

Видение по курсу тенге и нефти на 2017 год

В данном обзоре мы даем свое видение относительно курса тенге и стоимости нефти на следующий год. По нашему мнению, на курс тенге будут воздействовать такие краткосрочные факторы, как динамика мировых цен на сырье, а также динамика курса российского рубля. В долгосрочной же перспективе на курс будет воздействовать разница в темпах инфляции в Казахстане и США, разница в доходностях инвестирования в тенге и долларах США, а также инвестиционная привлекательность Казахстана и движение капитала.

Нефть имеет хороший потенциал роста в среднесрочной перспективе. На сегодняшний день основным фактором ценообразования на нефтяном рынке является фактор избыточного предложения. По ожиданиям разных ведомств и экспертов в нефтяной отрасли, рост потребления нефти в ближайшие годы будет расти в среднем на 1,1-1,2%, в то время как рост производства будет в районе 0,8%. Подобный тренд естественным образом снизит избыток предложения. По данным международного энергетического агентства, в 2017 году профицит баланса составит всего 0,1 млн. баррелей в день, а в 2018 году уже станет дефицитным. Кроме того, по данным US EIA, объем незадействованных производственных мощностей сырой нефти в ОПЕК продолжит снижение в этом и следующем годах, что так же ограничивает потенциал роста объема производства в будущем. Другими факторами, позитивно влияющими на нефть, можно назвать снижение объема инвестиций в нефтяную сферу и высокую себестоимость добычи в некоторых странах.

Прогноз по нефти. В случае провала переговоров ОПЕК в части заморозки/сокращения добычи, что является нашим базовым сценарием, цена на нефть, скорее всего, снизится. При этом, мы не ожидаем значительного снижения, так как считаем, что данный сценарий уже заложен в текущих котировках. Однако в среднесрочной перспективе ожидаем, что цена на нефть все же будет расти. По нашим прогнозам, средняя цена на нефть марки Brent по итогам 2017 года составит **52 долларов за баррель**.

Прогнозы по курсу тенге. Исходя из динамики курса тенге и цены на нефть, очевидно, насколько высока зависимость курсообразования от цены на нефть. Негативная корреляция между тенге и нефтью с начала года составляет 86%. Исходя из прогнозируемой цены на нефть, уровня инфляции и доходности мы посчитали средний курс тенге по отношению к доллару США за 2017 год. По нашим прогнозам средний курс тенге в 2017 году составит **около 337 тенге за доллар США**. Ожидаемый диапазон движения курса – 330-350 тенге за доллар США.

Рекомендация по аллокации. Исходя из наших прогнозов по курсу тенге, а так же учитывая разницу в доходностях в тенге и иностранной валюте, мы рекомендуем 70% всех активов держать в тенге, а остальные 30% в иностранной валюте (в основном в долларах США). Однако при значительном укреплении тенге (ниже 330 тенге), мы бы увеличили долю портфеля в долларах США и поступили бы наоборот при значительном ослаблении тенге (выше 350 тенге).

Основные прогнозы на 2017-19				
	2016	2017	2018	2019
Средняя цена на нефть марки Brent (\$/баррель)	44,3	52,0	56,0	59,0
Средний курс тенге к доллару США	343	337	342	347
Средний уровень инфляции в Казахстане	7,8%	7,5%	7,0%	6,5%
Базовая ставка НБРК на конец периода	12,0%	10,5%	9,5%	9,0%

Ожидания по нефти

Экономика Казахстана в значительной степени зависима от нефти. Поэтому нет необходимости говорить, что и рост ВВП Казахстана, и бюджетные поступления, и курс национальной валюты зависят от динамики цены на нефть.

Поэтому, важно иметь понимание относительно факторов, влияющих на стоимость нефти, и прогнозов касательно ее цены в будущем.

