

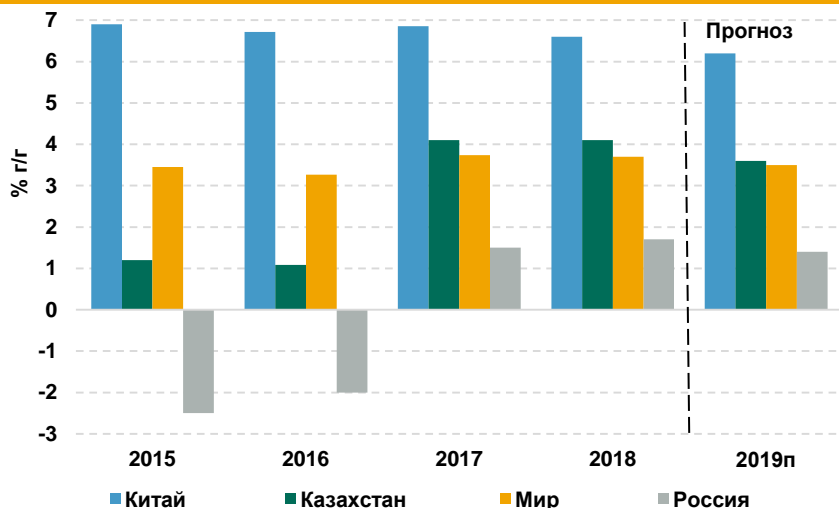
«Долговой рынок Республики Казахстан»

Макроэкономика Казахстана

14 марта 2019
Алматы

Макроэкономика – экономику подняли цены на нефть

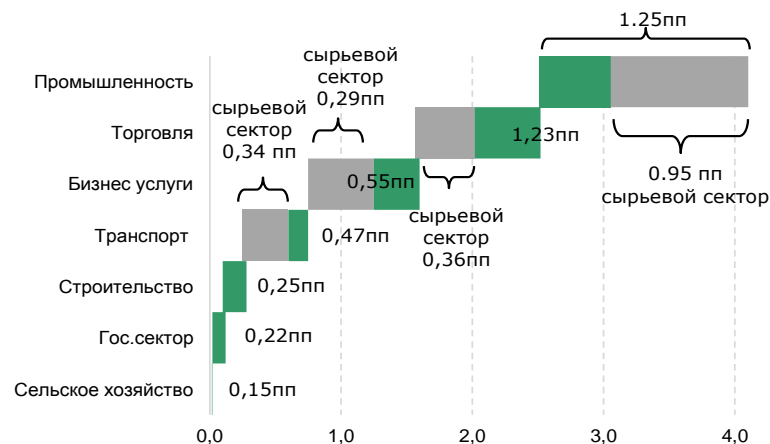
Экономика Казахстана - рост на 4,1% второй год подряд



Источник: МВФ, Halyk Finance

- Рост мировой экономики по оценке МВФ снизился до 3,7% в 2018 году, основной причиной спада стало замедление экономик развивающихся стран Азии, в частности Китая
- От минимума 2016 г. (\$44/баррель) среднегодовые цены на нефть марки Brent выросли на 60% до \$71/баррель в 2018 г.
- Сохранению роста экономики на уровне в 4,1% в 2018 г. способствовал рост промпроизводства на уровне 4,2%, рост цен на нефть на 30%, и оживление в сфере услуг
- Внутренним драйвером экономики будет расширение Тенгиза и Кашагана как на этапе инвестирования, так и в последующем посредством роста объемов производства
- Резкое увеличение расходов госбюджета в 2019 г. добавит 0,4пп в рост ВВП посредством стимулирования потребления, увеличения объемов инфраструктурного и жилищного строительства

