

Обзор мировой и казахстанской экономики

США. Рост ВВП и инфляция демонстрирует замедление в последние кварталы. Рынок труда США остается одним из немногих показателей, который держится на стабильно хорошем уровне. Вероятность повышения базовой ставки во втором полугодии остается невысокой. Снижение ожиданий в первом полугодии по повышению ставки отразилось на доходностях американских казначейских ценных бумаг и индексе доллара США. Индекс доллара США в 1П2017 упал на 6,4%, а доходность 10-летних американских казначейских ценных бумаг снизилась с 2,44% до 2,30%.

Еврозона. В целом состояние экономики Еврозоны можно назвать улучшающимся. Рост ВВП в первом квартале составил 1,9% против 1,8% в 4К2016 и 1,7% в 1К2016. Инфляция в Еврозоне замедлилась, однако потребительские цены без учета таких волатильных факторов, как цены на энергоносители и продукты питания, – возросли. Мы не ожидаем каких-либо изменений в политике ЕЦБ во втором полугодии 2017 года. Однако, мы считаем, что осенью этого года ЕЦБ объявит о сокращении объема выкупа в рамках QE. Само же снижение ставки произойдет в следующем году. Кроме того, мы не исключаем намеки со стороны ЕЦБ, касательно постепенной нормализации монетарной политики в 2018 году, что, несомненно, положительно повлияет на акции европейских компании, в частности финансовых институтов.

Нефть. Значительный избыток нефти на рынке все еще присутствует. Однако во втором квартале накопленный объем профицита баланса между спросом и предложением значительно снизился, что возможно связано со снижением цены во втором квартале. Кроме того, в последние месяцы начали активно падать запасы сырой нефти в США, а рост количества буровых установок замедлился, что тоже является положительным фактором.

Несмотря на положительные факторы, мы считаем, что во втором полугодии 2017 года цена на нефть не претерпит значительных изменений, без вмешательства дополнительных факторов (к примеру, перебои с поставками из-за военного конфликта и т.д.). Основной причиной все еще является рост добычи в США и значительный переизбыток. По нашим предположениям, Brent будет торговаться в диапазоне **48-54 долларов США за баррель** во втором полугодии 2017 года, а средняя цена будет сформирована в районе **51 долларов США за баррель**.

Казахстан. Казахстан постепенно адаптировался к низким ценам на нефть. Рост экономики улучшается. Ожидаемый рост ВВП в 2017 году составляет 2,5%. Дефицит бюджета незначительный, а квартальный торговый баланс вырос до максимума с конца 2014 года.

По нашему мнению курс тенге при текущей цене на нефть и при текущих экономических реалиях чувствует себя достаточно комфортно. А ожидаемый рост дефицита бюджета и госдолга связан с выделением денег на оздоровление банковского сектора, который можно отнести к мерам единовременного характера. То есть, фундаментальной необходимости в ослаблении валюты нет.

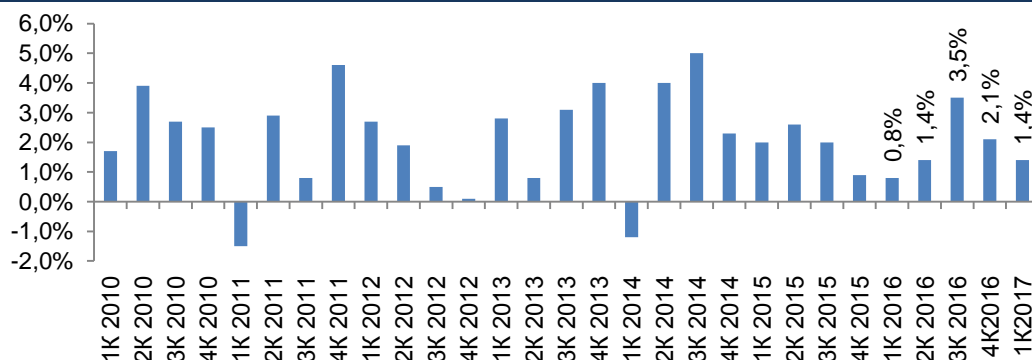
Единственным реальным риском для курса тенге является ослабление курса рубля из-за санкций США в отношении РФ. По нашим прогнозам средний курс тенге во втором полугодии 2017 года составит порядка **329 тенге за доллар США**. Ожидаемый диапазон движения курса – **320-340 тенге за доллар США**.

ВНЕШНЯЯ МАКРОЭКОНОМИКА

США

Экономика США демонстрирует замедление в последние кварталы. По итогам первого квартала 2017 года ВВП США вырос на 1,4%. Потребительские расходы, на которые приходится 69% всей экономики страны выросли на 1,1%. Самые большие изменения в компонентах ВВП были представлены экспортом товаров и услуг, которые выросли на 7,0%. Итоговый торговый дефицит составил 596 млрд. долларов США.

Рис 1 Реальный рост ВВП США (Г-к-Г)

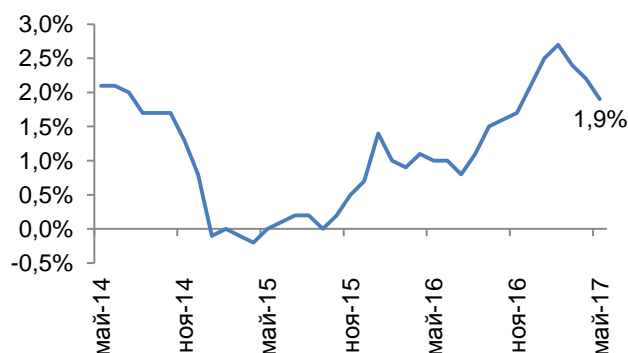


Источник: Bloomberg

По прогнозам МВФ, рост экономики США в 2017 и 2018 гг. составит 2,1%. Данный прогноз был ухудшен по сравнению с апрельскими прогнозами, где ожидаемый рост экономики составлял 2,3% в 2017 году и 2,5% в 2018 году.

