

**12 августа 2022 г.**

В течение первых 5 месяцев текущего года экономика Казахстана демонстрировала высокие темпы роста в 4.6% на фоне благоприятной ценовой конъюнктуры на мировом рынке. Однако из-за плановой остановки производства на месторождении Кашаган в июне, темпы роста за этот месяц замедлились и это отразилось на показателе роста ВВП за 6 месяцев, который замедлился до 3.4% г/г (4.6% г/г в 1кв2022 г.). Рост экономики и кратное увеличение профицита внешней торговли способствовали улучшению параметров бюджета и наращиванию государственной поддержки экономики, что смягчило негативное влияние внешних факторов. Внешнее проинфляционное давление на экономику из-за последствий конфликта РФ и Украины, способствовало «разгону» потребительской инфляции в июне до максимального значения с 2016 г. – 14.5% г/г. Расширение бюджетного импульса и увеличением кредита экономике, привело к ускорению темпов инфляции, как со стороны совокупного спроса, так и со стороны совокупного предложения. На фоне ускорения темпов инфляции НБК повысил базовую ставку за 2кв2022 г. на 50bp до 14.5%. Благодаря росту цен на основную номенклатуру казахстанского экспорта в 1П2022 г. сложился рекордный за последние 8 лет профицит торгового счета в размере \$21.6 млрд, который привел к расширению профицита текущего счета до \$6.6 млрд. Несмотря на сокращение спроса на валюту и значительный профицит по внешним счетам, курс тенге ослаб на 7.7% с начала года и составил 465.1 тенге за доллар США на конец 2кв2022 г. (1.5 % кв/кв).

Во второй половине текущего года основное влияние на экономику Казахстана продолжит оказывать геополитическая напряженность, глобальное ускорение инфляции и ужесточение денежно-кредитных условий. Мы прогнозируем рост ВВП РК в текущем году на уровне 3.3%, инфляцию на уровне 15.0%-16.0%, а валютный курс 475 тенге за 1 доллар США по состоянию на конец 2022 г.

**Высокие цены на сырье и увеличение объемов добычи нефти при сохранении бюджетного импульса обеспечат рост ВВП РК на 3.3% в 2022 г.** Сырьевая ориентация экономики Казахстана в условиях геополитической напряженности, провоцирующей рост цен на сырье, выступает конкурентным преимуществом, стимулирующим рост экономики за счет внешнего спроса. Также, вследствие санкций в отношении РФ, расширяется доступ республики к новым рынкам сбыта своей продукции. На фоне высоких цен на сырье экспортные доходы республики за 6М2022 г. выросли сразу на 57% г/г, тогда как профицит внешней торговли увеличился в 2.4 раза. Сокращение нефтедобычи в июне в связи с плановой остановкой Кашагана будет компенсировано большими объемами добычи углеводородов во 2П2022 г. При сохранении благоприятной ценовой конъюнктуры у страны имеется достаточно просторства для реализации стимулирующей бюджетной политики с целью сглаживания последствий внешних геополитических шоков и поддержки внутреннего спроса.

**Ужесточение денежно-кредитных условий на фоне ускорения инфляции.** Темпы инфляция динамично нарастали и по состоянию на конец 2кв2022 г. достигли максимального с 2016 г. значения в 14.5% г/г. Существенный вклад в ускорение инфляции оказал рост цен на продукты питания (+19.2% г/г) и на непродовольственные товары (+13.2% г/г). Темпы роста цен на платные услуги в 1П2022 г. пока не преодолели двузначный рубеж (+9.2%). Ускорение темпов потребительской инфляции по этим ключевым компонентам составило 60%-90% годового роста. На фоне такой динамики потребительских цен НБК повысил базовую ставку до 14% в апреле и до 14.5% в июле. Однако ужесточение ДКП пока не оказывает влияния на темпы инфляции ни в Казахстане, ни в мире из-за того, что причины ее возникновения происходят не только со стороны спроса (бюджетный импульс, рост кредитования, расширение экспорта), но и со стороны предложения (рост стоимости энергоносителей, металлов, накладных и логистических расходов и т.п.). Сохранение геополитической напряженности в мире также создает про-инфляционное давление на мировую экономику, разрушая цепочки поставок и формируя дефицит на рынках продовольствия. Мы считаем, что во 2П2022 г. рост цен сохранится, а динамика потребительских цен будет формироваться в пределах 15.0%-16.0%.

**Тенге – ослабление на фоне сокращения спроса.** По состоянию на конец июня курс национальной валюты ослаб на 7.7% с начала года и составил 465.1 тенге за доллар США (1.5% кв/кв). Несмотря на существенный приток валюты по внешним счетам (расширение профицита по текущему счету с \$2.2 млрд до \$4.1млрд) во 2кв2022 г., на внутреннем рынке наблюдается сокращение спроса на нее со стороны населения (-0.1% кв/кв) и бизнеса (-28.1% кв/кв биржевые торги), а также снижение объема валютнообменных операций НБК для НФ во 2кв2022 г. (-70.9% кв/кв). Кроме того, в мае НБК вышел на валютный рынок и купил валюты на \$100.5 млн (нетто-покупка). С учетом текущей динамики курс тенге на конец 2022 г. сложится на уровне 475 тенге за доллар США.

Основные макроэкономические показатели	2020	2021	2022		
			Базовый	Пессимистичный	Оптимистичный
Цена на нефть, Brent, сред., USD/барр.	42.3	70.4	100.0	90.0	110.0
Реальный ВВП, % за год	-2.5	4.1	3.3	1.9	4.2
Обменный курс USDKZT, на конец периода	420.7	431.7	475.0	505.0	445.0
Обменный курс USDKZT, сред за год	413.0	426.0	464.0	479.0	449.0
ИПЦ, на конец периода, % г/г	7.5	8.4	15-16	16.5-17.5	13.5-15.5
Базовая ставка, % на конец периода	9.0	9.8	15-16	16.5-17.5	13.5-15.5
Баланс госбюджета, % ВВП	-4.0	-3.1	-3.1	-3.6	-2.8
Текущий счёт, % ВВП	-3.7	-3.0	4.4	1.7	5.2

### Замедление темпов роста экономики из-за планового ремонта на Кашагане

Экономика Казахстана демонстрировала высокие темпы роста в 4.6% за 5М2022 г., однако из-за плановой остановки производства на месторождении Кашаган в июне, по итогам 6М2022 г. рост ВВП составил 3.4% г/г. Замедление роста произошло в июне из-за остановки месторождения Кашаган на плановый ремонт инфраструктуры. Так, по данным Миннацэкономики рост ВВП в январе-мае составил 4.6% и находился на пике в текущем году.