Сырьевой сектор обеспечил основной прирост в ВВП



Источник: КС МНЭ, оценка Halyk Finance

- По нашей оценке, вклад сырьевого сектора и смежных с ним секторов на фоне слабого развития несырьевого сектора и доминирования государственных компаний в экономике обеспечили более 50% роста ВВП Казахстана в 2017 и 2018 гг.
- Ускорению роста экономики мешает высокая зависимость от сырьевого сектора, к примеру, доля экспорта минерального сырья в 2018 году выросла с 69% до 75%
- Учитывая расширение расходов госбюджета, мы ожидаем продолжения роста розничного кредитования (+17% в 2018 г.), и слабой динамики корпоративного сектора, что также повысит деловую активность в экономике при вероятном снижении базовой ставки во второй половине 2019 года

Макроэкономика – нефтяная зависимость бюджета

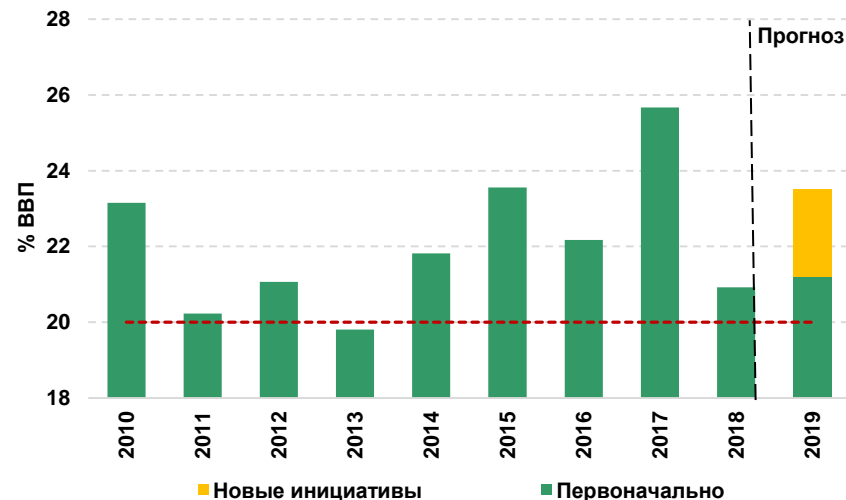
Сохранение дефицита госбюджета



* Долгосрочный таргет, Источник: КС МНЭ, Минфин РК, Halyk Finance

- В 2018 г. дефицит консолидированного бюджета сократился до минимума за 4 года, при этом если бы не очередная поддержка банков, размер его профицита был бы близок к уровню 2014 года
- Размер ненефтяного дефицита госбюджета снизился до 7,9% от ВВП по итогам 2018 года с -12,8% от ВВП в 2017 году, однако ввиду наращивания поддержки банков посредством эмиссии Нацбанка и средств ЕНПФ вновь вырастет до почти 10% от ВВП в 2019 году
- Повышенные расходы государственного бюджета идут вразрез с нормами, установленными Концепцией формирования и использования средств Нацфонда, отражая низкую дисциплину исполнения установленных правил