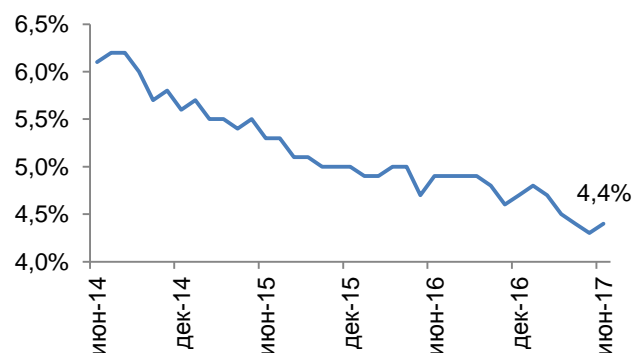
Индекс потребительских цен тоже замедляется. По состоянию на май 2017 года ИПЦ вырос на 1,9% в годовом выражении, в то время как пиковое значение было достигнуто в феврале этого же года – 2,7%. Медианный прогноз аналитиков Блумберг по годовому ИПЦ составляет 2,2% в 2017 и 2018 годах.

Рис 2 ИПЦ, Г-к-Г



Источник: Bloomberg

Рис 3 Уровень безработицы



Источник: Bloomberg

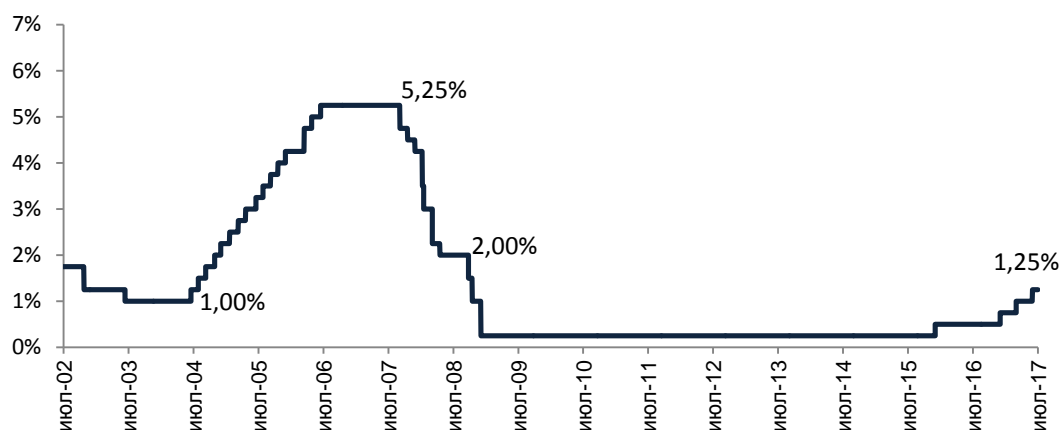
Рынок труда США остается одним из немногих показателей, который держится на стабильно хорошем уровне. Уровень безработицы по состоянию на конец первого полугодия 2017 года составляет 4,4%, что соответствует среднесрочным целям ФРС.

Среднее число первичных заявок на получение пособий по безработице в США в июне составила 243 тыс. обращений в неделю, что в принципе равно средним показателям

за всё полугодие. Оба вышеперечисленных показателя свидетельствуют о здоровой ситуации на рынке труда.

Вышеперечисленные макроэкономические показатели напрямую влияют на решение ФРС по базовой ставке. В течение первого полугодия 2017 года ФРС уже 2 раза повысил ставку на 0,25%. В итоге ставка выросла с 0,75% до 1,25%.

Рис 4 Базовая ставка ФРС США



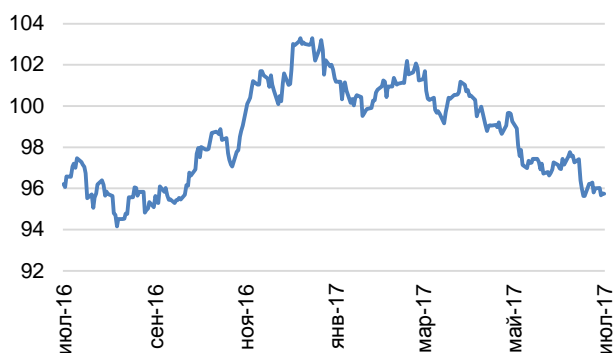
Источник: www.rbc.ru

Мы помним, что в конце прошлого года ФРС прогнозировал трехкратное повышение ставки. Однако на текущий момент вероятность третьего повышения остается невысоким. Так, согласно текущим ценам фьючерсов на 30-дневную ставку по федеральным резервным фондам, вероятность повышения базовой ставки в течение 2017 года составляет 41%. То есть рынок скорее не верит в повышение, чем верит.

На днях глава ФРС, Джанет Йеллен выступала перед Конгрессом. В нем, глава ФРС заговорила о положительных изменениях в экономике США, напомнив всем, что ФРС все еще собирается повышать процентные ставки. По словам Йеллен, на рынке труда «высокий спрос на рабочую силу, что обеспечивает давление на зарплаты». Инфляция упала, но Йеллен также считает, что «преждевременно говорить, что базовая инфляция держится ниже 2%», поскольку «инфляционные риски двусторонние». Она также говорит, что «ничто не указывает на то, что рост закончится в обозримом будущем», и если она права, это поддержит точку зрения ФРС, что нисходящая инфляционная тенденция будет временной.