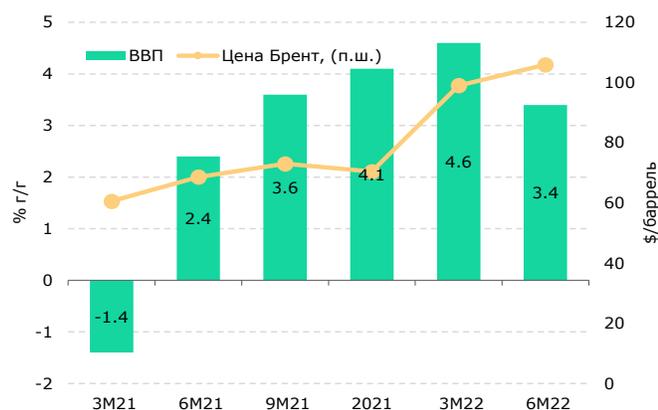
Экономика республики постепенно адаптируется функционировать в условиях геополитической напряженности в мире, которая оказывает разнонаправленные эффекты на экономику страны. Так, высокие цены на сырьевые товары Казахстана стимулируют рост экспортной выручки. В то время, как ускорение инфляции на фоне импорта ее извне и существенного расширения расходов бюджета ведет к ужесточению денежно-кредитной политики. Кроме того, в результате обмена санкциями между Западом и РФ возникают экономические риски, связанные с перебоями или сокращениями поставок нефти на мировой рынок.

Для Казахстана, не имеющего выхода к морю, доставка своих углеводородов на мировой рынок представляет собой серьезный вызов. Сейчас поставки из РК осуществляются по трем основным трубопроводам: Каспийский трубопроводный консорциум (КТК) – порядка 51 млн т., трубопровод Атырау-Самара – 14 млн т. и казахстанско-китайский трубопровод (ККТ), по которому сейчас преимущественно транспортируется нефть из РФ (10 млн т.), с потенциальной мощностью до 20 млн т. при текущей прокачке 3.6 млн т. (2021 г.) казахстанской нефти. Кроме того, порт Актау имеет пропускную способность 5.2 млн т. в год.

Другие маршруты транспортировки существенно дороже и потребуют немало времени на их реализацию. К примеру, для расширения мощностей прокачки КТК было предусмотрено 4 года. Для расширения мощности ККТ с целью перенаправления потоков КТК потребуется не менее 3 лет. Это подразумевает расширение действующих мощностей ККТ, которые составляют 20 млн т. в год, а также расширение нефтепровода Атырау-Кенкияк, мощность которого составляет всего 6 млн т. в год. К тому же, пока нет понимания относительно того, готов ли Китай покупать такие объемы нефти у Казахстана, т.к. крупные месторождения Китая расположены в приграничных с Казахстаном районах. Нефтепровод Баку-Тбилиси-Джейхан (БТД) мощностью около 50 млн т. в год заполнен всего на 45-50%. Минусами данного направления являются необходимость инвестировать в нефтепроводы до Актау, модернизировать и расширить порт Актау (текущая мощность около 5 млн т. в год), инвестировать в строительство танкерного флота и инфраструктуру терминалов Баку. Таким образом, пока крайне затруднительно быстро и в полном объеме диверсифицировать маршруты поставок на внешние рынки ключевого для казахстанской экономики ресурса. Риски приостановки транспортировки казахстанской нефти через КТК (80% экспорта нефти) для экономики Казахстана существуют, однако мы не ожидаем реализации этих рисков в нашем базовом сценарии.

На волне разворачивающегося энергетического кризиса в мире, благодаря росту внешнего спроса на сырьевые товары из Казахстана деловая активность в экономике поддерживалась на относительно высоком уровне. Цены на нефть марки Brent во 2кв2022 г. увеличились на 14% кв/кв и 64% г/г до почти \$112.7 за баррель (в среднем за квартал), приблизившись к уровням 2014 г.

Рис. 1. ВВП РК и цены на нефть



\* ВВП кумулятивно Источник: БНС

Рис. 2. Динамика роста ВВП



Источник: БНС

Кроме того, важный вклад в экономический рост внесло возросшее бюджетное стимулирование внутреннего спроса. Так, за 5М2022 г. затраты госбюджета увеличились на 18.9% г/г до Т7.8 трлн (Т6.6 трлн за 5М2021 г.).

Военный конфликт на Украине длится уже примерно 6 месяцев, принимая при этом затяжной характер и негативно влияя на мировую экономику. В своем обновленном июльском прогнозе МВФ понизил рост мировой экономики с 3.6% до 3.2% в 2022 г. Это уже второе уточнение прогноза роста мирового ВВП в сторону понижения в текущем году. Так, в апреле МВФ пересмотрел свой предыдущий прогноз, предполагавший рост мировой экономики в 2022 г. на 4.4%. Рост ВВП Казахстана напротив, был пересмотрен в сторону повышения с 2.3% (прогноз апрель 2022 г.) до 2.9%. Прогноз спада экономики в России был смягчен с -8.5% до -6%. Смягчение спада экономики России эксперты МВФ объяснили ростом экспортных доходов. Учитывая, что Россия является крупнейшим торговым партнером Казахстана, сокращение темпов спада российской экономики из-за санкций позитивно скажется и на казахстанской экономике. Кроме того, Казахстан может даже выиграть за счет переноса представительств компаний из РФ в Казахстан, привлечения оттуда кадров. Более мягкая ДКП Банка России на фоне ужесточения денежно-кредитных условий в Казахстане сделает привлекательным переток капиталов из России в республику.

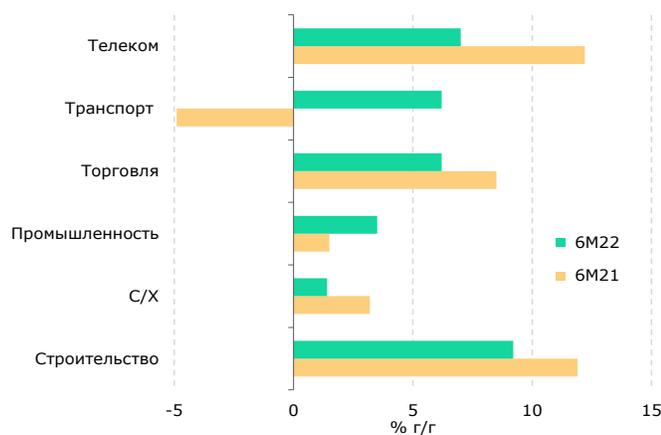
### Временное замедление преимущественно в реальном секторе экономики

Высокий внешний спрос и рост цен на мировых сырьевых рынках позитивно отразились на экономике во 2 квартале. Однако чисто технически наблюдалось некоторое замедление отдельных показателей из-за эффекта высокой базы прошлого года.

В январе-июне рост промышленного производства замедлился до 3.5% г/г, в сравнении с 5.8% г/г в 1 квартале текущего года, при этом в июне сокращение объемов промпроизводства составило 1.3% г/г. Сокращение показателей было обусловлено плановой остановкой производства на Кашаганском месторождении, где добывается почти 20% всей нефти в стране. Ремонт на месторождении был завершен досрочно и в начале июля нефтедобыча на нем уже возобновилась. В целом за год, по прогнозу Минэнерго РК, добыча на Кашагане должна увеличиться на 7% г/г. Следовательно, сокращение объемов в июне будет «с лихвой» компенсировано повышением добычи во 2П2022 г.