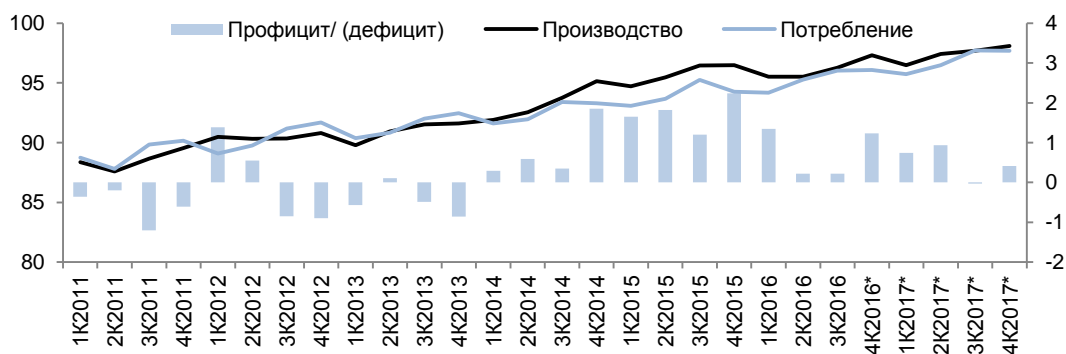
Баланс спроса и предложения

На сегодняшний день основным фактором ценообразования на нефтяном рынке являются фактор избыточного предложения. Как мы видим из графика ниже, начиная с начала 2014 года, производство жидкого топлива в мире превышает его потребление. С начала первого квартала 2014 года куммулятивный профицит жидкого топлива составил около 1 075 млн. баррелей. По прогнозам Агентства Энергетической Информации США (US EIA), в 2017 году объем производства увеличится на 1,3%, в то время как объем потребления увеличится на 1,6%. Профицит баланса при этом сохранится, но уменьшится.

Агентство отмечает, что рост производства за пределами ОПЕК - в России, Великобритании и Бразилии, и постоянный уровень добычи сланцевых производителей США, а также дополнительные объемы нефти, поступающие из Нигерии, Ливии, и Ирана, в настоящий момент оказывают давление на ценовые котировки, и могут подтолкнуть нефть еще ниже. Это может произойти, если страны ОПЕК не договорятся о заморозке уровня добычи. При всем при этом, агентство ожидает, что страны ОПЕК продолжают наращивать объем производства в 2017 году. То есть получается, что в своих прогнозах агентство закладывает сценарий того, что страны ОПЕК не договорятся о заморозки уровня добычи, и даже продолжают наращивать его.

Принимая во внимание вышесказанное, прогноз EIA по средней цене на Brent на 2017 год составляет 51 доллар за баррель. Другими словами, агентство не ожидает долгосрочного снижения цен на нефть, даже в случае если страны ОПЕК не договорятся о заморозке.

Рис 1 Баланс производства и потребления жидкого топлива в мире (млн. б/д)



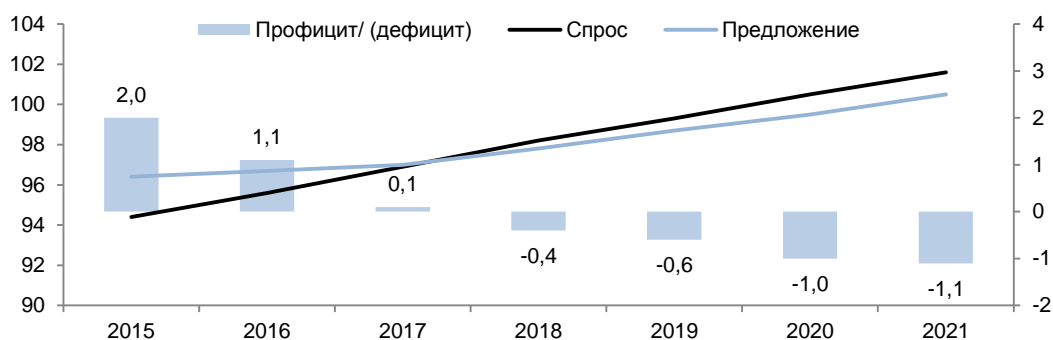
*прогнозные данные

Источник: US Energy Information Administration

Еще одно агентство в лице Международного энергетического агентства ожидает снижение профицита баланса нефти. По данным агентства профицит в 2015 году составил 2,0 млн. баррелей в день. По ожиданиям агентства данный профицит снизится по итогам 2016 года до 1,1 млн. б/д в результате роста спроса на 1,3%. В последующие 5 лет после 2016 года ожидаемый среднегодовой рост спроса составит 1,2%, в то время как среднегодовой рост

предложения составит 0,8%. Начиная с 2018 года агентство ожидает, что мировой спрос превысит предложение на 0,4 млн. б/д, и в дальнейшем будет увеличиваться.