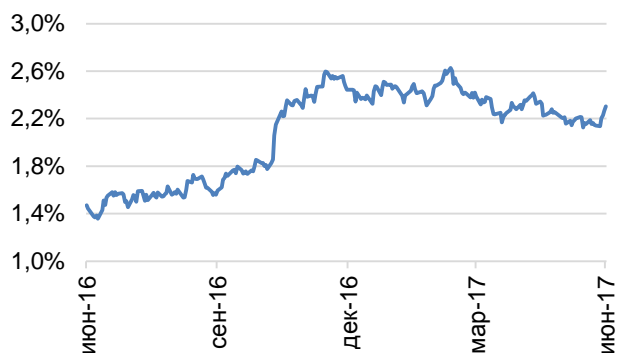
Снижение ожиданий в первом полугодии по повышению ставки отразилось на доходностях американских Казначейских ценных бумаг и индексе доллара США. Индекса доллара США в 1П2017 упал на 6,4%, а доходность 10-летних американских Казначейских ценных бумаг снизилась с 2,44% до 2,30%.

Рис 5 Индекс доллара США



Источник: Bloomberg

Рис 6 Доходность 10-летних казначейских ЦБ США

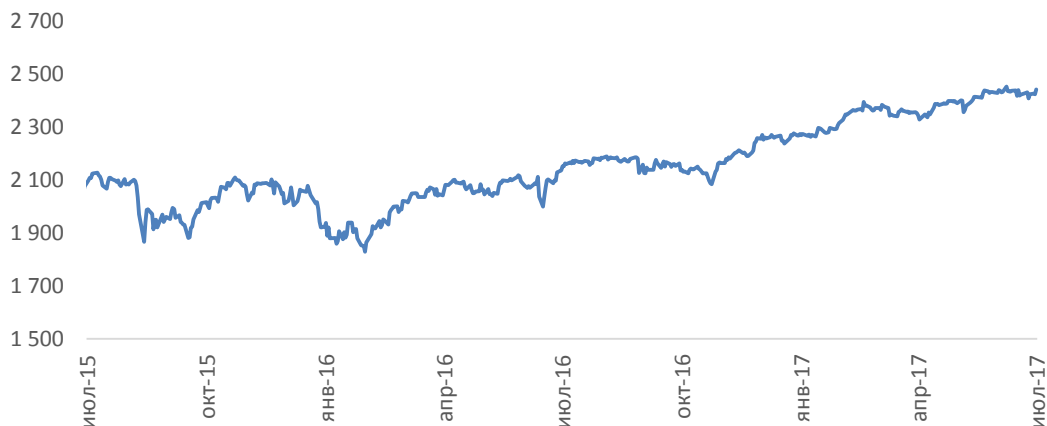


Источник: Bloomberg

Однако, несмотря на снижение аппетита к риску, индекс S&P 500 показал значительный рост в первом полугодии, прибавив 8,2%. По состоянию на начало июня 2017 года коэффициент цены на прибыль индекса S&P 500 был равен 25,7, что является самым высоким показателем с 2009 года.

Мы считаем, что без значительного роста прибыли на акцию, дальнейший рост индекса будет сильно ограничен. Рост прибыли в свою очередь будет затруднен без значительных улучшений в экономике США, что тоже маловероятно. Исходя из этого, мы предполагаем, что рост индекса S&P 500 не превысит 2-3% во втором полугодии 2017 года. Триггером для роста S&P 500 может выступить налоговая реформа, обещанная Д. Трампом.

Рис 7 Индекс S&P 500



Источник: Bloomberg

Еврозона

Политические риски позади

Основными рисками Еврозоны в первом полугодии 2017 года были президентские выборы во Франции, где основная борьба развернулась между Эмманюэлем Макроном и Марин Ле Пен.

По итогам голосования, которое прошло 7 мая, победу одержал центрист Эммануэль Макрон, уверенно обойдя ультраправого кандидата Марин Ле Пен, грозившую вывести Францию из Евросоюза.

Победа центристов принесла значительное облегчение европейским союзникам Парижа, опасавшимся очередной победы популистов после неожиданного исхода британского референдума о выходе из ЕС и избрания Дональда Трампа президентом США.

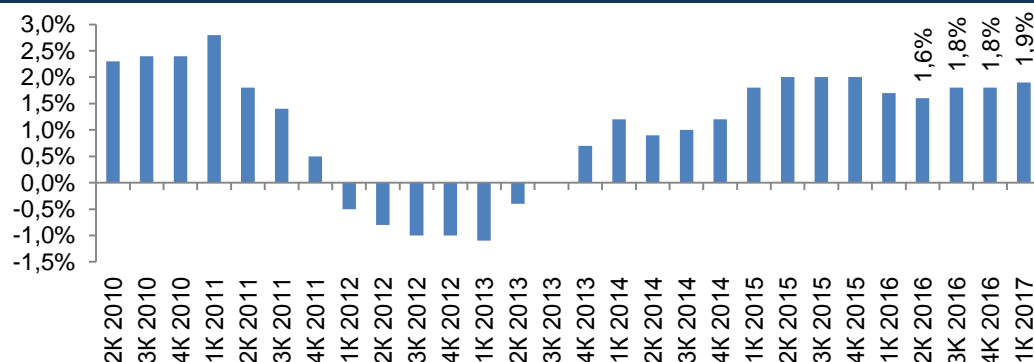
Евро и фондовые рынки положительно отреагировали на эту победу.

Данная победа в значительной степени снижает политические риски в Еврозоне, что также способствует увеличению привлекательности Евро и европейских активов в среднесрочной перспективе.

Экономика продолжает расти, инфляция незначительно замедлилась

В целом состояние экономики Еврозоны можно назвать улучшающимся. Рост ВВП в первом квартале составил 1,9% против 1,8% в 4К2016 и 1,7% в 1К2016. По прогнозу аналитиков, рост ВВП по итогам года составит 1,9% против 1,8% в 2016 году.