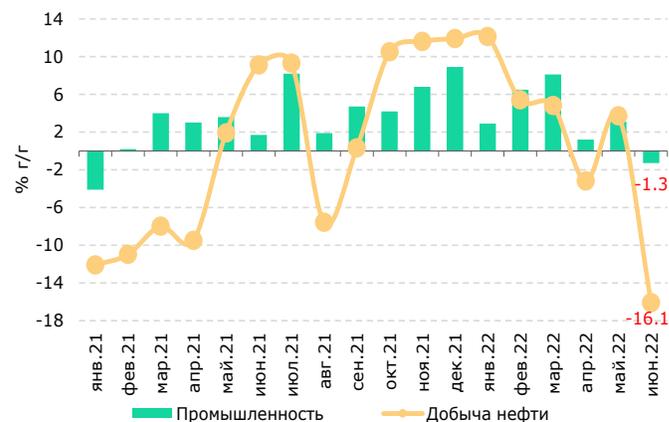
Высокие темпы роста в 1П2022 г. сохранились в обрабатывающей промышленности (+5.8% г/г). Однако динамика в 1кв2022 г. в данной отрасли была выше (+6.5% г/г). Такую динамику роста обрабатывающей промышленности поддержали: производство нефтепродуктов (+8.1% г/г), химическая промышленность (+10.1% г/г), производство металлопродукции (+5.1% г/г) и машиностроение (+9.6% г/г). Количество произведенных автомобилей за 6М2022 г. составило 47 тыс. штук (+ 35.8% г/г). Отметим, что в текущем году государством было выделено Т100 млрд на льготное автокредитование автомобилей отечественного производства, что дополнительно оказало поддержку производителям. Сокращение производства имело место в секторе черной металлургии из-за затоваривания соседнего рынка в РФ.

Рис. 3. Выпуск по отраслям



Источник: БНС

Рис. 4. Динамика промпроизводства и нефтедобычи



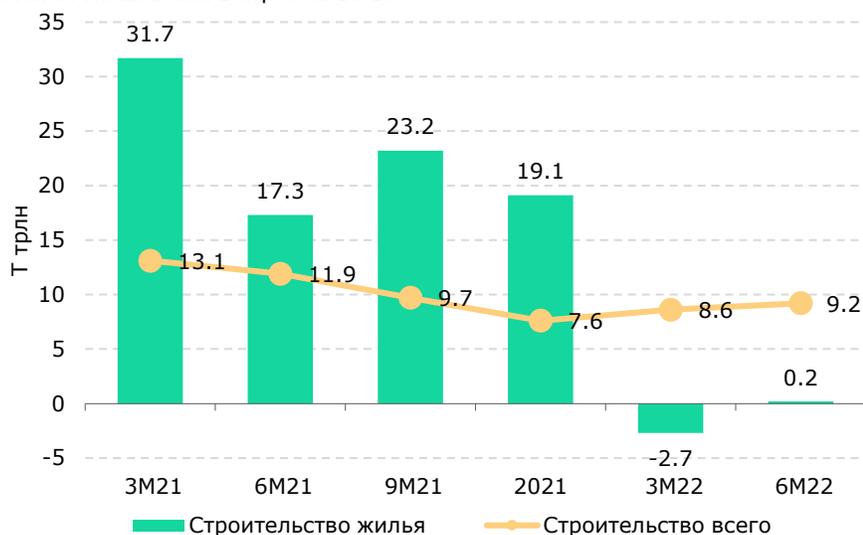
Источник: БНС

Стоит отметить, что в этом году на показателях деятельности отраслей казахстанской экономики еще будет сказываться эффект высокой базы прошлого года, что будет выражаться в более умеренных темпах роста. Однако рост объема производства отраслей экономики будет относительно более стабильным по сравнению с восстановительной динамикой прошлого года. Так, объемы внутренней торговли в январе-июне выросли на 6.2% г/г, что соответствовало до-ковидным показателям. Темпы роста услуг транспортной сферы также сложились на уровне 6.2% г/г. В секторе телекоммуникаций за 6М2022 г. темпы роста ускорились до 7% г/г с 6.4% г/г в 1кв2022 г. Выпуск продукции и услуг сельского хозяйства в январе-июне 2022 г. замедлился до 1.4% г/г с 1.8% г/г. Ситуация в сельском хозяйстве согласно статистическим данным, в текущем году является

нетипичной. Так, за 5М2022 г. официальная статистика в секторе растениеводства на уровне регионов вообще отсутствовала. В свою очередь в животноводстве в большинстве регионов произошло синхронное замедление темпов роста, чего также не наблюдалось в предыдущие годы. Динамика в строительной отрасли сохраняется на достаточно высоком уровне. Так, за 6М2022 г. объем строительных работ увеличился на 9.2% г/г до Т2.1 трлн. При этом строительство нежилых зданий увеличилось на 29.2% г/г (40% в общем объеме), сооружений на 1.8% г/г (43% в общем объеме), а жилищное строительство только на 0.2% г/г. Существенный вклад в рост строительства внесла Атырауская область, где реализуется проект по расширению мощностей нефтедобычи. Так, по данным компании «Тенгизшевроил» по итогам 1П2022 г. проект по расширению реализован на 91%. Общая стоимость данного проекта составляет \$45.2 млрд.

В жилищном секторе в 1П2022 г. наметилось заметное «торможение» показателей активности – объемы строительства жилых зданий увеличилось только на 0.2% г/г, а количество построенных квартир уменьшилось на 2% г/г. В результате ввод нового жилья по республике уменьшился на 0.5% г/г до 6.6 млн кв.м. Однако резкого спада пока не произошло, а инвестиции в жилищное строительство увеличились на 18.8% г/г, что окажет определенную поддержку строительной отрасли в текущем году. В то же время строительная отрасль сталкивается с комплексом проблем, которые негативно скажутся на будущей динамике отрасли. В частности, наблюдается чрезмерный рост цен на жилье под влиянием стимулирующих мер правительства, которые хотя и начали частично сворачиваться во 2П2021 г., динамика цен пока остаётся высокой. Удорожание стройматериалов и рост общих издержек на фоне повышения процентных ставок также будут оказывать поддержку для роста цен в отрасли. Это в свою очередь негативно скажется на спросе на жилую недвижимость.