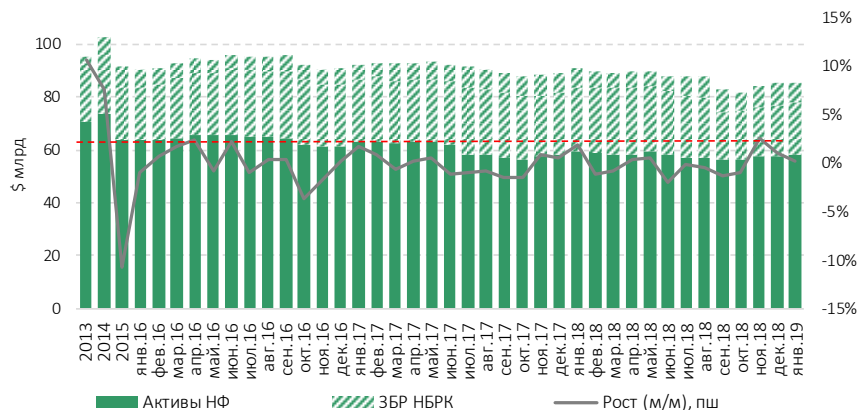
Высокие затраты госбюджета



Источник: КС МНЭ, Минфин РК, Halyk Finance

- В 2018 г. трансферт Нацфонда в госбюджет – на уровне запланированных Т2,6 трлн. Из внебюджетных средств: выкуп «ФПК» портфеля «Цеснабанка» на Т450 млрд, Т67 млрд из средств ЕНПФ на программу повышения ликвидности, строительство газопровода «Сарыарка» на сумму Т123 млрд
- В 2019 г. расходы консолидированного бюджета увеличатся до 23,5% от ВВП, даже без учета новых инициатив, на поддержку «Цеснабанка» Т604 млрд, на повышение ликвидности Т533 млрд, на создание «Казахстанского инвестиционного фонда развития» Т370 млрд
- На фоне увеличения использования средств Нацфонда приток средств в него может оказаться ниже оттока в 2019 году, таким образом Нацфонд продолжит работать в режиме трат, а не накопления

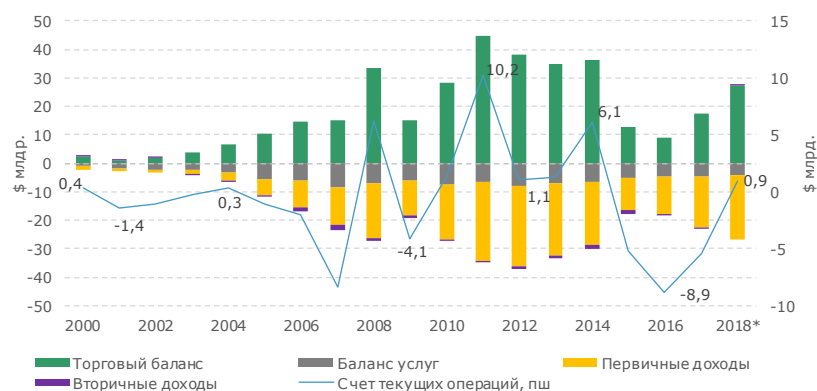
Не смотря на рост цен на нефть рост активов НФ в минусе



Источник: НБРК, МВФ

- В 2018 г. объем консолидированных активов НБРК И НФ сложился на уровне 88,6 млрд долларов США (-0,8% г/г)
- Снижение активов НБРК произошло на -0,22% г/г до 30,9 млрд долларов США за счет сокращения открытой позиции НБРК по валютно-процентным свопам с БВУ, за счет валютной интервенции (523 млн. долларов США), а также за счет погашения собственных внешних обязательств
- Несмотря на отсутствие целевых трансфертов и ограничение суммы гарантированного трансферта размером в Т2,6 трлн., а также расширение налоговых поступлений со стороны нефтяного сектора в размере Т3,2 трлн. (+60% г/г), размер активов НФ сложился на уровне 57,7 млрд. долларов США на конец 2018 г. (-1,05% г/г)

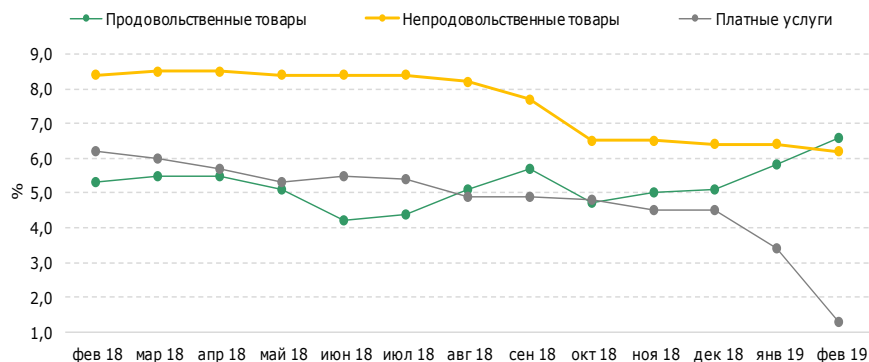
Положительное сальдо текущего счета 0,5% от ВВП



Источник: НБРК, Halyk Finance, *предв.