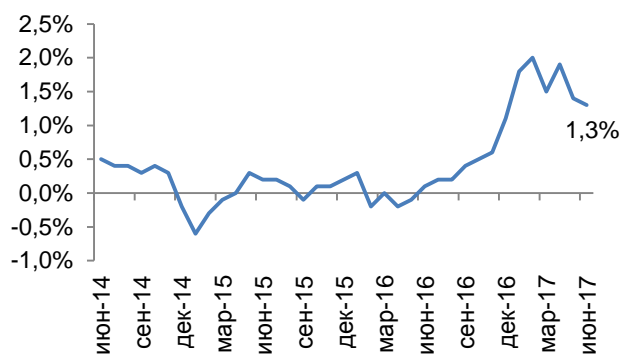
Рис 8 Реальный рост ВВП Еврозоны (Г-к-Г)



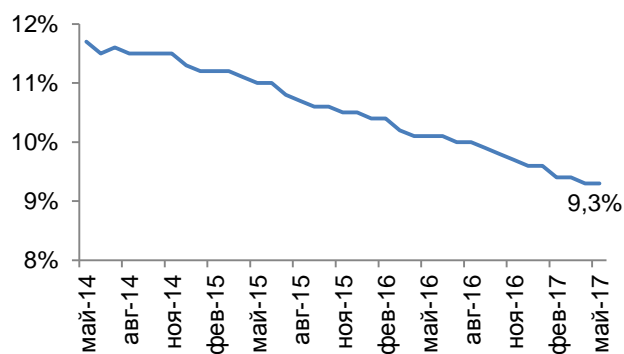
Источник: Bloomberg

Инфляция в Еврозоне замедлилась, однако потребительские цены без учета таких волатильных факторов, как цены на энергоносители и продукты питания, – возросли.

Об этом свидетельствуют данные Евростата за июнь, которые совпали с ожиданиями рынка и с прогнозами аналитиков — по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, годовая инфляция в 19 странах-членах Еврозоны выросла до 1,3%. В мае этот показатель составлял 1,4%, а в апреле 1,9%. По нашему мнению, одной из основных причин снижения роста инфляции является укрепление Евро против доллара США. Замедление роста курса Евро против основных валют позволит увеличить рост ИПЦ во втором полугодии 2017 года. По прогнозам аналитиков Bloomberg, рост ИПЦ в 2017 году составит 1,6%.

Рис 9 ИПЦ, Г-к-Г

Источник: Bloomberg

Рис 10 Уровень безработицы

Источник: Bloomberg

Уровень безработицы в Еврозоне и ЕС продолжает снижаться. По состоянию на конец мая 2017 года уровень безработицы в ЕЗ составил 9,3%, а в ЕС 7,8%.

Ожидания касательно монетарной политики ЕЦБ

В течение первого полугодия Европейский центральный банк (ЕЦБ) продолжил придерживаться ранее объявленных планов в монетарной политике. Базовая процентная ставка осталась на уровне ноль процентов. Ставка по депозитам была сохранена на уровне минус 0,4%.

Объем выкупа активов в рамках программы количественного смягчения была снижена в апреле 2017 года с 80 миллиардов евро в месяц до 60 миллиардов в месяц. Однако, данное изменение было объявлено еще в декабре прошлого года. Программа количественного смягчения, согласно плану, будет действовать до конца 2017 года или дольше, в случае необходимости, пока не будет устойчивого роста потребительских цен в соответствии с целевым показателем

Мы не ожидаем каких-либо изменений в политике ЕЦБ во втором полугодии 2017 года. Однако, мы считаем, что осенью этого года, ЕЦБ объявит о сокращении объема выкупа в рамках QE. Само же снижение произойдет в следующем году. Кроме того, мы не исключаем намеки со стороны ЕЦБ, касательно постепенной нормализации монетарной политики в 2018 году, что, несомненно, положительно повлияет на акции европейских компаний, в частности финансовых институтов.

Нефть

Цена на нефть упала на 16% в первом полугодии 2017 года

Первое полугодие 2017 года можно назвать отрицательным для рынка «черного золота». Цена на нефть марки Brent за данный промежуток времени упала на 16%. Однако в течение июля снова восстановились, и на сегодняшний день находится на отметке в районе 52 долларов США за баррель, в то время как максимальная цена в течение первого полугодия достигала отметку в \$57 за баррель.

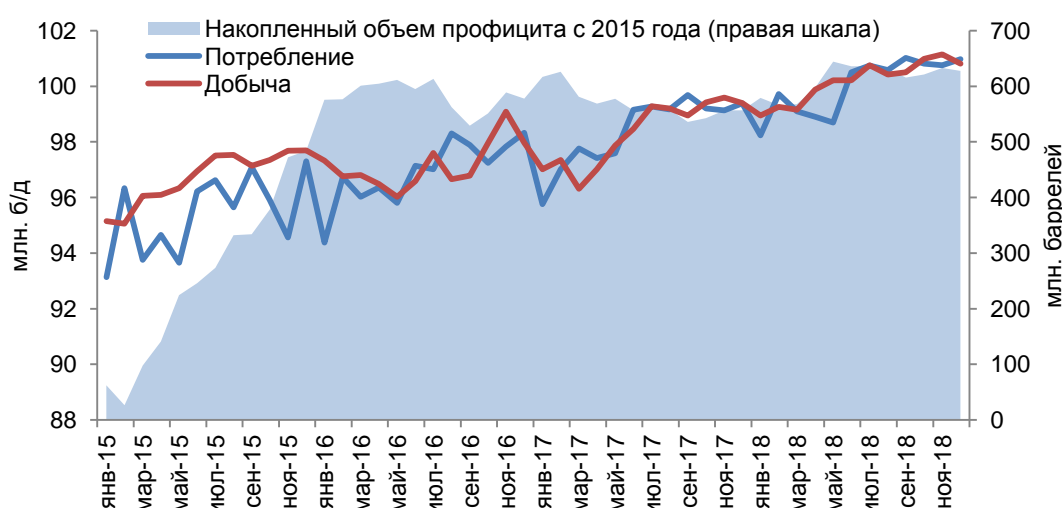
Нефти не помог и тот факт, что, в мае страны ОПЕК+ продлили соглашение по сокращению добычи до конца марта 2018 года. ОПЕК+ в сумме убрали с рынка 1,8 миллиона баррелей в сутки. Судя по реакции цены, после объявления итогов заседания в мае, рынок ожидал, что ОПЕК+ договориться о еще большем снижении, так как данный объем сокращения был недостаточным, чтобы убрать переизбыток на рынке нефти.

Накопленный объема профицита остается высоким

Основной проблемой нефтяного рынка является переизбыток предложения. Как мы уже отметили выше, действия ОПЕК и ряда стран по сокращению излишков не принесли ожидаемого эффекта, так как США и некоторые другие страны продолжили наращивать добычу.

За первое полугодие, США увеличила добычу нефти на 800 тыс. баррелей в сутки, а такие страны ОПЕК как Ливия и Нигерия на 230 тыс. и 210 тыс. баррелей в сутки, соответственно. Итого, увеличение добычи в вышеуказанных странах составило 1,24 млн. баррелей в день, что больше запланированного снижения. То есть получается, что тот объем, который был изъят с помощью договоренности ОПЕК+ был компенсирован вышеуказанными странами.

Рис 11 Производство и потребление жидкого топлива в мире (млн. б/д)



Начиная с июля 2017 года – прогнозные данные

Источник: US Energy Information Administration

Из таблицы выше видно, что за последние несколько месяцев накопленный объем профицита не претерпел значительных изменений. Добыча в первом полугодии выросла на 490 тыс. б/д, а спрос на 820 тыс. б/д. В итоге, накопленный объем профицита нефти на рынке сократился всего на 21 млн. баррелей или на 3,6%. Данное

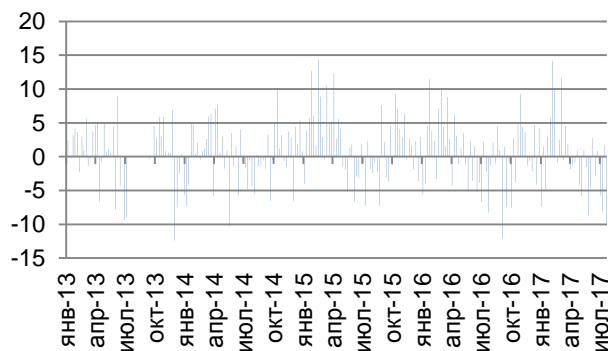
изменение крайне мало, учитывая, что данный профицит с начала 2015 года по июнь 2017 год составил 557 млн. баррелей.

Как мы видим, добыча продолжает расти, несмотря на договоренности ОПЕК+ по сокращению, а накопленный объем профицита остается слишком большим, чтобы текущий дефицит баланса спроса и предложения смог его нейтрализовать в ближайшие годы.

Запасы нефти в США уменьшились, но все еще довольно большие

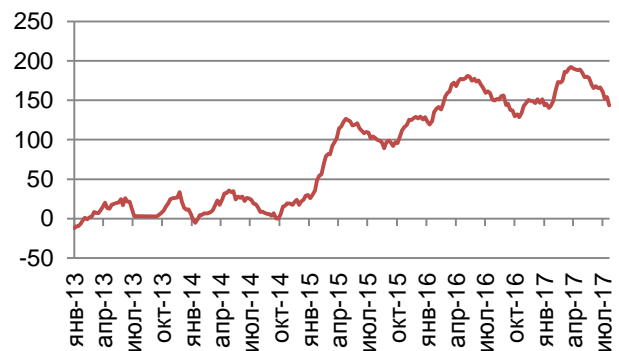
Наличие значительного переизбытка можно наблюдать и по запасам сырой нефти в США. С конца 2012 года запасы нефти в США выросли на 144 млн. баррелей. Однако, все же стоит отметить, что рост запасов прекратился, и даже снизился в последние месяцы. Так с начала апреля по конец июля запасы в США снизились на 48,5 млн. баррелей, что, несомненно, является положительным сигналом. И в случае продолжения тренда, это может положительно повлиять на цену энергоносителя.

Рис 12 Изменение запасов сырой нефти от API



Источник: Американский институт нефти

Рис 13 Запасы сырой нефти от API (накопленный объем с 2013 года)



Источник: Американский институт нефти

США продолжает увеличивать добычу несмотря на снижение цены на нефть

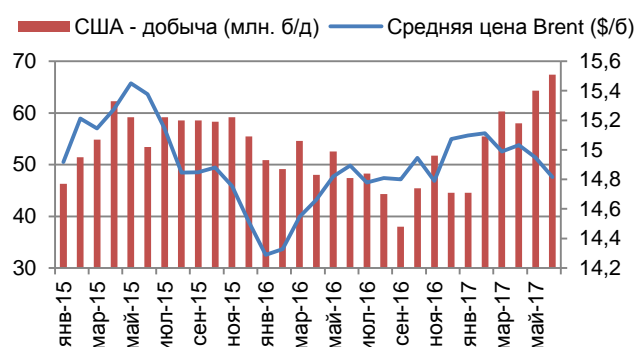
Главным источником проблем нефтяного рынка на сегодняшний день являются нефтепроизводители из США, а в частности «сланцевики». На сегодняшний день США является самым крупным производителем нефти в мире (15,5 млн. баррелей в день или 16% мировой добычи). За последние 5 лет добыча в США выросла на 42%. По прогнозам американской администрации энергетической информации к концу 2017 года США будет добывать 16,3 млн. баррелей в день, а к концу 2018 года 17 млн. баррелей в день. Это на 800 тыс. и на 1,5 млн. баррелей в день больше, чем сейчас. Согласно прогнозам американской администрации энергетической информации потребление нефти к концу 2018 года составит 101 млн. баррелей в день, что на 1,8 млн. баррелей больше, чем сейчас. То есть получается, что если американские нефтяники увеличат добычу на 1,5 млн. до конца 2018 года, то что бы как минимум удержать баланс спроса и предложения, другие страны должны довольствоваться увеличением лишь на 300 тыс. баррелей в день в течение ближайших 1,5 года. А что бы сократить накопленные за предыдущие годы избыток и вовсе отказаться от роста.