Рис. 5. Показатели в строительстве



Источник: БНС

### Рост инвестиций постепенно ускоряется

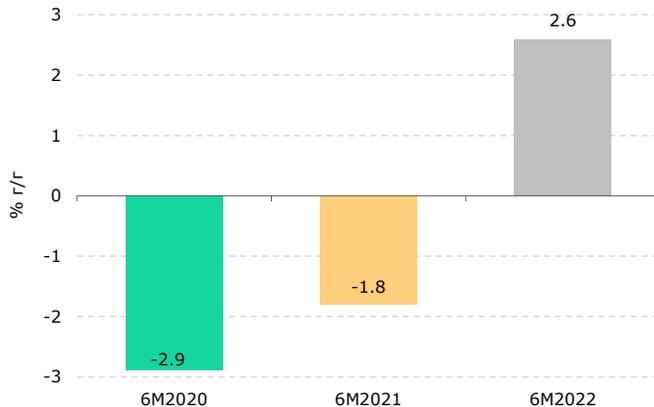
На фоне роста экономики инвестиции в основной капитал постепенно начали увеличиваться. Так, в 1 квартале текущего года инвестиции увеличились на 1.5% г/г, а по итогам 1П2022 г. уже до 2.6% г/г. Объем инвестиций составил Т5.7 трлн, увеличившись с Т5.2 трлн в 1П2021 г.

Во втором квартале текущего года инвестиции малых предприятий продолжили преобладать и составили Т1.9 трлн (Т1.1 трлн в 1кв2021 г.). Инвестиции крупных предприятий составили Т1.4 трлн (Т1 трлн в 1кв2021 г.), а инвестиции средних едва достигли Т160 млрд. В целом за первое полугодие 2022 г. инвестиции малых предприятий продемонстрировали рост на 5.8% г/г, а крупных на 8.9% г/г. Основной рост инвестиций произошел за счет затрат на строительство на 10.2% г/г по малым предприятиям и на 34.5% г/г по крупным предприятиям.

В разрезе отраслей инвестиционная активность демонстрировала в целом позитивную динамику, при этом основной рост произошел за счет сферы операций с недвижимостью (+18.2% г/г), при объеме инвестиций в Т1.3 трлн или 22% от общего объема. Темпы роста инвестиций в основной капитал в добывающей отрасли в 1П2022 г. увеличились на 6.3% г/г до Т1.9 трлн (33% от общего объема). Инвестиции в обрабатывающую промышленность продемонстрировали спад на 21.1% г/г из-за высокой базы прошлого года, когда рост достигал 88.3% г/г. Позитивная динамика роста инвестиций отмечалась также в строительстве (+12.2% г/г), в

торговле (+9% г/г) и в сфере транспорта (+7.8% г/г). Наряду с этим наблюдалось сокращение инвестиций в телекоммуникационном секторе (-24.6% г/г) и в сельском хозяйстве (-3.5% г/г).

Рис. 6. Инвестиции – от спада к росту



Источник: БНС

Рис. 7. Инвестиции по отраслям



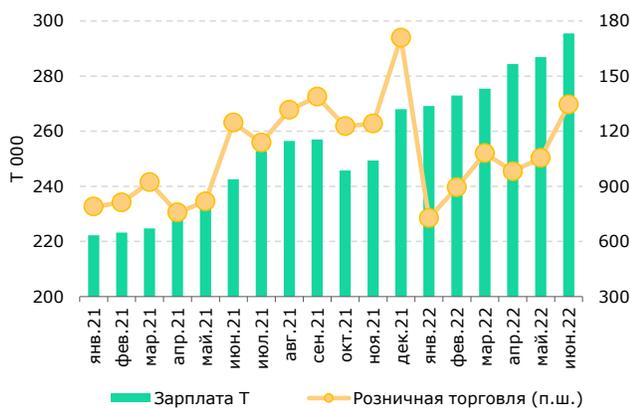
Источник: БНС

### Рост потребления сдержанный, а инфляция опередила рост заработной платы

Средний размер заработной платы в июне увеличился на 10% с начала года до Т295 тыс. (\$635). Однако при этом показатель средней инфляции за тот же период составил 11.8% г/г. Таким образом, несмотря на существенную динамику роста заработной платы, которая непрерывно росла в реальном выражении, начиная с 2018 г., она начала отставать от динамики роста инфляции, темпы которой резко ускорились в текущем году. В результате, увеличение заработной платы бюджетников в текущем году носит пока компенсирующий характер, смягчая последствия от растущих цен на потребительском рынке.

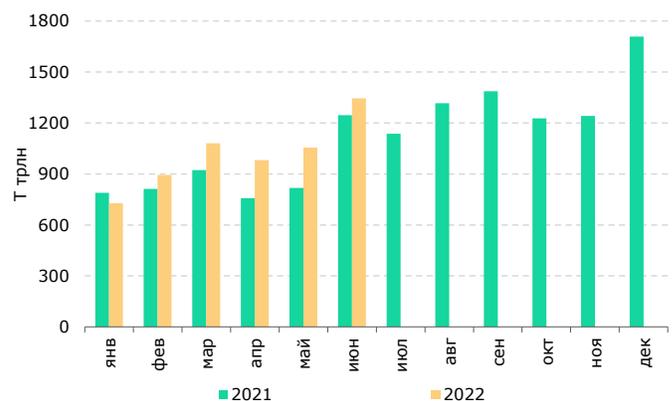
Опережающие темпы роста инфляции в числе прочих факторов сдерживали потребительскую активность населения, которая и без того была ограниченной. Так, из-за январских волнений и ослабления тенге оборот розничной торговли в январе-марте уменьшился на 3.3% г/г. Во втором квартале ситуация несколько улучшилась и по итогам 6М2022 г. оборот розничной торговли вышел в плюс (+1.2% г/г).

Рис. 8. Динамика заработной платы и розничной торговли



Источник: БНС

Рис. 9. Оборот розничной торговли



Источник: БНС

В связи с существенным ростом цен на продовольствие (+19.2% г/г в июне), сокращение потребления домохозяйств отмечается прежде всего по группе продовольственных товаров, объем продажи которых сократился на 6.3% г/г. В свою очередь реализация непродовольственных товаров, наоборот, увеличилась на 5.4% г/г, чему способствовал рост выдачи потребительских займов на 21.8% г/г до Т3.6 трлн в том же периоде.

Объемы розничных продаж в мае и июне увеличились на 12.9% и 25.3% в месячном выражении, что может косвенно указывать на возобновление потребительской активности в настоящее время. В то же время ослабление национальной валюты традиционно сказывается на сокращении розничных продаж. Поскольку оснований для укрепления курса пока нет, подавленный рост объемов розничных продаж продолжится. Ослабление тенге в сочетании с повышением базовой ставки и, как следствие, роста привлекательности

депозитов будут сдерживать потребление домохозяйств в ближайшей перспективе и стимулировать накопление сбережений.

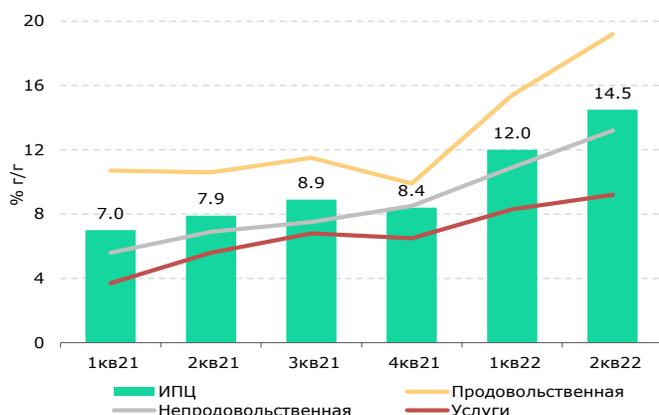
### Инфляция сохранилась на высоком уровне

Темпы потребительской инфляции в июне ускорились до 1.6% м/м с 1.4% м/м в мае. В годовом выражении рост потребительской инфляции составил 14.5% г/г (14.0% г/г в мае). На фоне низкой базы прошлого года индекс потребительских цен (ИПЦ) в годовом выражении растёт уже на протяжении шести месяцев подряд.