Рис 2 Прогноз спроса и предложения нефти в мире (млн. б/д)



Источник: International Energy Agency

Согласно прогнозу ОПЕК, спрос на нефть в 2016 году вырастет по сравнению с 2015 годом на 1,3%, а в 2017 году на 1,2% по сравнению с периодом годом ранее.

Рост производства имеет ограниченный потенциал

Добыча нефти ОПЕК бьет новые рекорды, то же самое и касается и России. По данным Bloomberg, суточная добыча нефти в октябре у стран-участниц ОПЕК достигла нового максимума в 34,02 млн. баррелей. Добыча нефти в России за январь-октябрь текущего года увеличилась на 2,2% относительно аналогичного периода прошлого года. Однако, несмотря на это, потенциал роста объема производства нефти в мире имеет весьма ограниченный характер, в виду значительного снижения объема инвестиций в данную сферу. Низкие цены на нефть спровоцировали продолжительный цикл падения инвестиционной активности в отрасли. По данным международного энергетического агентства, объем инвестиций в нефтяную сферу снизился на 24% в 2015 году, и ожидается, что снизится на 17% в 2016 году. Из-за снижения инвестиций в геологоразведку зафиксировано снижение прироста запасов нефти в мире. Данная тенденция может привести к дефициту добычи нефти, что в итоге может стать результатом новых скачков цены на нефть в будущем. То есть сохранение текущих цен не выгодно как производителем, так и потребителям в долгосрочной перспективе.

Кроме того, по данным US EIA, объем незадействованных производственных мощностей сырой нефти в ОПЕК продолжит снижение в этом и следующем годах. По данным агентства данный объем составит 1,3 млн. б/д в 2016 году и 1,17 млн. б/д в 2017 году. Учитывая ежегодный ожидаемый прирост объема потребления нефти в среднесрочной перспективе в размере около 1,2 млн. б/д, а также весьма ограниченный объем инвестиций в данную сферу при текущей цене, мы считаем, что рост производства нефти будет отставать от роста потребления в среднесрочной перспективе. Тенденция может смениться, только если цена на нефть вырастит значительно от текущих значений.

Привлекательность сектора для инвесторов обуславливается рентабельностью участника. При текущих ценах на нефть рентабельность во многих месторождениях значительно сократилась. Информация по себестоимости производства нефти везде разная. Так, к примеру, по данным Goldman Sachs, уровень безубыточности нефтедобывающих компаний Канады в среднем находится на уровне, чуть ниже 80 долларов за баррель. В США данный уровень находится в районе 55 долларов за баррель, а в РФ в районе 45 долларов. Из

вышеуказанных цифр становится, очевидно, почему сокращается объем инвестиций в данную сферу.

Вопрос переговоров по заморозки уровня добычи нефти

На сегодняшний день одним из самых важных событием, которое может повлиять на стоимость нефти, является запланированное в Вене на конец ноября заседание ОПЕК. На данном заседании ожидается, что будет рассмотрен вопрос о заморозки уровня добычи нефти. Кроме того, страны ОПЕК надеются, что страны, не входящие в ОПЕК тоже примут участие в сокращении добычи нефти. Однако на текущий момент очень много противоречий между самими членами ОПЕК, что в значительно степени снижает вероятность прихода к консенсусу в этом вопросе на ближайшем заседании.

Отсутствие договоренностей ОПЕК фундаментально не грозит рынку ничем, поскольку даже без заморозки избыток предложения будет постепенно снижаться. В плане сентимента – это конечно негативно, однако рост цены, который произошел после известия о планах ОПЕК заморозить добычу, уже фактически был компенсирован снижением после роста сомнений в этом отношении. Рынок, судя по всему, ничего уже не ждет от встречи.

По разной информации ОПЕК может сократить добычу нефти, установив показатели в диапазоне от 32,5 до 33 миллионов баррелей в сутки. В октябре добыча "черного золота" в сутки составляла 34,0 миллиона баррелей.

По заявлениям президента РФ В.В.Путина, РФ также готова присоединиться к мерам ОПЕК по ограничению добычи нефти, и призывает другие нефтедобывающие страны поддержать эту инициативу.

Консенсус прогноз аналитиков на нефтяные фьючерсы.

По данным Блумберг, аналитики ожидают увеличения цены на нефть в среднесрочной перспективе. Среднегодовой темп роста цены на нефть марки Brent в 2017-2020 годы по прогнозам аналитиков составит 9,1%. В 2017 году аналитики ожидают, что цена составит 54,4 долларов США за баррель. В 2020 году ожидаемая цена равна 66,4 долларов США за баррель.