Рост добычи в США может быть меньше, если рентабельность добычи будет низкой или отрицательной для американских нефтяников. По разным оценкам себестоимость добычи нефти в США составляет от 30 до 40 долларов США за баррель. Данные по количеству буровых установок и объему добычи подтверждают готовность нефтяников из США добывать при текущих ценах на нефть. Как мы уже говорили выше, добыча в

США выросла на 800 тыс. б/д за первое полугодие, в то время как средняя цена за данный период составила \$52,8 за баррель. Количество буровых установок выросло на 241 штуку за семь месяцев 2017 года и составляет 766 буровых установок. Оба вышеуказанных показателя говорят о готовности США наращивать добычу при цене на Brent в районе \$50-52 за баррель.

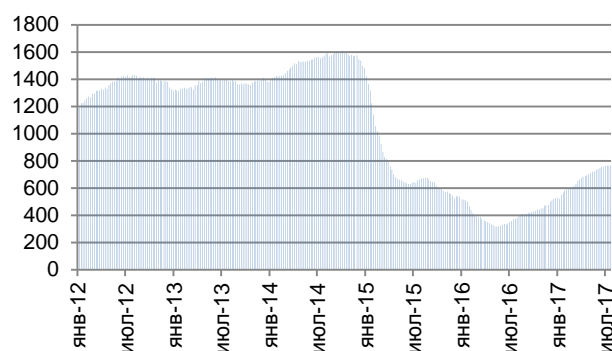
Однако, стоит заметить, что рост количества буровых установок все же замедлился в июле и выросли всего на 10 штук. А средняя цена на Brent в предыдущие два месяца (май-июнь) составила \$49,5 за баррель. То есть вероятно, что данная цена уже препятствует дальнейшему развитию нефтяной отрасли США, ну или как минимум замедляет его рост.

Рис 14 Объем добычи в США и цена Brent



Источник: US Energy Information Administration

Рис 15 Число буровых установок в США




Источник: US Energy Information Administration

Выводы

Значительный избыток нефти на рынке все еще присутствует. Однако с апреля по июль накопленный объем профицита баланса между спросом и предложением значительно снизился, что возможно связано со снижением цены в данном периоде. Средняя цена с апреля по июль составила \$50,4 за баррель. Запасы сырой нефти в США тоже снизились, и уменьшились на 48,5 млн. баррелей за последние 4 месяцев.

Однако реакция нефтедобычиков из США на снижение цены на нефть во втором квартале 2017 года пока остается более сдержанной – добыча и число буровых установок продолжили расти, хоть и замедлились. Особенно замедление заметно по числу новых буровых установок. Вероятно, что цена в диапазоне \$50-52 за баррель вполне устраивает те нефтедобывающие компании из США, которые уже добывают или начали добывать в первом полугодии. Но это не означает, что эта цена устраивает, тех, кто еще не начал это делать и находится на стадии принятия решения. А учитывая тот факт, что некоторые месторождения все еще не открыты, можно сделать предположение, что цена нерентабельности этих месторождений находится не так далеко от цен сформировавшихся за последние пол года. А это в свою очередь означает, что при текущей цене, рост добычи нефти и новых буровых установок в США замедлится, что в свою очередь положительно повлияет на стоимость нефти.

Кроме того, нужно понимать, что спрос тоже не стоит на месте и увеличивается с каждым годом. За последние 3 года средний рост потребления составил 2% в год. А по прогнозам американской администрации энергетической информации во втором полугодии спрос на нефть вырастет на 240 тыс. баррелей в сутки.



Учитывая вышеозвученные факторы, мы считаем, что во втором полугодии 2017 года цена на нефть не претерпит значительных изменений, без вмешательства дополнительных факторов (к примеру, перебои с поставками из-за военного конфликта итд). По нашим предположениям, Brent будет торговаться **в диапазоне 48-54 долларов США за баррель** во втором полугодии 2017 года, а средняя цена будет сформирована в районе **51 долларов США за баррель**.

МАКРОЭКОНОМИКА КАЗАХСТАНА

Рост экономики ускоряется

Похоже, что экономика Казахстана адаптировалась к текущим ценам на нефть, показывая уверенный рост. По словам министра национальной экономики, в первом полугодии рост ВВП составил 4,2%. Несомненно, подобный рост отчасти связан со слабыми показателями ВВП в первом полугодии предыдущего года (в первом полугодии ВВП вырос на 0,1%). Но все же, показать подобный рост при средней цене на нефть \$52,6 за баррель, это хорошее достижение.

На 2017 год ожидаемый рост ВВП составляет:

- По прогнозам Национального Банка – 2,8%
- По прогнозам Министерства национальной экономики – 2,5%
- По прогнозам Азиатского Банка Развития – 2,6%
- По прогнозам МВФ – 2,5%
- По прогнозам ЕБРР – 2,4%
- По прогнозам Всемирного Банка – 2,4%
- По прогнозам Moody's – 2,5%
- По прогнозам S&P – 2,5%
- По прогнозам Fitch – 2,2%

Средний консенсус прогнозов касательно реального роста ВВП по итогам 2017 года составляет около 2,5%, в то время как в 2016 году рост ВВП составил 1,0%.

