно подкрепили платежный баланс за счет притока средств по финансовому счету в компенсацию дефицита текущего счета. В противном случае, тенге возможно обесценился еще сильнее и Нацбанку пришлось бы тратить резервы на его защиту, инфляция была бы сильнее, рыночные ставки дольше сохранялись бы на высоком уровне.

Рисунок 25. Международные резервы НБРК


Источник: НБРК

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

Рисунок 26. Консолидированные резервы страны


Источник: НБРК

Банковский сектор

Ситуация по банковской системе нами подробно описывается в публикации, посвященной данной теме: **ноябрь 2017: [ссылка](#), прогнозы на 2017: [ссылка](#).**

Фондовый рынок

Индекс KASE в 4 квартале 2017 года показал рост до 2 163 (+6% кв/кв, 59% г/г). В представительском списке KASE – 8 компаний.

Стоимость акций большинства компаний повысилась, в цене выросли бумаги следующих компаний: "KAZMinerals PLC" до 3 800 тенге (+9% кв/кв, +152% с начала года), АО "Кселл" до 1 784 тенге (-7% кв/кв, +62% с начала года), АО "Народный банк Казахстана" до 83 тенге (+2% кв/кв, +64% с начала года), АО "Казахтелеком" до 20 505 тенге (+7% кв/кв, +41% с начала года), АО "Разведка Добыча "КазМунайГаз" до 26 850 тенге (+26% кв/кв, +69% с начала года), АО "КазТрансОйл" (+1% кв/кв, +9% с начала года). На фондовом рынке отмечался общий рост ввиду активизации участников и притока капитала.

Акции KAZ Minerals достигли максимального значения в 2017г. в последний день торгов, закрывшись на отметке 895GBp за акцию. Основными драйверами увеличения стоимости Компании в 2017г. явились выполнение операционных планов по наращиванию производства на двух проектах роста – Бозшаколе и Актогае, а также пересмотр фундаментальных ожиданий во 2П2017г. по рынку меди, что получило отражение в цене базового металла, которая обновила 4-летний максимум в декабре 2017г.

Существенный рост стоимости акций Kcell, начавшийся в июле 2017г., главным образом был обусловлен планами основного акционера – Telia Company, по продаже своей доли. Также на фоне улучшения общей макроэкономической конъюнктуры повысился интерес к рискованным активам, что в целом позитивно отразилось на всём фондовом рынке Казахстана.

В дополнение к повышению инвестиционного спроса за счёт общей рыночной конъюнктуры, цена акций Казахтелекома возросла на фоне улучшения финансовых показателей Компании за 9М2017 года. За отчётный период Казахтелеком увеличил доходы, улучшив показатели рентабельности. Компания продемонстрировала устойчивый операционный денежный поток, отчасти позволивший совершить обратный выкуп своих индексированных облигаций, что исключило валютный риск из долговых обязательств. Также основным драйвером роста акций KZTK явился сократившийся за 9М2017г. убыток в СП Теле2-Алтел. В 3кв2017г. согласно отчёту о доходах СП вышло на прибыль.

Акции Казтрансойла за год выросли на 9%, чему способствовали сильные операционные показатели компании, частично поддерживаемые увеличением объемов добычи нефти в Казахстане. Основную поддержку акциям, помимо операционных результатов, оказывали дивидендные ожидания, в свете которых котировки KZTO поднимались до 1448 тенге/акцию и фиксировали минимум на уровне 1111 тенге/акцию. В течение 4кв2017г. акции не показали высокой волатильности, укрепившись лишь на 1% кв/кв.

Стоимость акций РД КМГ за 2017г. подскочила на 69%. В течение 1-3кв2017г. акции отыгрывали позитивный эффект от перехода на самостоятельный процессинг нефти, при этом, наибольший объем торгов и высокая волатильность котировок пришлось в основном на 4кв2017г. В связи с намерением делистинга акций РД КМГ в 4кв2017г. объявила выкуп своих ГДР и в последующем и простых акций, предложив миноритарным держателям премию в 23.7% к средневзвешенной цене за последний месяц, вследствие чего акции достигли уровня 26 580 тенге /акцию и обеспечив 26% роста кв/кв.

Акции КЕГОК за год выросли на 17%, сопровождаясь относительно высокой ликвидностью. Основную поддержку оказывали сильные финансовые показатели и спекулятивный интерес инвесторов.

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	Управление
Мурат Темирханов	Директор
Станислав Чув	Заместитель директора
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Эльмира Арнабекова	Макроэкономика
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты
Андрей Кожокару	Долевые инструменты

Департамент продаж	Инвесторы
Мария Пан	Директор
Динара Асамбаева	Институциональные
Айжана Туралиева	Институциональные
Шынар Жаканова	Розничные
Сабина Муканова	Розничные

E-mail

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

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