- Рост стоимости нефти до USD71,69bbl (+31% г/г) и физическое наращивание экспорта до 70 млн. тонн (+2% г/г по данным комитета госдоходов) благотворно сказались на расширении чистого экспорта в номинальном выражении до 27,4 млрд. долларов США (+58% г/г)
- Профицит текущего счета в 2018 г. сложился на уровне 925,4 млн. долларов США или 0,5% от ВВП (3,3% от ВВП в 2017 г.)
- Расширение дефицита баланса вторичных доходов до 22,4 млрд. долларов США (+25% г/г) за счет выплат инвестиционного дохода иностранным инвесторам и незначительное сокращение дефицита баланса услуг до 4,1 млрд. долларов США (-7% г/г) препятствовали более значительному расширению профицита текущего счета
- Сокращению дефицита текущего счета в 2019 г. будет препятствовать расширение объемов инвестиционного импорта в рамках крупных нефтегазовых проектов, а также расширение объемов выплат иностранным инвесторам по счету первичных доходов

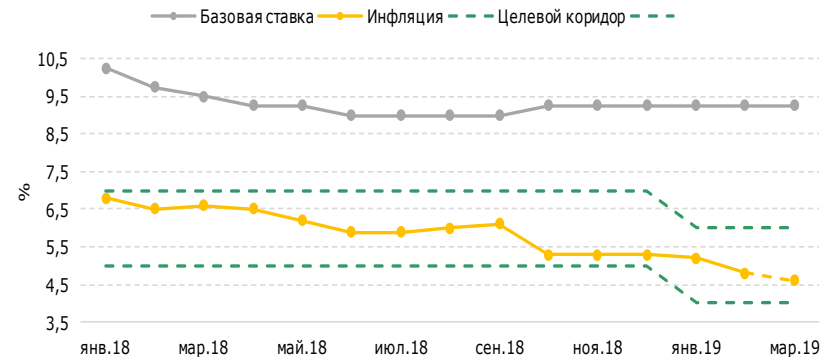
Обменный курс и инфляция



Источник: НБРК, Halyk Finance

- Инфляция существенно замедлилась (4,8% г/г в феврале 2019 г.) за счет госадминистрирования тарифов естественных монополий
- Без учета снижения тарифов, месячная инфляция в январе 2019 была бы 0,8% и в феврале 0,9%, что выше инфляции в аналогичные месяцы прошлого года (в январе 2018 - 0,6% м/м, в феврале - 0,7%)
- Ослабление курса национальной валюты имело слабый трансмиссионный эффект на инфляцию в 2018 г., однако создало существенный негативный эффект на девальвационные ожидания населения (в 43,8% в январе 2018 г. и 63,3% в январе 2019 г.)