Темпы годового роста цен ускорились по всем компонентам потребительской инфляции – продовольственные товары подорожали на 19.2% г/г (+19.0% г/г в мае), непродовольственные – на 13.2% г/г (+11.9% г/г в мае), а платные услуги – на 9.2% г/г (+9.1% г/г в мае).

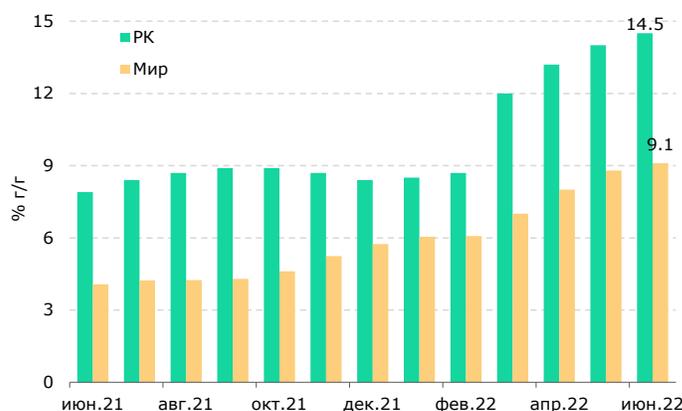
Росту давления на цены внутри страны способствовала турбулентность на валютном рынке. Так, национальная валюта в 1П2022 г. ослабла до 449 тенге за 1 доллар США (среднее значение) против 424 за 1 доллар в 1П2021 г. Кроме того, тенге также подешевел и к рублю в аналогичном периоде более чем на 6% г/г. Учитывая, что почти 40% импорта товаров поступает в Казахстан из РФ, инфляция потребительского импорта еще больше усугубляется ослаблением тенге к рублю.

Рис. 10. Потребительская инфляция в РК



Источник: БНС

Рис. 11. Инфляция в РК и мире



Источник: БНС, Блумберг

По итогам 6М2022 г. ВВП Казахстана продемонстрировал рост на 3.4% г/г, на который, помимо всего прочего, оказывает влияние стимулирование экономики за счет роста бюджетных расходов (+18.9% г/г за 5М2022 г.). Таким образом, экономика республики испытывает на себе инфляционное давление, как со стороны спроса, так и предложения. Военный конфликт на Украине и санкции в отношении РФ дополнительно усиливают про-инфляционное давление на экономику страны, как напрямую, так и опосредованно.

Рост цен во втором квартале был незначительно ниже показателя первого квартала (5.2%) и составил 5%. Несмотря на некоторое замедление и нисходящую траекторию инфляции, рост цен обладает потенциалом для дальнейшего ускорения. В частности, в июне истек срок моратория на сохранение предельных цен на ГСМ (в отдельных регионах республики) и тарифы на коммунальные услуги. Также стоит отметить, замедление роста выпуска продукции сельского хозяйства, что отражается на предложении сельхозпродукции внутри страны. Как следствие, инфляционное давление на экономику во втором полугодии текущего года сохранится на высоком уровне. В то время как внешний инфляционный фон также пока усиливается.

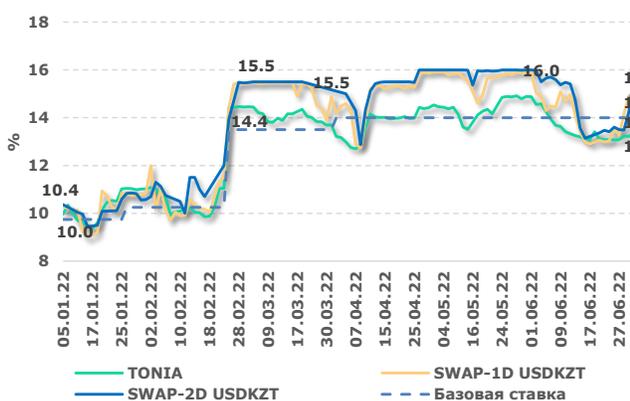
### Процентная политика – ужесточение ДКП продолжается

С начала года НБК последовательно повышал базовую ставку с 9.75% в начале года до 13.50% в марте. В конце апреля НБК повысил базовую ставку на 50бп. до 14%. Коридор по управлению ликвидностью был сохранен симметричным и составил +/-1%. Ускорению потребительской инфляции внутри страны со стороны совокупного спроса способствовала про-циклическая фискальная политика. Наряду с реализацией положительного бюджетного импульса и антикризисных мер в рамках программ поддержки в республике наблюдались высокие темпы выдачи кредитов экономике, объем предоставления которых в июне текущего года увеличился на 24.8% г/г (объем потребительских кредитов на 32.5% г/г за 6М2022 г.). Внешние условия также способствовали ускорению инфляции через внешнеторговые каналы, особенно из основных стран торговых партнеров. Помимо импорта инфляции, рост геополитической напряженности в связи с военным конфликтом на Украине также способствовал повышению инфляционного давления. В конце июля НБК ожидаемо увеличил ставку на 50бп до 14.5%. Впервые с осени 2016 г., базовая ставка стала соответствовать

темпам инфляции в стране. Со стороны совокупного предложения также наблюдалось определенное инфляционное давление. Так, за 5М2022 г. экономика продемонстрировала высокие темпы роста в 4.6%, замедлившись до 3.4% по результатам 6М2022 г.