Рис 3 Консенсус прогноз аналитиков

\$/баррель	2017	2018	2019	2020
Средняя цена	54,4	59,9	62,8	66,4
Медиана	55,0	62,0	62,0	65,0

Источник: Bloomberg

Фьючерсы на Brent тоже демонстрируют ожидание роста цены на нефть, однако динамика роста значительно ниже, чем в прогнозах аналитиков.

Рис 4 Фьючерсы на Brent

\$/баррель	2017	2018	2019	2020
Фьючерсы	52,0	54,1	55,7	57,4

Источник: Bloomberg

Наш прогноз и видение

В случае провала переговоров, что является нашим базовым сценарием, цена на нефть, скорее всего, снизится. При этом, мы не ожидаем, значительного снижения, так как, мы считаем, что данный сценарий уже заложен в текущих котировках. Однако, в среднесрочной перспективе, мы считаем, что цена на нефть все же будет расти.

По нашим ожиданиям, средняя цена на нефть марки Brent по итогам 2017 года составит **52 долларов за баррель**.

Ожидания по курсу тенге

Основные факторы курсообразования:

1. ***Темп инфляции.*** Инфляционное обесценивание денег в стране вызывает снижение их покупательной способности и тенденцию к падению их курса к валютам стран, где темп инфляции ниже. Данная тенденция обычно прослеживается в среднесрочном и долгосрочном плане. Выравнивание валютного курса, приведение его в соответствие с паритетом покупательной способности происходят в среднем в течение двух лет. Зависимость валютного курса от темпа инфляции особенно велика у стран с большим объемом международного обмена товарами, услугами и капиталами. Это объясняется тем, что наиболее тесная связь между динамикой валютного курса и относительным темпом инфляции проявляется при расчете курса на основе экспортных цен. Поэтому обязательно рассчитываются реальные курсы валют, которые зависят от темпа роста национального дохода, уровня издержек производства и др.
2. ***Состояние платежного баланса.*** Активный платежный баланс способствует повышению курса национальной валюты, так как увеличивается спрос на нее со стороны иностранных должников. Пассивный платежный баланс порождает тенденцию к снижению курса национальной валюты, так как должники продают ее на иностранную валюту для погашения своих внешних обязательств. В настоящее время на платежный баланс все большее влияние оказывает движение капитала, что также сказывается на валютном курсе.
3. ***Разница процентных ставок в разных странах.*** Движение капиталов во многом зависит от разницы процентных ставок в разных странах. Возрастание процентной ставки стимулирует ввоз капиталов в страну, а снижение ставки заставляет искать применение свободным капиталом за границей, что усиливает нестабильность платежного баланса.

Темпы инфляции снижаются, ожидания по инфляции умеренные

Инфляция в Казахстане за 10 месяцев 2016 года составила 6,2%, а рост за год составил 11,5%. Значительное снижение инфляции в годовом выражении (11,5% в октябре против 16,6% в сентябре) было вполне ожидаемым в связи со значительным ростом инфляции в октябре (+5,2% М-к-М) и ноябре (+3,7% М-к-М) прошлого года. Подобный рост был связан с девальвацией тенге.

Текущая тенденция по инфляции (6,2% с начала года), демонстрирует явное снижение динамики роста инфляции и поставленная цель НБРК на 2016 год по инфляции в размере 6-8% выглядит вполне реальным, в случае отсутствия внешних шоков (таких как значительное снижение цены на нефть). По итогам 2017 года НБРК также ожидает, уровень инфляции в размере 6-8%. Наш базовый сценарий по уровню инфляции составляет 7,8% за 2016 год и 7,5% за 2017 год.

Текущий счет, торговый баланс

Дефицит текущего счета Казахстана за 9 месяцев 2016 года составил 5 165 млн. долларов США против дефицита в размере 4 224 млн. долларов в аналогичном периоде прошлого года. Ухудшение было связано со значительным снижением торгового баланса, что в свою очередь связано с падением экспорта. Падение экспорта объясняется падением цены на нефть и металлы, основные экспортные товары Казахстана. Средняя цена на нефть за 9 месяцев 2016 года по сравнению с аналогичным периодом 2015 года снизилась на 24% (56,7 против 43,1 долларов за баррель), в то время как экспорт снизился на 26%.