Учитывая увеличение добычи на Кашагане, более высокую цену на нефть, а также рост ВВП в первом полугодии, рост ВВП в 2017 году в районе 2,5% выглядит вполне реализуемым. Напомним, что средняя цена Brent в 2016 году составила \$45,1 за баррель, в то время как ожидаемая цена по итогам 2017 года составляет \$52 за баррель.

В 2018-19 годах, рост экономики по ожиданиям будет еще выше – в районе 3,5-4,5%.

Обзор республиканского бюджета и госдолга РК

По итогам первого полугодия 2017 года дефицит бюджета РК составил всего 287 млрд. тенге или 0,6% от ВВП. Это является достаточно хорошим показателем, учитывая, что в 2015 и 2016 годах, дефицит бюджета составлял 2,2% и 1,6% от ВВП. Данный уровень был достигнут при средней цене Brent \$52.6 за баррель и курсе 318 тенге за доллар США, что на пересчете стоимости «черного золота» на тенге будет равно 16 744 тенге за баррель. То есть получается, что данный уровень цены на нефть (16 744 тенге за баррель) вполне допустим для удержания дефицита бюджета на приемлемом уровне. При этом поступления в бюджет были исполнены почти на 100%.

Однако тут есть одно «но». В начале июля, из бюджета было выделено около 2,4 трлн. тенге на оздоровление банковского сектора. Данные средства были направлены на выкуп пула проблемных кредитов у БТА, который в свою очередь погасил долг перед

ККБ, тем самым, в значительной степени «разгрузив» банковский сектор от токсичных активов.

Данные средства будут частично финансироваться за счет поступлений из нацфонда (1,1 трлн. тенге), а остальная часть из самого бюджета. В итоге, прогнозируемый дефицит бюджета по итогам 2017 года вырастит до 1 547 млрд. тенге или 3,1% от ВВП. Данный дефицит значительно выше, чем в предыдущие годы, что не есть хорошо. Но, является ли он достаточно критичным, чтобы правительство/нацбанк пошли на ослабление курса тенге?

Мы думаем маловероятно. Потому что данный дефицит можно профинансировать за счет увеличения государственного долга, который в принципе находится на достаточно комфортном уровне, даже несмотря на значительное увеличение в последние годы. При выборе между увеличением госдолга и проведением девальвации, мы считаем, что правительство/нацбанк все же выберут первое.

Государственный долг Казахстана по состоянию на конец первого полугодия составляет 11 469 млрд. тенге или 23% от ВВП. Это ниже, чем в большинстве развивающихся странах. По нашим расчетам, в результате финансирования дефицита бюджета, государственный долг вырастит до 12,7 трлн. тенге. Данная сумма равна 26% от ВВП, что является достаточно приемлемым значением.

Республиканский бюджет и государственный долг

млрд. тенге	2014	2015	2016	6М2017	2017П
Поступления	5 989	6 251	7 760	4 119	9 629
Поступления без учета трансфертов	н/д	3 619	4 679	2 378	5 214
Трансферты из Нацфонда	н/д	2 633	3 080	1 740	4 415
Расходы	7 070	7 163	8 501	4 406	11 176
Профицит/(Дефицит) бюджета	-1 081	-912	-741	-287	-1 547
В % к ВВП	-2,7%	-2,2%	-1,6%	-0,6%	-3,1%
Государственный долг		7 685	11 493	11 469	12 729
Доля в ВВП		19%	25%	23%	26%

Нацфонд и ЗВР

Размер золотовалютных резервов (ЗВР) тоже играет важную роль в курсообразовании. И стремительное снижение ЗВР может подтолкнуть правительство/нацбанк к ослаблению тенге для поддержания ЗВР.

В первом полугодии ЗВР вырос на 2% и составил \$92 442 млрд. ЗВР состоит из средств Нацбанка (\$30 302 млрд.) и Нацфонда (\$62 140 млрд.). Нацфонд пополняется за счет поступлений связанных с нефтедобывающей отраслью, а уменьшается за счет трансфертов в бюджет для финансирования тех или иных проектов. То есть если нефтяной сектор будет себя плохо чувствовать, то и Нацфонд начнет получать меньше денег и соответственно начнет «худеть».

Нацфонд по итогам первого полугодия вырос на 2%, прибавив \$922 млрд. Поступления в Нацфонд в первом полугодии составили 1 044 млрд. тенге, что на 76% больше, чем в аналогичном периоде прошлого года и на 92% больше, чем во втором полугодии 2016 года. Благодаря сильному росту поступлений в Нацфонд, трансферты из Нацфонда в бюджет в размере 1 740 млрд. тенге, прошли «безболезненно».

Конечно, во втором полугодии трансферты в бюджет будут гораздо больше, чем в первой половине года (2 675 млрд. тенге во втором полугодии против 1 740 млрд. тенге в первом), однако Нацфонд от этого не получит чувствительный урон. По нашим

прогнозам в конце 2017 года размер Нацфонда составит \$57,1 млрд., а ЗВР будет равен \$88,0 млрд. или 58% от ВВП. В 2016 году соотношение ЗВР к ВВП был равен 66%.

Несомненно, трансферты из Нацфонда в бюджет значительно проедят Нацфонд страны. Однако, итоговая сумма снижения все же не настолько велика, что бы говорить о необходимости ослабления национальной валюты. Данная мера, по спасению банков, больше единовременная мера (по крайней мере хочется в это верить), и без подобных расходов Нацфонд страны как минимум держался бы на текущих значениях. А это уже говорит, о том, что при текущих ценах на нефть и курсе тенге, Нацфонд чувствует себя вполне неплохо.

	2014	2015	2016	6M207	2017П
Нацфонд, млн. \$	73 187	63 392	61 218	62 140	57 088
Поступления, млрд. тенге		1 631	1 139	1 044	1 032
Трансферты в РБ, млрд. тенге		2 633	3 080	1 740	2 675
Международные резервы НБРК, млн. \$	29 209	27 871	29 530	30 302	30 908
Золотовалютные резервы, млн. \$	102 396	91 263	90 748	92 442	87 996
% от ВВП	47%	76%	66%	62%	58%

Индекс реальных обменных курсов

Индекс реального эффективного обменного курса тенге (REER - Real effective exchange rate) представляет собой средневзвешенное изменение обменного курса тенге по отношению к корзине валют 24 стран - основных торговых партнеров Казахстана (4 страны СНГ и 20 стран дальнего зарубежья), скорректированное на изменение относительных цен.

Увеличение/снижение индекса показывает, что тенге реально дорожает/дешевеет по отношению к корзине валют стран, с которыми Казахстан осуществляет торговые операции, а значит при прочих равных условиях отечественные производители испытывают менее/более благоприятные конкурентные условия на внутреннем и внешнем рынках.

После того, как в августе 2015 года НБРК перестал поддерживать курс тенге, национальная валюта начала активно девальвировать и индекс реальных обменных курсов тенге снизился до диапазона 70-80. Сейчас данный индекс находится на уровне 82,7. Если сравнивать данный индекс с периодами, когда проводилась девальвация (январь-2009 – 113,7; январь-2014 – 101,0; август-2015 – 103,4), то он значительно ниже, чем в эти периоды. То есть сейчас можно сказать, что давление на тенге с точки зрения индекса реальных обменных курсов отсутствует. Сейчас, условно говоря, покупать товары и услуги в Казахстане выгоднее, чем это было перед последними девальвациями. А значит, спрос на тенге должен оставаться достаточно высоким, поддерживая национальную валюту. Кроме того, снижение индекса может положительно повлиять на торговый баланс и баланс услуг, что тоже хорошо для нашей экономики.

Рис 16 Индексы реальных обменных курсов тенге



Источник: НБРК

Инфляция и уровень реальной доходности

Другим важным компонентом в курсообразовании является уровень реальной доходности, который учитывает ожидаемый уровень инфляции и доходность по инвестициям.

Инфляция в Казахстане за первое полугодие составила 3,7%. Годовая инфляция равна 7,5%. Целевой уровень инфляции НБРК на 2017 год составляет 6-8%, а на 2018 год 5-7%. Наш прогноз по инфляции на 2017 год 7,0%, а на 2018 год 6,5%.

Мы считаем, что увеличение денежной массы на рынке в связи с ростом кредитования, может стать помехой в снижении инфляции во втором полугодии 2017 году и в 2018 году.

Базовая ставка Нацбанка находится на отметке 10,5% с коридором +/-1%. Исходя из ожидаемого уровня инфляции (7,0%) безрисковая и моментальная реальная процентная ставка размещения составляет 2,3%, что в целом оставляет инвестиции в тенге привлекательными. То есть если рынок не будет видеть причин для ослабления тенге, то спрос на национальную валюту будет обеспечен, тем самым укрепляя тенге.


Однако дальнейшее снижение базовой ставки может негативно сказаться на курсе тенге в будущем. Наш базовый прогноз по базовой ставке до конца года составляет 9,5%-10,0%.

Наши ожидания и видение по курсу тенге

По нашему мнению курс тенге при текущей цене на нефть и при текущих экономических реалиях чувствует себя достаточно комфортно. Рост экономики постепенно улучшается, дефицит бюджета незначительный, а индекс реальных обменных курсов говорит об отсутствии давления на национальную валюту.

Конечно, во втором полугодии дефицит бюджета и госдолг вырастут, а нацфонд снизится. И ослабление тенге, помогло бы улучшить эти показатели. Но это все связано с реализацией программы оздоровления банковского сектора, которую можно отнести к мерам единовременного характера. То есть, фундаментальной необходимости в ослаблении валюты нет.

Тот же дефицит бюджета будет перекрыт с помощью наращивания госдолга, который находится на достаточно хорошем уровне. Ожидаемое снижение размера Нацфонда по итогам года тоже не является чем то критичным.



Очевидно, что курс тенге будет активно реагировать на изменение цены на нефть и на рубль. Рубль сейчас находится под давлением из-за санкций со стороны США, и существует вполне реальная вероятность ослабления рубля по отношению к доллару США до уровней 61, а возможно и 62 если нефть будет ниже отметки \$50 за баррель. И ослабление рубля вполне может негативно отразиться на курсе тенге, пусть даже не в полной мере.

Исходя из прогнозируемой цены на нефть, уровня инфляции и разницы в доходностях, а также учитывая прочие макроэкономические факторы, мы посчитали средний курс тенге по отношению к доллару США за второе полугодие 2017 года. По нашим прогнозам средний курс тенге во втором полугодии 2017 года составит порядка **329 тенге за доллар США**. Ожидаемый диапазон движения курса – **320-340 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. Nashinov@kazks.kz
Динара Танербергенова	+7 (727) 244 65 05 (вн. Dtanerbergенова@kazks.kz

Департамент развития бизнеса

Жанна Нуралина	+7 (727) 244 65 05 (вн. 58016)	Znuralina@kazks.kz
Тогжан Дауренбекова	+7 (727) 244 65 05 (вн. 58057)	Tdaurenbekova@kazks.kz
Карлыгаш Абишева	+7 (727) 244 65 05 (вн. 58038)	Kabisheva@kazks.kz
Асель Сейдахметова	+7 (727) 244 65 05 (вн. 58001)	Aseidakhmetova-KKS@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».

© 2017, все права защищены