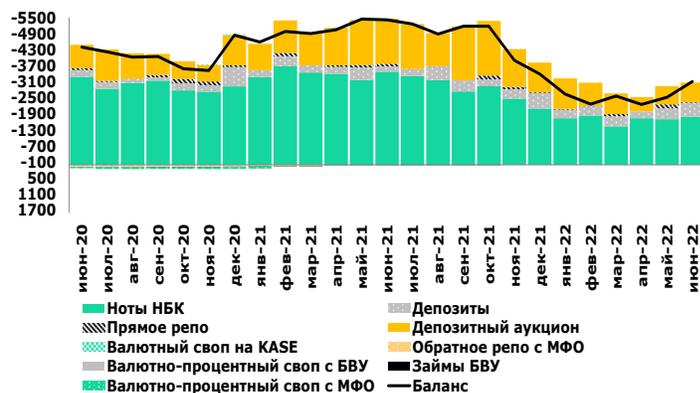
Мы полагаем, что общая направленность ДКП РК в этом году будет нацелена на ужесточение денежно-кредитных условий в стране. Инфляционные процессы в странах дальнего зарубежья ускоряются (ЕС-8.6% г/г, США 9.1% г/г, в мире – 9.1%) на фоне замедления темпов роста мировой экономики. Ужесточение ДКП в мире может привести к дальнейшему замедлению темпов глобального роста, а также спровоцировать в некоторых странах кризис государственного долга. В таких условиях правительство РК будет вынуждено поддерживать бюджетный импульс на высоком уровне, наращивая государственные расходы. Кроме того, высокая стоимость энергоносителей, прекращение моратория по повышению цен на коммунальные услуги будут способствовать росту издержек производства и поддерживать таким образом инфляцию со стороны совокупного предложения. Ослабление национальной валюты на фоне высоких цен на экспортные товары будет способствовать трансмиссии инфляции через валютный канал. Несмотря на ужесточение денежно-кредитных условий, кредитование в РК сохраняется на высоком уровне, поддерживая расходы домохозяйств, и это стимулирует инфляцию через кредитный канал. Таким образом, те условия, благодаря которым происходило ускорение инфляции в 1П2022 г., сохранятся и во 2П2022 г. Согласно нашему текущему прогнозу, динамика потребительской инфляции по итогам года будет укладываться в диапазон 15%-16% г/г, при этом базовая ставка НБК в конце года также составит 15%-16%.

Рисунок 12. Ставки денежного рынка на конец периода



Источник: НБК, Halyk Finance

Рисунок 13. Изъятие избыточной ликвидности



Источник: НБК, Halyk Finance

### Денежный рынок реагирует на ужесточение ДКП и изменение курса тенге

Ставка по операциям автоматического РЕПО (TONIA) на конец июня 2022 г. сложилась на уровне 13.4% (10.56% в конце декабря 2021 г. и 13.9% в конце марта 2022 г.) при среднем значении в 13.9% (11.8% в 1кв2022 г.). Объем сделок по автоматическому РЕПО во 2кв2022 г. увеличился на 17.7% кв/кв (рост в 2.2 раза г/г) и составил Т44 600 млрд, при этом среднее значение дневных сделок за период составило Т719.4 млрд (Т676.7 млрд. в 1кв2022 г.). Максимальный дневной объем сделок по операциям автоматического РЕПО пришелся на первую декаду апреля 2022 г. и составил Т1 141 млрд (Т1 026 млрд в конце января 2022 г.). Квартальный рост транзакций на денежном рынке сопровождался во 2кв2022 г. ростом денежного предложения (MS) на 3.1% кв/кв и на 1.1% с начала года. Корреляция между рыночной ставкой и объемом сделок на денежном рынке увеличилась с 17.5% в 1кв2022 г. до 66.0%, указывая на адаптацию денежного рынка к ужесточению ДКП НБК (рост базовой ставки с 10.25% в начале года до 14% в конце 1П2022 г.)

Объем сделок по однодневным свопам по паре USDKZT во 2кв2022 г. увеличился на 82.2% кв/кв до Т7 367.8 млрд. На конец 2кв2022 г. ставка по однодневным свопам по паре сложилась на уровне 14.5% (14.9% на конец 1кв2022 г.) при среднем значении ставки в 14.9% (12.4% в 1кв2022 г.). Максимальный объем сделок по однодневным свопам USDKZT пришелся на 4 мая 2022 г. и составил Т200.5 млрд при среднеквартальном значении в Т122.8 млрд (среднеквартальное значение номинального объема сделок Т79.3 млрд в 1кв2022 г.). Объем сделок по двухдневным свопам по паре USDKZT во 2кв2022 г. увеличился в 8 раз до Т3 114 млрд. По состоянию на конец 2кв2022 г. ставка по двухдневным свопам USDKZT сложилась на уровне 15.7% (15.5% в конце 1кв2022 г.) при среднеквартальном значении в 15.3% (11.9% в 1кв2022 г.). Максимальный объем по двухдневным свопам пришелся на 5 мая и составил Т93.1 млрд при среднеквартальном значении в Т54.6 млрд (среднеквартальное значение номинального объема сделок Т9.9 млрд в 1кв2022 г.).

Во 2кв2021 г. наблюдается заметный рост объема изымаемой ликвидности при помощи нот НБК (57.7% в структуре инструментов изъятия) на 25.4% кв/кв (-48.3% г/г) до Т1,796 млрд. При этом эффективная доходность по нотам НБК в обращении в июне 2022 г. сложилась на уровне 13.67% (9.96% в декабре 2021 г. и 11.57% в марте 2022 г.). Эффективная ставка первичного размещения нот НБК в июне 2022 г. составила 14.92% при объеме размещения Т1 711 млрд против ставки в 10.21% и объеме первичного размещения в Т879.5 млрд в январе текущего года. Доходность размещения нот НБК сроком на 91-182 дней составила в июне 2022 г. 14.0997% и 13.7693% соответственно. В целом же объем избыточной ликвидности по системе увеличился на 23.3% кв/кв (-42.6% г/г) и на конец июня составил Т3 111 млрд.

Во 2кв2022 г. ставка денежного рынка формировалась ближе к верхней границе процентного коридора НБК (13.9% среднее значение) по управлению ликвидностью. Рост объемов и ставок на рынке валютных свопов отражал динамику валютного курса и спроса на тенговую ликвидность на денежном рынке на фоне адаптации к ужесточению ДКП НБК.

### **Валютный курс – ослабление на фоне сокращения спроса**

По состоянию на конец июня курс национальной валюты ослаб на 7.7% с начала года и составил 465.1 тенге за доллар США (ослабление на 8.7% г/г, 1.5 % кв/кв). Во 2кв2022 г. курс национальной валюты в моменте достигал значений 472.8 тенге за доллар. Ослабление валютного курса во много было обусловлено скорее геополитическими факторами, чем экономическими. Так, стоимость нефти увеличилась на 47.6% с начала года и составила \$114.8 за баррель, обновляя в моменте многолетние максимумы (\$128 за баррель). Среднее значение стоимости нефти за 2кв2022 г. достигло \$112 за баррель (\$97.9 за баррель в 1кв2022 г.).

Объем валютнообменных операций НБК для НФ во 2кв2022 г. сократился на 70.9% кв/кв до \$611 млн. А в мае текущего года сокращение валютнообменных операций сократилось на 97.6% м/м до \$4 млн. Кроме того, в мае НБК вышел на валютный рынок и купил валюты на \$100.5 млн (нетто-покупка). Сокращение валютнообменных операций НБК для НФ обусловлены прежде всего тем, что на фоне высоких доходов бюджета сложился профицит в размере Т358 млрд и динамика поступления трансфертов в государственный бюджет сложилась на уровне 40.7% от плана. С учетом ведущей роли НБК на валютном рынке республики, такие «валютные маневры» не могли не сказаться на ослаблении курса национальной валюты.