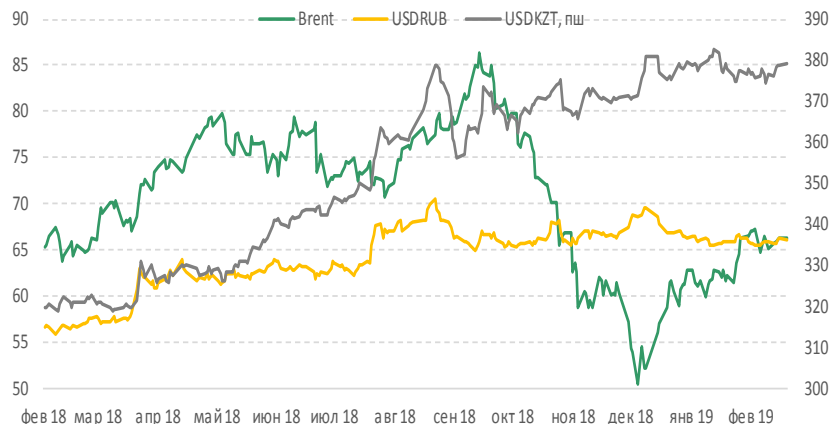
Базовая ставка и инфляция



Источник: НБРК, Halyk Finance

- Базовая ставка НБРК, как основной инструмент инфляционного таргетирования, слабо влияет на инфляционные процессы, инфляция носит немонетарный характер
- Новое руководство НБРК продолжит придерживаться политики инфляционного таргетирования, однако возникает вопрос, каким образом это будет согласовываться с задачей стимулирования экономики
- Вызывает беспокойство также резкое увеличение государственных затрат, которое может совпасть с изменениями денежно-кредитной политики Нацбанка в связи со сменой его руководства. Существуют большие риски резкого усиления инфляции в ответ на одновременно стимулирующий характер действий как фискальной, так и монетарной политики
- Считаем решение регулятора оставить базовую ставку без изменения правильной, т.к. риски инфляции остаются без изменения, а за счет расширения фискальных расходов увеличиваются

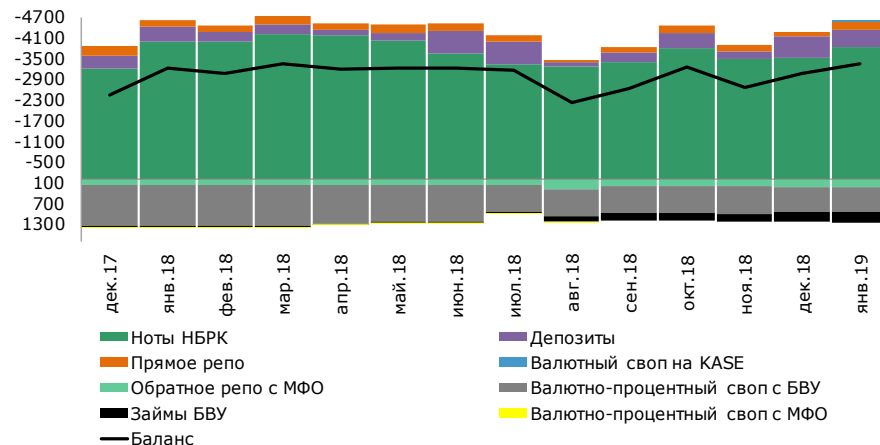
Обменный курс рубля, тенге и стоимость нефти



Источник: Bloomberg

- С мая по декабрь 2018 г. НБРК планомерно осуществлял политику «слабого» тенге по отношению к российскому рублю (manageable float), формируя его на уровне 5,6-5,7 тенге за рубль, декларируя при этом приверженность свободно плавающему курсу
- Считаем, что курс тенге, который формировался в феврале-марте прошлого года, был фундаментально обоснован
- Оцениваем курс пары USD/KZT на уровне 350-360 тенге за доллар США как фундаментальный, а курс по паре RUB/KZT 5,3-5,4
- Пока остается непонятным, изменится ли политика НБРК в отношении обменного курса или нет. Однако изменения котировок тенге по основным парам валют будут основным индикатором этого изменения или его отсутствия

Избыточная ликвидность и ставки денежного рынка



Источник: НБРК, Halyk Finance

- На денежном рынке сохраняется избыточная ликвидность, объем которой расширился с Т4,3 трлн на конец 2018 г. до Т4,8 трлн в феврале 2019 г. (Т4,6 в январе)
- Объемы избыточной ликвидности стерилизовались НБРК эмиссией краткосрочных нот, объем которых в обращении на конец февраля 2018 г. составил порядка Т3,8 трлн.
- При базовой ставке в 9,25%, краткосрочные ставки денежного рынка находились у нижней границы коридора (РЕПО – 8,3%)
- НБРК диверсифицирует инструменты связывания избыточной ликвидности, вводя с 18 февраля 2019 г. депозитные аукционы и упраздняя выпуск 7-дневных нот.
- Мы оцениваем ликвидность банков в структуре активов на уровне 42%, а размер долгосрочной ликвидности в структуре избыточной ликвидности в размере Т1,5-1,6 трлн. Эта ликвидность могла быть направлена на кредитование экономики, однако существующие структурные проблемы в экономике сдерживают это кредитование.