По итогам же 3-го квартала дефицит текущего счета составил 1 580 млн. долларов США, что ниже, чем в предыдущем квартале. Торговый баланс увеличился на 29,6% К-к-К на фоне роста экспорта на 11,5%. Увеличение экспорта при неизменной цене на нефть в этих кварталах (\$46,9 во втором квартале против \$47,0 в третьем), является положительным сигналом. То есть постепенное восстановление стоимости нефти и основных металлов, а так же рост объема добычи на Кашагане, положительно повлияет на торговый баланс страны, и он начнет постепенно увеличиваться в ближайшие кварталы. Кроме того, рост цены и добычи могут положительно повлиять на приток капитала в страну, что тоже положительно повлияет на курс тенге.

Отметим, что ожидаемый правительством объем добычи нефти в 2016 году составляет 75,5 млн. тонн. Объем добычи нефти в 2017 году ожидается на уровне 79,5 млн. тонн (+5,3%) с последующим увеличением до 86,5 млн. тонн в 2021 году.

Показатели текущего счета на данном этапе способствуют снижению курса тенге, однако, некоторые положительные моменты в третьем квартале, а так же перспективы касательно цены и объема добычи нефти позволяют ожидать, что давление на курс будет постепенно снижаться.

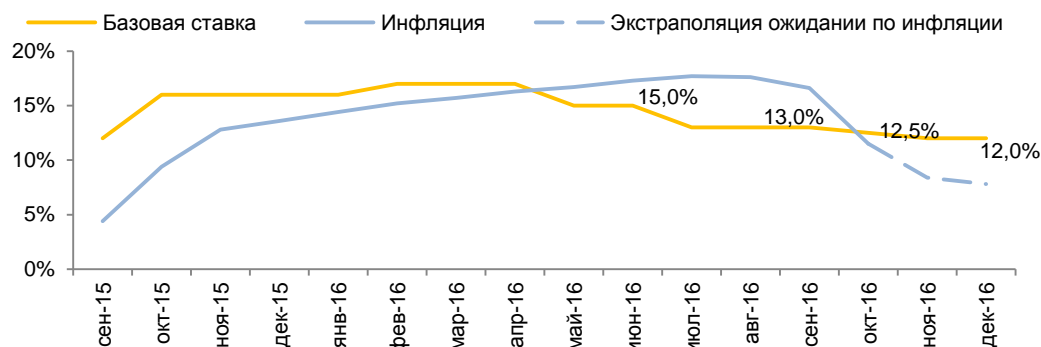
Доходность и процентные ставки

Третий фактор, который влияет на курсообразование это базовая ставка НБРК. На данный момент эта ставка равна 12,0% и постепенно снижается. Вместе со снижением базовой ставки будут снижаться и ставки по депозитам и доходности по прочим высоколиквидным активам.

Доходность нот НБРК со сроком обращения 1 год составила 11,38%, доходность ГЦБ со сроком погашения через год составляет 12,24%, а базовая ставка НБРК по предоставлению ликвидности составляет 12,0% (11,0% ставка размещения). Ожидаемая реальная доходность при вышеуказанных ставках составляет 3,3-4,4%. Доходность же американских казначейских бумаг со сроком погашения 1 год составляет 0,75%, что ниже ожидаемой инфляции в

США в ближайшие 12 месяцев. Естественно, уровень надежности эмитента и валюты отличаются, однако, премия за валюту в виде инфляции уже заложена. Исходя из выше указанного, инвестиции в тенге, при текущих экономических условиях, более привлекательны, чем в долларах США. Поэтому, давление на тенге в виде перетока инвесторов из тенге в доллары США в краткосрочном периоде не ожидаем.

Рис 5 Инфляция и базовая ставка НБРК



Источник: Bloomberg

Однако слишком сильное снижение ставки в следующем году может увеличить давление на тенге. Мы считаем, что при сохранении уровня инфляции в коридоре 6-8%, увеличении стоимости нефти и уровня добычи нефти в 2017 году, НБРК снизит базовую ставку до 10-10,5% к концу следующего года.

Фактор, который может увеличить давление на тенге

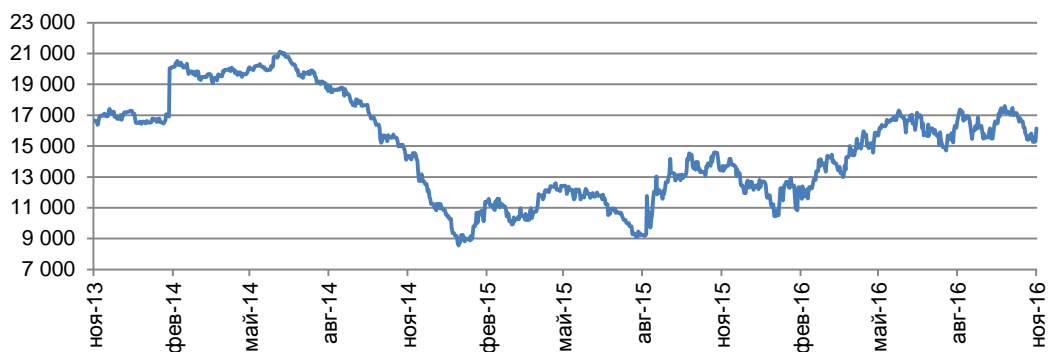
Ускорение темпов роста базовой ставки ФРС в США потенциально может увеличить давление на тенге, так как это увеличит отток капитала из Казахстана. На текущий момент базовая ставка ФРС составляет 0,5%. Вероятность, что ставка будет повышена до 0,75% в декабре 2016 года, достаточно велика и все это скорее всего уже заложено в текущих котировках. Многое зависит от действий ФРС в 2017 году.

В текущий момент рынки ожидают ускорение темпов инфляции в США в 2017 году. Это соответственно поттолкнет ФРС к увеличению базовой ставки, и соответственно доходностей американских ценных бумаг. Подобный сценарий, как уже отмечалось, может привести к оттоку капитала и снижению курса тенге.

Курс тенге и нефть

Падение цены на нефть, значительно «съело» доходы нефтяных компаний Казахстана, сократило поступления в бюджет, а так же ухудшило конкурентоспособность Казахстанских экспортеров сырья. Для решения этих проблем, НБРК принял решение не поддерживать национальную валюту в заданном коридоре, позволив рынку самостоятельно определить справедливый курс тенге. Произошла значительная девальвация.

Рис 6 Цена Brent в тенге



Источник: Bloomberg

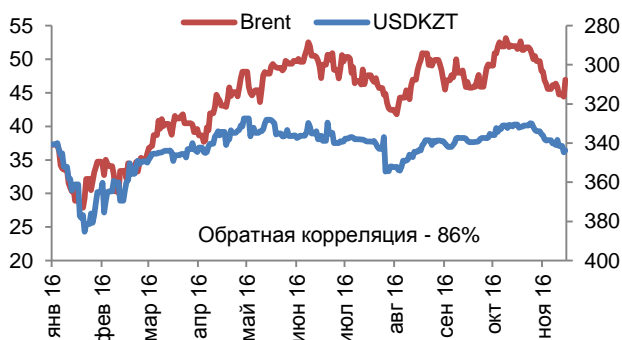
Благодаря девальвации тенге, выручка нефтяных компаний в тенге начала расти. До девальвации баррель нефти (Brent) стоил в диапазоне 9-12 тыс. тенге. Начиная с апреля 2016 года по сегодняшний день, Brent держится в диапазоне 15-17 тыс. тенге. Вероятно, рынок будет придерживаться этого диапазона в ближайшее время.

Наши ожидания и видение по курсу тенге

По нашему мнению, на курс тенге будут воздействовать такие краткосрочные факторы, как динамика мировых цен на сырье, а также динамика курса российского рубля. В долгосрочной же перспективе на курс будет воздействовать разница в темпах инфляции в Казахстане и США, разница в доходностях инвестирования в тенге и долларах США, а также инвестиционная привлекательность Казахстана и движение капитала.

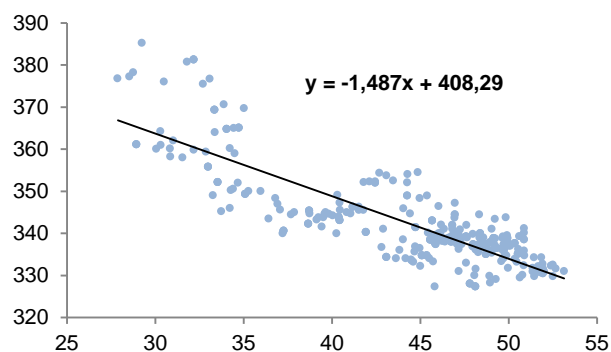
Исходя из динамики курса тенге и цены на нефть, очевидно, насколько высока зависимость курсообразования от цены на нефть. Негативная корреляция между тенге и нефтью с начала года составляет 86%.

Рис 7 Цена Brent в тенге



Источник: Bloomberg, расчеты ККС

Рис 8 Цена Brent (\$/б) и курс USDKZT



Источник: Bloomberg, расчеты ККС

Исходя из прогнозируемой цены на нефть, уровня инфляции и разницы в доходностях мы посчитали средний курс тенге по отношению к доллару США за 2017 год. По нашим прогнозам средний курс тенге в 2017 году составит **порядка 337 тенге за доллар США**. Ожидаемый диапазон движения курса – 330-350 тенге за доллар США.

АО «Казкоммерц Секьюритиз»

Республика Казахстан, 050059, г.Алматы, ул.Фурманова, 240 Г, 10-11 этаж

Тел.: 8 (727) 244 65 05, email: info@kazks.kz

Корпоративный сайт: www.kazks.kz

Департамент аналитики

Нурлан Ашинов	+7 (727) 244 65 05 (вн. 58005)	Nashinov@kazks.kz
Динара Танербергенова	+7 (727) 244 65 05 (вн. 55464)	Dtanerbergenova@kazks.kz

Департамент развития бизнеса

Нуралина Жанна	+7 (727) 244 65 05 (вн. 58016)	Znuralina@kazks.kz
Акмарал Бектурова	+7 (727) 244 65 05 (вн. 58013)	Akbekturova@kazks.kz

Заявление об ограничении ответственности

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены АО «Казкоммерц Секьюритиз» и предназначаются исключительно для сведения клиентов компании. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия для подготовки данного аналитического материала, АО «Казкоммерц Секьюритиз» не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации, а также ее достоверности. Ни АО «Казкоммерц Секьюритиз», ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования данного отчета. АО «Казкоммерц Секьюритиз» не берет на себя ответственности регулярно обновлять данный отчет, а также сообщать обо всех изменениях, произошедших с момента подготовки данного отчета.

АО «Казкоммерц Секьюритиз» обращает внимание инвесторов, что доход от их инвестиций в финансовые инструменты зависит от множества рыночных и нерыночных факторов. В частности на фактический доход инвестора могут влиять колебания процентных ставок, изменение норм налогообложения, движение валютных курсов, изменения котировок ценных бумаг, рыночных индексов, изменения производственных и финансовых показателей компаний, а также другие факторы. АО «Казкоммерц Секьюритиз» обращает внимание, что прошлые результаты не всегда указывают на то, какими будут будущие показатели. При этом оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться. Стоимость любых инвестиций или дохода может понижаться и повышаться, в результате чего инвесторы могут не получить обратно всей инвестированной суммы. В случае инвестиций, для которых не существует общепризнанного рынка, инвесторы могут испытывать трудности с их продажей или получением надежной информации об их стоимости или связанных с ними рисках.

Отчет подготовлен без учета индивидуальных финансовых особенностей и целей тех лиц, которые его получают. АО «Казкоммерц Секьюритиз» рекомендует инвесторам независимо оценивать целесообразность тех или иных инвестиций и стратегий и призывает инвесторов пользоваться услугами финансовых консультантов.

АО «Казкоммерц Секьюритиз» указывает на то, что информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, не рассматривались профессионалами из других подразделений компании и могут не отражать известную им информацию. Представители и сотрудники АО «Казкоммерц Секьюритиз», в том числе должностные лица, могут владеть позициями по любым финансовым инструментам, упоминаемым в этом отчете, и могут время от времени изменять позиции по таким финансовым инструментам. АО «Казкоммерц Секьюритиз» может выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу финансовых инструментов компаний, обсуждаемых в настоящем отчете, может продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки.

Имя аналитика, подготовившего данный аналитический материал, можно найти на первой странице этого отчета. Все права на отчет принадлежат АО «Казкоммерц Секьюритиз». Частичное или полное воспроизведение и распространение данного аналитического материала не может быть осуществлено без письменного разрешения АО «Казкоммерц Секьюритиз».

© 2016, все права защищены