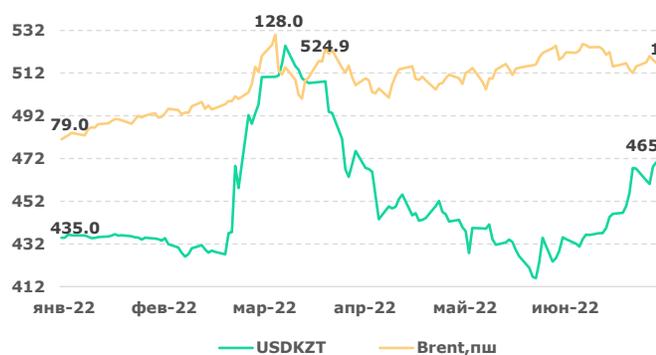
На валютном рынке в сегменте биржевых торгов по паре USDKZT во 2кв2022 г. наблюдалось сокращение валютнообменных операций на 28.1% кв/кв до \$6.2 млрд (-2.6% г/г). Объем покупки долларов США в обменных пунктах в 1кв2022 г. сократился на 0.1% кв/кв до Т441 млрд (\$996 млн при среднем курсе 442.5 тенге за доллар США). Наибольшее снижение курса наблюдалось в июне на 79.7% м/м до Т42.4 млрд (\$95.8 млн). Что в целом указывает на сокращение внутреннего спроса со стороны населения и бизнеса на доллары США в республике.

Ослаблению курса казахстанского тенге во 2кв2022 г. способствовал выход нерезидентов из ГЦБ РК. Так, объем ГЦБ, находящихся в номинальном владении нерезидентами, сократился с начала года на 19.8% до Т477.5 млрд, при этом рост иностранного капитала в ГЦБ РК во втором квартале на 12.5% кв/кв оказал незначительную поддержку курсу национальной валюты из-за ограниченного объема владения нерезидентами государственного долга РК. С учетом ужесточения ДКП ФРС США и расширения санкций в отношении РФ и роста геополитических рисков мы не прогнозируем существенного притока иностранного капитала в ГЦБ РК во второй половине текущего года.

Ослабление курса тенге происходило на фоне укрепления курса доллара США. Так, курс доллара США (индекс DXY) увеличился с конца 1кв2022 г. на 6.5% кв/кв (9.4% с начала года и 13.3% г/г) до 104.7пп. В середине июня текущего года курс доллара США зафиксировал максимальный локальный уровень в 105.5пп (максимальное значение с сентября 2002 г. - 106.9пп). Отток капитала из Европы и с развивающихся рынков на фоне ужесточения денежно-кредитной политики ФРС и продолжающегося конфликта на территории Украины способствовали укреплению курса доллара США. При этом согласно консенсус-прогнозу агентства Bloomberg, курс по паре EURUSD в 2022 г. составит 1.06 доллара США (минимальное значение с 2016 г. 1.05 доллара США за 1 ЕВРО).

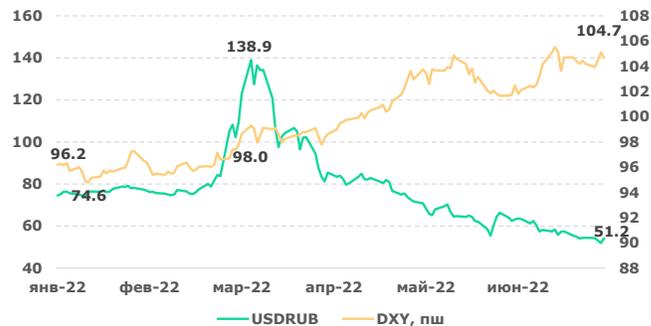
По состоянию на конец июня российский рубль укрепился на 31.1% с начала года и составил 51.2 рубля за доллар США. Это минимальное значение стоимости доллара США на валютной площадке Московской биржи (МОЕХ) с мая 2015 года (51.02 рубля за доллар США). Укрепление курса российского рубля происходило на фоне усиления санкционного давления на РФ (6 пакетов санкций), роста стоимости энергоносителей (+6.4% кв/кв нефть, +9.5% кв/кв природный газ) и, как следствие, роста экспортной выручки (баланс товаров и услуг за год увеличился в 2.3 раза во 2кв2022 г.) и оттоком капитала из страны (ожидается рост оттока с \$151 млрд до \$246 млрд в 2022 г., оценка ЦБР).

Рисунок 14. Изменение котировок USDKZT vs Brent



Источник: Bloomberg, НБК, Halyk Finance

Рисунок 15. Изменение USDRUB и индекса USD



Источник: Bloomberg, ЦБР, Halyk Finance

Во время военного конфликта на Украине исполнение бюджетного правила было временно приостановлено, что на фоне существенного поступления валюты по внешнеторговым каналам привело к укреплению российского рубля. Несмотря на снижение обязательной продажи валюты с 80% до 50%, курс рубля укрепился на 39.2% кв/кв. Минфин РФ предложил поменять параметры бюджетного правила, установив точку отсечения на уровне 60 долларов США за баррель при уровне добычи в 9.5 млн баррелей в сутки. Предполагается, что исполнение бюджетного правила начнется во второй половине 2022 г. и позволит ослабить курс рубля к доллару на 10-20 рублей. Однако, если учесть продажу нефти марки Urals от текущих уровней марки Brent с дисконтом в 30 долларов, то влияние бюджетного правила будет носить ограниченный эффект на ослабление рубля. Консенсус-прогноз по российской валюте на конец 2022 г. составляет 63.50 (медиана) при среднем значении в 67 на 4кв2022 г.

Курс казахстанского тенге будут поддерживать высокие котировки нефти (\$106.43 за баррель-консенсус-прогноз агентства Bloomberg) за счет роста экспортной выручки. Кроме того, НБК предстоит конвертировать валютные активы НФ для нужд бюджета в размере Т2 136.50 млрд (размер трансферта в бюджет заложен в размере Т4 560 млрд на 2022 г.), что также окажет поддержку курсу тенге. Однако тенденции входа мировой экономики в рецессию, сохранение геополитической напряженности на фоне роста курса доллара США (DXY) за счет ухудшения состояния экономики ЕС и, как следствие, ослабления Евро (консенсус-прогноз агентства Bloomberg по DXY 103.7) будут оказывать давление на курс тенге в сторону ослабления.

Таким образом, исходя из прогнозируемой макроэкономической и геополитической картины развития событий мы полагаем, что курс национальной валюты сложится на уровне 475 тенге за доллар США к концу текущего года.

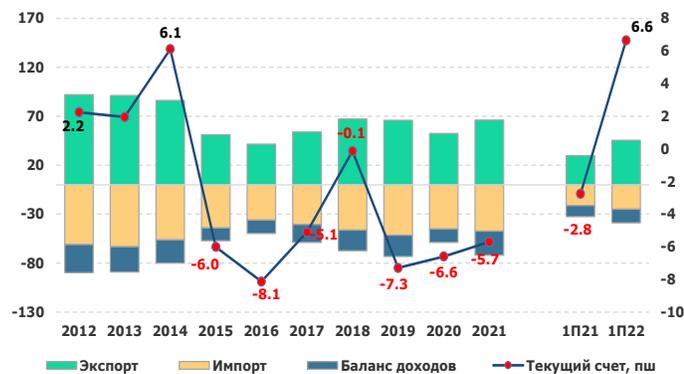
### Текущий счет в 1П2022 г. сложился с профицитом

Согласно предварительным данным НБК, текущий счет республики Казахстан за 1П2022 г. сложился с профицитом в \$6.6 млрд (дефицит \$2.8 млрд в 1П2021 г.). Несмотря на расширение дефицита баланса услуг в 1П2022 г. на 50.2% г/г до \$1 058 млн, расширение дефицита баланса первичных доходов на 26.0% г/г до \$13.9 млрд и сохранение дефицита баланса вторичных доходов на уровне \$32.1 млн, рост профицита по торговому счету в 2.4 раза до \$21.6 млрд полностью перекрыл сложившийся дефицит в \$15.0 млрд по этим счетам.

Рекордный за последние 8 лет профицит торгового счета Казахстана в размере \$21.6 млрд (\$23.2 млрд в 1П2014 г.) сложился за счет опережающей динамики роста экспорта на 56.8% г/г до \$42.4 млрд над импортом, объем которого увеличился на 15.9% г/г и составил \$20.7 млрд. Такую динамику экспорта поддержал рост стоимости нефти за 1П2022 г. на 47.6% с начала года до \$114.81 за баррель марки Brent. При этом в моменте ее стоимость достигала \$127.98 за баррель.

Расширение дефицита первичных доходов, полученных нерезидентами от прямых инвестиций в 1П2022 г. на 28.9% г/г до \$13.2 млрд (нетто) привело к расширению дефицита баланса первичных доходов на 26.0% до \$13.9 млрд.

Рис. 16. Профицит текущего счета, \$млрд.



Источник: НБК, Halyk Finance

Рис. 17. Отток капитала по финансовому счету, \$млрд.



Источник: НБК, Halyk Finance

**Финансовый счет (без учета резервных активов НБК)**

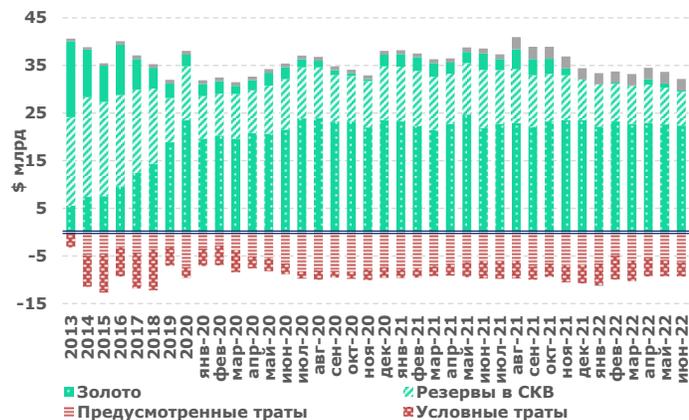
По финансовому счету в 1П2022 г. наблюдался отток капитала в размере \$6.1 млрд (приток \$2.8 млрд в 1П2021 г.). Отток капитала в 1П2022 г. зафиксирован по портфельным инвестициям в размере \$2.6 млрд (\$6.2 млрд приток в 1П2021 г.). По статье прочие краткосрочные потоки капитала наблюдался отток в размере \$8.5 млрд (отток \$6.3 млрд в 1П2021 г.). Единственный приток отмечен в рамках прямых инвестиций в размере \$3.1 млрд (приток \$1.3 млрд в 1П2021 г.).

В рамках портфельных инвестиций наблюдается рост чистого приобретения активов со стороны Правительства РК и НБК в размере \$3.6 млрд в 1П2022 г., при этом наблюдается сокращение чистого принятия на себя обязательств в размере \$782 млн. Всего же, отток капитала Правительства и НБК в 1П2022 г. составил \$4.4 млрд.

**Консолидированные международные резервы – сокращение**

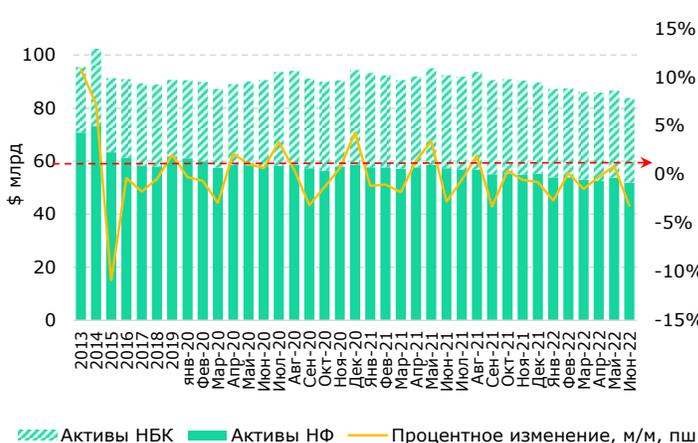
Консолидированные международные резервы на конец первого полугодия 2022 г. составили \$83.8 млрд. Консолидированные резервы сократились на 2.6% кв/кв (-9.3% г/г) за счет сокращения номинального объема валовых ЗВР НБК на 3.5 кв/кв до \$32.0 млрд (-8.8% г/г) и за счет сокращения объема активов Национального фонда на 2.1% кв/кв до \$51.9 млрд (-9.5% г/г).

Рисунок 18. Международные резервы НБК



Источник: МВФ, Halyk Finance

Рисунок 19. Консолидированные резервы Казахстана



Источник: НБК, Halyk Finance

В рамках резервов НБК наблюдается сокращение активов в СКВ на 7.5% кв/кв до \$9.6 млрд (-27.7% г/г). За последние 28 месяцев это минимальное значение размера СКВ (\$9.6 млрд в феврале 2020 г.). По данным МВФ за 2кв2022 г. в структуре ЗВР наблюдается сокращение активов в ценных бумагах на 4.2% кв/кв до \$4.8 млрд (-14.9% г/г). Активы и депозиты в СКВ сократились на 20.5% кв/кв (-64.8% г/г) и составили \$2.3 млрд.

---

Активы НБК в золоте сократились на 1.7% кв/кв (-4.9% с начала года), увеличившись за год на 2.6% до \$22.4 млрд. С начала года стоимость золота (XAU) выросла на 0.6% и по состоянию на конец июня достигла \$1 807.3 за тройскую унцию. С учетом незначительного изменения стоимости золота, наблюдаемое сокращение, произошло за счет физического сокращения этого актива в ЗВР. Доля активов в золоте на конец июня текущего года составила рекордные 70.0%, увеличившись с 68.5% с начала года за счет сокращения активов в СКВ. Так, в декабре 2021 г. физический объем золота НБК составил 12.94 (402.5 тонны) млн тройских унций, а по состоянию на июнь объем сократился на 4.6% с начала года до 12.34 (383.8 тонны) млн тройских унций.

**Подготовлено АО «Halyk Finance»**

© 2022 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».

© 2022, все права защищены.

**Департамент исследований****E-mail**

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

**Департамент продаж****E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

**HLFN**

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance