

16 мая 2022 г

В 1кв2022 г. высокие цены на нефть и другие экспортные сырьевые товары Казахстана на фоне существенного расширения государственных расходов способствовали ускорению темпов роста ВВП РК до 4.4% г/г. Однако вышеперечисленные факторы на фоне украинского конфликта также привели к резкому ускорению инфляции до 12% г/г в марте и до 13.2% в апреле. Рост темпов инфляции, а также внешний про-инфляционный фон способствовали повышению базовой ставки НБК с 9.75% до 14% в апреле. При этом благоприятная динамика сырьевых цен привела к росту поступлений от товарного экспорта в 2.7 раза и формированию профицита текущего счета на уровне \$2.2 млрд. Отражая рост геополитической напряженности в регионе, движение курса российского рубля и выход нерезидентов из ценных бумаг казахстанских эмитентов, в 1 квартале наблюдалась высокая волатильность курса тенге. К концу марта национальная валюта ослабла на 6.1% с начала года до 458.2 тенге за доллар США.

В последующие месяцы 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 12-14%, валютный курс 460 тенге за доллар США.

Высокие цены на сырье и увеличение объемов добычи нефти при сохранении бюджетного стимула обеспечат рост ВВП РК на 3.3% в 2022 г. Негативное влияние экономических санкций в отношении РФ, транслируемое на экономику Казахстана через тесные торговые связи между странами, будет компенсироваться благоприятными ценовыми условиями на внешних сырьевых рынках. Мировой рынок углеводородов испытывает нехватку предложения, благодаря чему нефтяные котировки держатся на высоком уровне. Сложившаяся конъюнктура на глобальном рынке энергоносителей при ценах на нефть на уровне 100 долларов за баррель будет стимулировать увеличение нефтедобычи в РК с 85.7 млн т. в 2021 г. до свыше 87 млн т. в 2022 г., а это в свою очередь поддержит рост казахстанской экономики на уровне 3.3% г/г. Высокий внешний спрос на казахстанский экспорт, поддержка экономики за счет существенного увеличения расходов госбюджета (+18% г/г), повышение зарплат и пенсий и отмена большинства ковидных ограничений окажут положительный эффект на совокупный внутренний спрос.

Ускорение инфляции продолжается. По итогам 1кв2022 г. инфляция достигла 12% г/г, практически удвоившись с прошлого года. Ускорению темпов потребительской инфляции способствовал рост цен на продовольственные товары более чем на 15% г/г, а на непродовольственные – почти на 11% г/г. Основным триггером ускорения темпов глобальной и региональной инфляции стали последствия глобальных программ количественного смягчения, затянувшийся переход к ужесточению ДКП ФРС США, последствия санкций против РФ, неблагоприятные природные условия, а также волатильность курсов региональных валют и разрывы цепочек поставок. Это уже вылилось в ускорение темпов инфляции в апреле, которая достигла 13.2% г/г. Дальнейшая динамика потребительской инфляции в Казахстане будет напрямую зависеть от градуса внешней геополитической напряженности, динамики инфляции в мире и успешной реализации государственных мер по сдерживанию роста цен в стране. Мы полагаем, что пик годовой инфляции будет пройден во втором квартале текущего года и ожидаем, что потребительская инфляция на конец 2022 г. будет формироваться в интервале 12-14%.

Денежно-кредитная политика – курс на ужесточение. В течение 1кв2022 г. НБК поступательно ужесточал денежно-кредитные условия, повысив ставку с 9.75% до 10.25% в январе и до 13.50% в феврале, сохранив ее на уровне 13.50% в марте. Такая динамика базовой ставки отражала ускорение инфляции внутри страны, а также нарастающее внешнее про-инфляционное давление в связи с конфликтом на Украине. Ускорение инфляции в апреле привело к дальнейшему ужесточению ДКП, когда НБК поднял ставку до 14%. С учетом сохранения существенного инфляционного давления на экономику, геополитической неопределенности и дефицита продовольствия на глобальном рынке, а также исходя из риторики самого НБК, мы ожидаем, что базовая ставка к концу текущего года будет формироваться в интервале 13-15%.

Тенге в поисках равновесия. Казахстанский тенге в течение 1кв2022 г. на фоне роста геополитической напряженности, увеличения страновых рисков, выхода нерезидентов из ГЦБ тенге ослаб на 6.1% с начала года до 458.2 тенге за доллар США. Ослабление российского рубля сопровождалось снижением курса тенге к рублю с 5.33 тенге за рубль до 3.98. Национальная валюта Казахстана, не находящегося под международными санкциями, в моменте достигала 512.2 тенге за доллар, стремясь при этом найти новый равновесный паритет к рублю (среднее значение 5.33 тенге за рубль в 1кв2022 г. против 5.89 тенге в 4кв2021 г.). В апреле курс тенге приблизился к среднему равновесному значению в 5.79 тенге за рубль.

Принимая во внимание тесные связи экономики Казахстана с экономикой РФ и наши ожидания по ослаблению курса российского рубля, а также наши прогнозы по росту импорта потребительских и промышленных товаров, мы ожидаем ослабления курса тенге до 460 тенге за доллар США к концу текущего года.

Основные макроэкономические показатели	2020	2021	2022		
			Базовый	Пессимистичный	Оптимистичный
Цена на нефть, Brent, сред., USD/барр.	42.3	70.4	90.0	65.0	115.0
Реальный ВВП, % за год	-2.5	4.1	3.3	1.5	4.4
Обменный курс USDKZT, на конец периода	420.7	431.7	460.0	490.0	420.0
Обменный курс USDKZT, сред за год	413.0	426.0	451.0	465.0	439.0
ИПЦ, на конец периода, % г/г	7.5	8.4	12-14	15-16	10-11
Базовая ставка, % на конец периода	9.0	9.8	13-15	16-17	11-12
Баланс госбюджета, % ВВП	-4.0	-3.1	-3.1	-3.8	-2.8
Текущий счёт, % ВВП	-3.7	-3.0	2.3	0.2	3.1

Вопреки сильным внешним и внутренним шокам рост экономики в 1кв2022 г. ускорился

Рост ВВП Казахстана в 1кв2021 г. ускорился до 4.4% с 4.1% г/г в 2021 г., сохранив практически докризисные темпы роста (4.2% в среднем в 2017-2019 гг.). При этом январские события заметно сказались на темпах роста казахстанской экономики. Так, по данным Миннацэкономики, рост в январе составил всего лишь 1.5% г/г, даже несмотря на низкую базу января прошлого года, когда ВВП сократился на 4.5% г/г. В январе-феврале положение в экономике улучшилось – рост уже составил 3.5% г/г.

Для экономики страны первый квартал 2022 г. оказался насыщенным на социальные и экономические потрясения. Не успев в полной мере, оправиться от коронакризиса, экономика страны столкнулась с январскими волнениями, охватившими крупные города страны. В третьей декаде февраля начало военной операции РФ в Украине ознаменовало реализацию еще одного внешнего шока, совпавшего с аварией на трубопроводной инфраструктуре КТК, через которую транспортируется примерно 80% нефти, экспортируемой Казахстаном. Следствием роста геополитической напряженности и санкционного давления на РФ стало резкое обесценение национальной валюты и ускорение темпов инфляции до двузначных значений.

Несмотря на внутренние и внешние потрясения, рост внешнего спроса на сырьевые товары казахстанского производства поддержал экономический рост в 1 квартале. Мировые цены на нефть в 1кв2022 г. повысились на 24% кв/кв и 63% г/г до почти \$100 за баррель (в среднем за квартал), достигнув уровней 2014 г. Кроме того, важную роль в улучшении делового климата сыграло почти полное сворачивание карантинных мер, снявших ограничения для ведения бизнеса сектором малого и среднего предпринимательства, который сильно пострадал от жестких санитарных ограничений в предыдущие 2 года.

Определенный вклад в рост экономики в 1кв2022 г. продолжили обеспечивать изъятия населением пенсионных накоплений, ускорившиеся под влиянием ажиотажа в связи с увеличением порога изъятий с 1 апреля текущего года. Так, в январе-марте население изъясало рекордные Т0.7 трлн (Т0.9 млрд в 1кв2021 г.) В 2021 г. изъятия населения составили почти Т2.3 трлн, некоторое влияние от использования которых на экономику продолжится и в текущем году. С учетом нового порога доступные к изъятию накопления граждан на 2022 г. составляли Т0.9 трлн и были доступны для почти 600 тысяч человек. С учетом уже изъятых Т0.7 трлн за 3М2022 г., ожидаемый приток средств в экономику до конца года будет незначительным.

Одной из мер правительства для снижения социальной напряженности в обществе стало повышение заработной платы и пенсий. Заметим, что данная мера затронет не только работников бюджетной, но и частной сферы экономики. Этому прежде всего будет способствовать повышение минимальной заработной платы в 2022 г. с Т42.5 тыс. до Т60 тыс. (+41%). Повышение размера минимальной зарплаты в текущем году по оценкам госорганов охватит более 1 миллиона работников бюджетной сферы и занятых в квази-государственном секторе. Порядка 2.8 миллиона работников крупного бизнеса также увеличат свои доходы.

Рис. 1. ВВП РК и цены на нефть

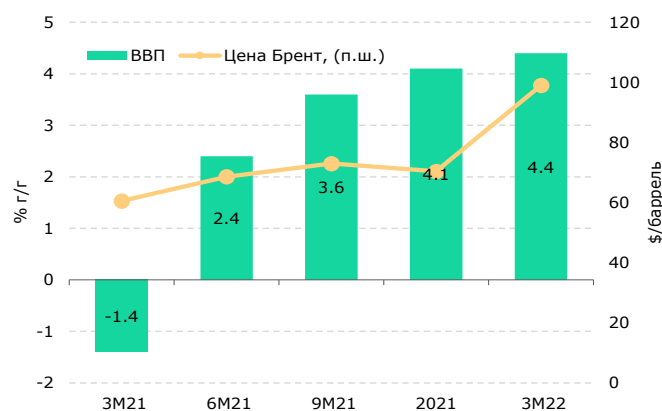
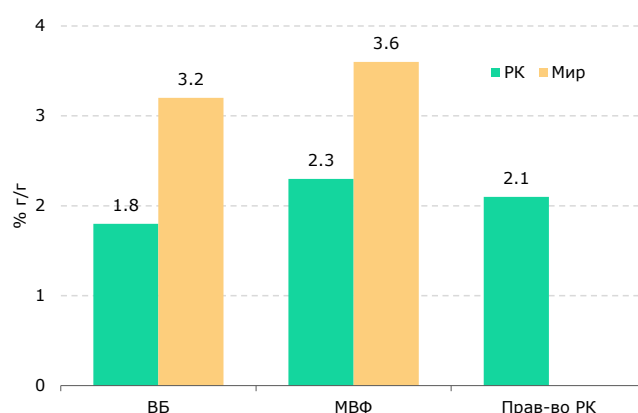


Рис. 2. Прогнозы роста ВВП в РК и мире на 2022 г.



* ВВП кумулятивно Источник: БНС

Источник: БНС

Военные действия на Украине в силу значительного экономического веса РФ в региональном масштабе уже начали негативно сказываться на общемировой динамике роста. По оценке МВФ рост мирового ВВП в 2022 г. замедлится до 3.6% с 6.1% в 2021 г. – на 0.8пп ниже январского прогноза. Экономика Казахстана, тесно связанная торгово-экономическими связями с РФ, также окажется под давлением, что приведет по оценке Фонда к замедлению роста ВВП до 2.3% в текущем году после 4% роста в прошлом. Всемирный Банк прогнозирует рост экономики РК на уровне 1.5%-2% в 2022 г., а Министерство Национальной экономики РК -

на уровне 2.1%. В рамках прогнозной модели Правительства РК стоимость нефти составит \$90 за баррель, тогда как МВФ исходит из предположения, что нефть будет стоить \$106.8 за баррель.

Подъем в отраслях, преимущественно ориентированных на внешний спрос

Первый квартал 2022 г. был отмечен достаточно динамичным ростом основных отраслей казахстанской экономики. Расширение внешнего спроса и рост стоимости сырьевых товаров оказали поддержку экономике в условиях январских волнений, за которыми последовали внешние экономические и геополитические шоки, возникшие вследствие военного конфликта на Украине. Так, рост промышленного производства в 1 квартале текущего года достиг пика со 2 квартала 2020 г., составив 5.8%. Высокие темпы роста отмечались, как в добывающей (+6.5% г/г), так и в обрабатывающей отраслях (+6.1% г/г), однако на этом фоне объемы производства и передача электроэнергии увеличились только на 0.6% г/г.

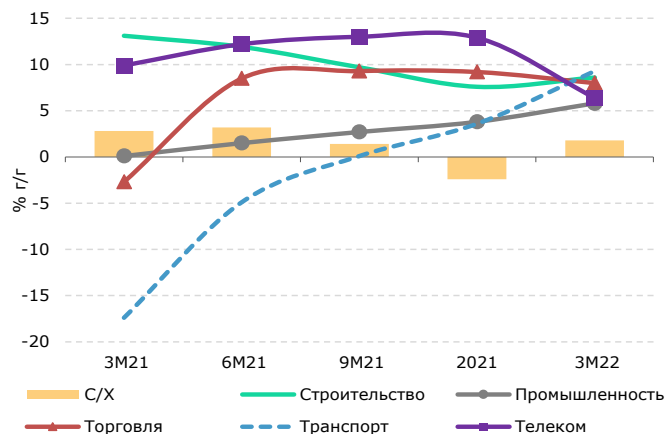
Январские события и февральские шоки транслировались на сферу внутренней торговли. Оптовая торговля в январе-марте выросла сразу на 13.5% г/г (-0.5% г/г 3М2021 г.), отражая возросшие объемы торговли нефтепродуктами. Розничная торговля, напротив, пережила сокращение на 3.3% г/г (-1.2% г/г 3М2021 г.).

Отрасль строительства хотя и продемонстрировала существенный рост объема строительных работ на уровне 8.6% г/г за 3М2022 г., однако это уже было ниже двузначных темпов роста, отмечавшихся в предыдущие годы. При этом строительство нежилых зданий увеличилось на 28.6% г/г, а жилищное строительство, наоборот сократилось на 2.7% г/г. Видимо бум жилищного строительства все же пошел на спад, а вливания пенсионных сбережений в прошлом году лишь оттянули неизбежное. Существенным препятствием для дальнейшего наращивания жилищного строительства стали высокие цены на новое жилье, которые с конца 2020 г. по март текущего года повысились сразу на 33%, в то время как заработная плата прибавила всего 13% в аналогичном периоде. Добавим к этому еще и повышение базовой ставки и как следствие удорожание кредита, а также рост стоимости стройматериалов, что негативно сказалось на секторе жилищного строительства.

Постепенное снятие всех коронавирусных ограничений, восстановление мобильности населения в 1 квартале 2022 г. и низкая база прошлого года способствовали росту услуг транспортной сферы на 9.3% г/г против спада в 17% г/г в прошлом году. Выпуск продукции и услуг сельского хозяйства в январе-марте 2022 г. составил 1.8% г/г и был ниже среднего показателя в 2.4% в предыдущие три года. На более слабых объемах выпуска сказались неблагоприятная эпидемиологическая ситуация в животноводстве, рост стоимости кормов и подорожание сельхозпродукции промежуточного назначения.

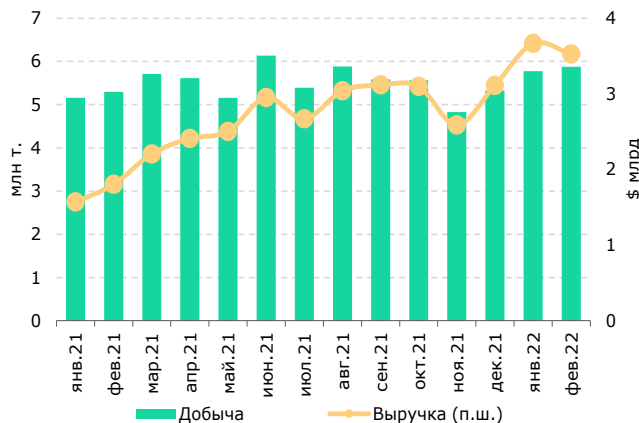
Высокий внешний спрос и цены на сырьевые товары формировали благоприятные условия для внешней торговли Казахстана в 1 квартале текущего года. Так, объемы экспорта товаров в январе-феврале увеличились на 71.4% г/г до \$12.1 млрд. Определяющее влияние на рост товарного экспорта оказала прежде всего торговля углеводородами, объем которой за 2 месяца текущего года вырос в 2.1 раза по сравнению с аналогичным периодом годом ранее до \$7.2 млрд. Таким образом, торговля углеводородами обеспечила общий прирост казахстанского экспорта на 76% (\$3.8 млрд из \$5 млрд). При этом физические объемы экспорта увеличились только на 11.5% г/г до 11.7 млн тонн.

Рис. 3. Динамика выпуска по отраслям



Источник: БНС

Рис. 4. Динамика нефтедобычи и экспорта



Источник: БНС

Росту торговли жидкими углеводородами способствовало повышение внешнего спроса и нефтяных котировок в результате роста рисков затягивания военной операции на Украине, сокращения поставок углеводородов со стороны РФ и выполнения странами ОПЕК+ своих обязательств по не наращиванию нефтедобычи.

Несмотря на аварию трубопроводной инфраструктуры КТК в конце февраля, через которую транспортируется примерно 80% нефти, экспортируемой Казахстаном, добыча нефти в республике продолжила рост, который по итогам 1 квартала составил 8.6% г/г. Согласно уточненному прогнозу Министерства энергетики РК¹, добыча нефти в стране в 2022 г. не изменится и составит почти 86 млн т. Предыдущий прогноз ведомства предполагал увеличение нефтедобычи до почти 88 млн т. При этом Министерство не исключает, что при использовании дополнительных путей экспорта нефти вполне возможно вернуться к первоначальному прогнозу добычи в 87.5 млн т. (+2% г/г) в текущем году.

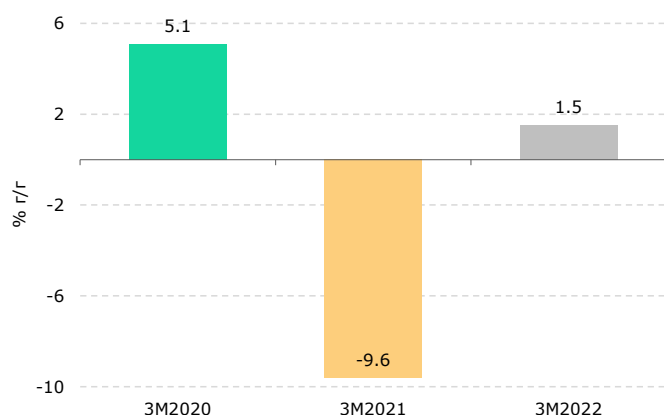
Слабый рост инвестиций на 1.5% г/г

В конце 2021 г. инвестиции в основной капитал вернулись в положительную зону роста после спада, наблюдавшегося со второго квартала 2020 г. Однако пока темпы роста далеки от докризисных, так в 1 квартале текущего года рост инвестиций сложился на уровне всего 1.5% г/г, а их объем составил Т2.3 трлн (Т2.1 трлн 1кв2021 г.).

Рост инвестиций по-прежнему происходит за счет собственных средств малых предприятий, которые в 1кв2021 г. увеличили инвестиции в основной капитал на 14.3% г/г до Т1.1 трлн. Инвестиции же крупных предприятий составили Т1 трлн (-1% г/г), а средних – сократились на 43.4% г/г до Т124 млрд. Негативный эффект на рост инвестиций оказали январские события, повышение НБК базовой ставки с 10.25% в январе до 13.50% в марте, а также слабая динамика кредитования экономики банками из-за высокой геополитической напряженности и роста девальвационных ожиданий населения и бизнеса. Впрочем, 1 квартал года не является показательным, а ситуация может улучшиться в последующем, особенно, если учесть высокие цены на сырье и стимулирующую бюджетную политику.

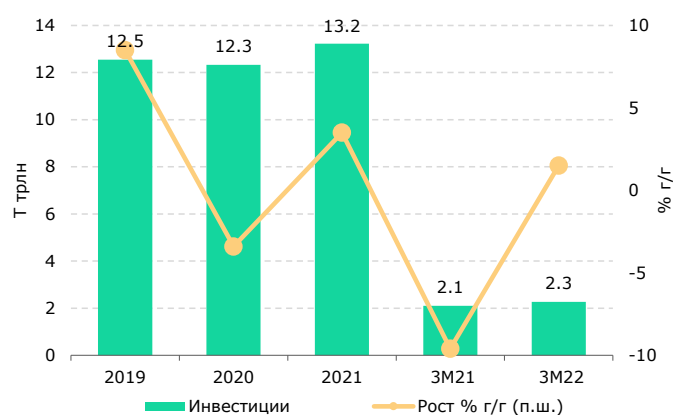
Темпы роста инвестиций в основной капитал в добывающей отрасли в 1кв2022 г. увеличились на 3% г/г до Т0.8 трлн. Инвестиции в обрабатывающую промышленность продемонстрировали спад на 36.2% г/г после высокого роста на 135.6% г/г годом ранее. Наряду с этим наблюдается существенное сокращение инвестиций в телекоммуникационном секторе (-57.5% г/г) и в сельском хозяйстве (-7.3% г/г). Позитивная динамика роста инвестиций отмечалась в строительстве (+120.2% г/г), в торговле (+31.9% г/г) и в сфере транспорта (+27.2% г/г).

Рис. 5. Волатильность инвестиций в основной капитал в 1кв



Источник: БНС

Рис. 6. Инвестиции – от спада к росту



Источник: БНС

Несмотря на рост уровня зарплат, розничная торговля сокращается

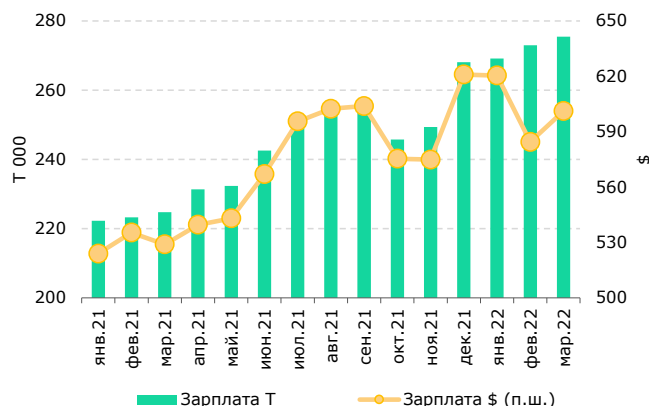
На фоне ускорения роста потребительских цен в последние три года, размер минимальной заработной платы с января текущего года был увеличен на 41% с Т42.5 тыс. до Т60 тыс. Данная мера, по оценке госорганов, напрямую коснется более 1 млн человек и будет иметь позитивный эффект на доходы населения. Между тем, средний размер заработной платы в 1кв2022 г. повысился на 3.6% с начала года и на 23.7% г/г до Т285 тыс. (\$627). Повышение зарплатных плат в текущем году происходит под давлением, как со стороны самих работников и призывов государства по ее увеличению крупными компаниями, так и за счет наращивания бюджетных расходов. Так, в январе-марте текущего года расходы на выплату заработной платы из бюджета увеличились на 25% г/г.

¹ Прогноз социально-экономического развития на 2022-2026 гг. с уточнениями от 5 апреля 2022 г.

Январские волнения, ослабление тенге и ускорившийся рост цен негативным образом отразились на обороте розничной торговли, которая в январе-марте уменьшилась на 3.3% г/г несмотря на месячный рост оборота внутренней торговли второй месяц подряд в марте. При этом, положительная динамика оборота розничной торговли наблюдается практически во всех регионах, за исключением г. Алматы (-16.4% г/г) и Актюбинской области (-10% г/г). В 6 регионах страны рост торговли пока находится ниже отметки в 1% г/г. Снижение внутреннего потребления домохозяйств отмечается прежде всего за счет оборота продовольственных товаров, объем продажи которых сократился на 10.3% г/г, в то время как по непродовольственным товарам увеличение зафиксировано всего на уровне 0.5% г/г.

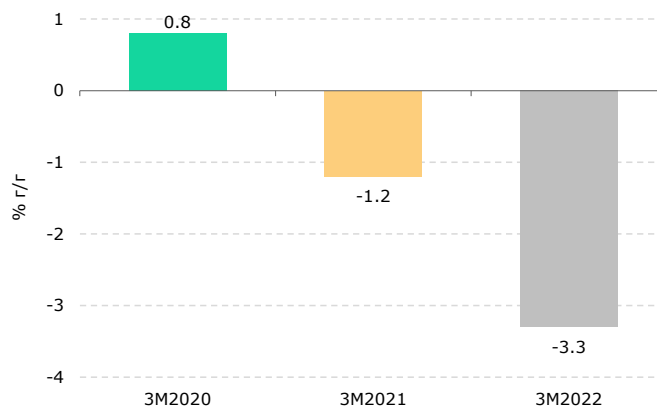
Поступательное увеличение объема розничных продаж в феврале и марте в сравнении с январем текущего года указывает на временный характер сокращения внутренней торговли в начале года. По итогам прошлого года розничная торговля преодолела спад «пандемического» 2020 г. и имеет потенциал для дальнейшего роста потребительской активности на фоне растущих зарплат и роста экономики. Однако рост базовой ставки и как следствие рост привлекательности депозитов будут сдерживать домохозяйства от полного отхода от сберегательной модели поведения.

Рис. 7. Динамика заработной платы



Источник: БНС

Рис. 8. Оборót розничной торговли



Источник: БНС

Инфляция достигла двузначного значения

Темпы потребительской инфляции в марте резко ускорились до 3.7% м/м – максимальное значение с ноября 2015 г. (+0.8% м/м в феврале). В годовом выражении по итогам марта рост потребительской инфляции составил 12.0% г/г (+8.7% г/г в феврале). Индекс потребительских цен в годовом выражении демонстрирует восходящую динамику уже третий месяц подряд.

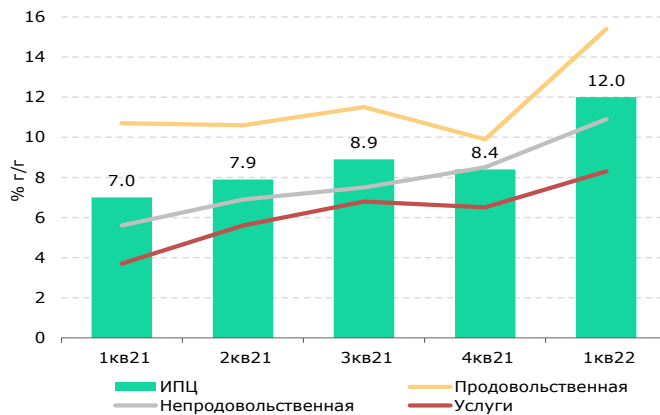
Динамика годового роста цен ускорилась по всем компонентам потребительской инфляции – продовольственные товары подорожали на 15.4% г/г (+10.0% г/г в феврале), непродовольственные – на 10.9% г/г (+8.6% г/г в феврале), а платные услуги – на 8.3% г/г (+7.1% г/г в феврале).

Ускорению роста цен в 1кв2022 г. способствовали как внешние, так и внутренние факторы. Среди них были и повышение нефтяных котировок на 63% г/г до среднеквартальной цены в почти \$100 за баррель и рост стоимости продуктов питания на мировом рынке на 33.6% г/г² до максимального значения с 1990 г. При этом только за март индекс цен на продовольствие FAO повысился относительно февраля на 17.1% по злаковым, на 23.2% по растительному маслу, на 6.7% по сахару, на 4.8% по мясу и на 2.8% по молочным продуктам. Таким образом, конфликт на Украине стал новым мощным триггером роста продовольственных цен во всем мире. Кроме того, страны-производители сельхозпродукции повсеместно вводят экспортные ограничения, либо приостанавливают вывоз продовольствия, опасаясь возможного дефицита на внутреннем рынке.

Динамика глобальной инфляции продолжает демонстрировать восходящий тренд и, согласно данным информационного агентства Блумберг, ускорилась с 5.7% г/г в декабре 2021 г. до 7% г/г в марте. В РФ инфляция в марте достигла 16.7% г/г, ускорившись с 8.4% в декабре 2021 г. Напомним, что доля импорта из РФ в Казахстан составляет 40% в общем товарном импорте страны, что способствует импорту инфляции из РФ в Казахстан.

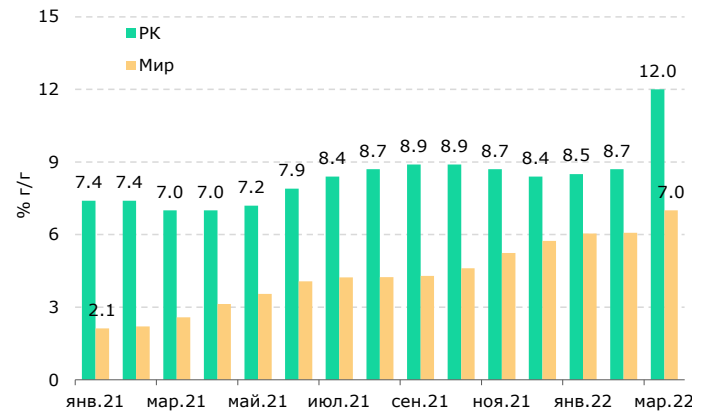
² индекс цен на продовольствие FAO - Всемирной продовольственной организации

Рис. 9. Потребительская инфляция, РК



Источник: БНС

Рис. 10. Инфляция в РК и мире



Источник: БНС, Блумберг

Бюджетный импульс в Казахстане сохранится и в текущем году за счет роста расходов бюджета на 18%. При этом, учитывая ожидаемое замедление экономического роста до 2.1%³ в текущем году, влияние роста госрасходов на экономику будет носить больше поддерживающий нежели стимулирующий характер, а с учетом роста базовой ставки НБК эффект от самого импульса на потребительские цены будет ограниченным.

Однако мы полагаем, что наблюдаемая инфляция — это структурная инфляция (инфляция издержек производства), а не монетарная инфляция (инфляция спроса). Поэтому повышение базовой ставки не будет оказывать на ее динамику существенного влияния, а только приведет к нарушению инвестиционного цикла, который после кризисных явлений 2020-2021 гг. только сейчас начал постепенно восстанавливаться. Повышение базовой ставки в условиях прогнозируемого Правительством замедления темпов роста ВВП до 2.1% будет способствовать дальнейшему сокращению кредитования экономики коммерческими банками. Так, отношение банковских кредитов к ВВП сократилось с 34.8% в 2010 г. до 22.5% в 2021 г. Денежный мультипликатор за этот же период сократился с 3.3% в 2010 г. до 2.7% в 2021 г. Исходя из этого, мы ожидаем расширения кредитования экономики именно через бюджетную эмиссию. Финансирование этой эмиссии будет происходить за счет выпуска внешних и внутренних обязательств, но уже по более высоким ставкам, что в свою очередь приведет к росту стоимости обслуживания государственного долга, которая в структуре расходов бюджета уже выросла до 5.7% (Т1 трлн). Несогласованность политики Министерства финансов РК и НБК не только искажает рыночные механизмы кредитования экономики и ведет к сокращению роли банковского сектора республики, но и снижает устойчивость бюджетной конструкции через наращивание долга и роста зависимости от средств НФ.

Процентная политика – НБК нацелен на ужесточение

В течение 1кв2022 г. НБК проводил жесткую денежно-кредитную политику. На фоне ускоряющейся внешней и внутренней инфляции комитет по ДКП поднял базовую ставку с 9.75% до 10.25% в январе и до 13.50% в феврале, сохранив ее в марте на прежнем уровне. В конце апреля текущего года НБК принял решение повысить базовую ставку еще на 50bp до 14%, при этом коридор по управлению ликвидностью остался симметричным и составил +/-1%. Ужесточению ДКП способствовал рост инфляции с 8.5% в январе до 12.0% в марте, а также не заякоренные инфляционные ожидания, которые в горизонте 12 месяцев составили 11.4% при прогнозе по инфляции на уровне 8-10%⁴. Увеличению ставки способствовал рост ВВП на уровне 4.4% в 1кв2022 г., сопровождающийся ростом цен на всю номенклатуру казахстанского экспорта. Кроме того, наблюдалось расширение потребления домохозяйств за счет потребительского кредитования и роста реальных доходов населения. Существенное проинфляционное давление, по мнению НБК, будет оказывать фискальная политика за счет расширения расходов бюджета на 23.6% г/г в 2022 г. и сохранение размера гарантированного трансферта на уровне 4.6 трлн. Влияние обозначенных проинфляционных факторов сохранится в течение текущего года, что будет служить поводом для дальнейшего ужесточения денежно-кредитных условий.

Ужесточение глобальными центробанками денежно-кредитных условий на фоне высоких темпов инфляции (особенно продовольственной), геополитической неопределенности в отношении РФ, а также при сохранении высокой волатильности валютных курсов из-за санкций в связи с вооруженным конфликтом, денежно-

³ Прогноз социально-экономического развития на 2022-2026 гг. с уточнениями от 5 апреля 2022 г.

⁴ Согласно прогнозам правительства на 2022 г.

кредитные условия в Казахстане будут постепенно ужесточаться, однако ужесточение будет носить краткосрочный характер.

Рисунок 11. Ставки денежного рынка на конец периода

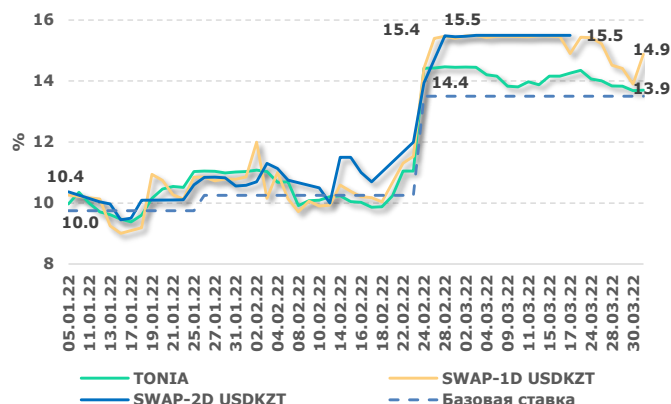
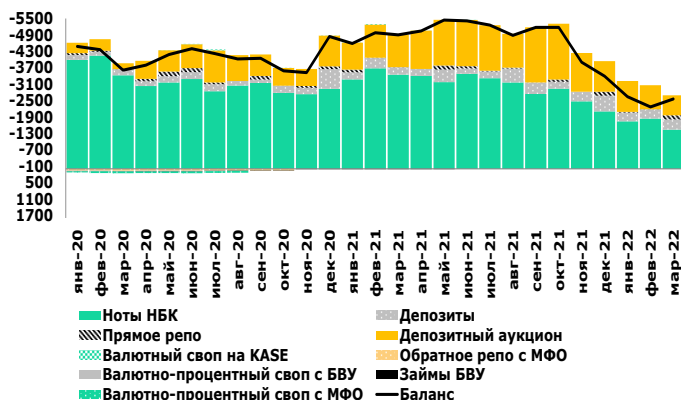


Рисунок 12. Изъятие избыточной ликвидности



Источник: НБК, Halyk Finance

Источник: НБК, Halyk Finance

Ставка по операциям автоматического РЕПО (TONIA) на конец марта 2022 г. сложилась на уровне 13.7% (10.56% в конце декабря 2021 г.) при среднем значении в 11.8% (9.6% во 4кв2021 г.). Объем сделок по автоматическому РЕПО в 1кв2022 г. сократился на 3.1% кв/кв (+86.8% г/г) и составил Т37 896 млрд., при этом среднее значение дневных сделок за период составило Т676.7 млрд. (Т620.7 млрд. в 4кв2021 г.). Максимальный дневной объем сделок по операциям автоматического РЕПО пришелся на конец января 2022 г. и составил Т1 026 млрд. (Т1 357 млрд в конце декабря 2021 г.). Сокращение транзакций на денежном рынке сопровождалось в 1кв2022 г. сокращением денежного предложения (MS) на 1.9% с начала года. Напомним, в 2020 г. и 2021 г. денежное предложение в республике выросло на 16.9% г/г и 20.8% г/г соответственно. Корреляция между рыночной ставкой и объемом сделок на денежном рынке сократилась с 85% в 4кв2021 г. до 17.5% в 1кв2022 г. (24.5% в 1кв2021 г.).

Объем сделок по однодневным свопам по паре USDKZT в 1кв2022 г. увеличился на 31.8% кв/кв до Т4 043.5 млрд. На конец 1кв2022 г. ставка по однодневным свопам по паре сложилась на уровне 14.9% (9.5% на конец 4кв2021 г.) при среднем значении ставки в 12.4% (9.4% в 4кв2021 г.). Объем сделок по двухдневным свопам по паре USDKZT в 1кв2022 г. сократился на 58.8% кв/кв до Т347.9 млрд. На конец 1кв2022 г. ставка по двухдневным свопам USDKZT сложилась на уровне 15.5% (10.24% в конце 4кв2021 г.) при среднеквартальном значении в 11.9% (9.5% во 4кв2021 г.). Спрос на более короткие свопы отражал сильную волатильность курса по паре USDKZT в конце февраля и марта 2022 г.

В 1кв2022 г. ставка денежного рынка формировалась ближе к середине коридора (10.35% среднее значение) по управлению ликвидностью почти до конца февраля 2022 г. После февральского повышения базовой ставки до 13.50% ставка денежного рынка формировалась у верхней границы коридора (14.1% среднее значение). Существенное сокращение коэффициента корреляции между ставкой и объемами сделок на денежном рынке указывает на определенный временной лаг в адаптации денежного рынка к изменению денежно-кредитных условий и к монетарному шоку в стране. Рынок валютных свопов демонстрировал рост объемов и стоимости денег как в качестве реакции на рост базовой ставки, так и на резкое обесценение национальной валюты.

Валютный курс – вынужденное ослабление

По состоянию на конец марта курс национальной валюты ослаб на 6.1% с начала года до 458.2 тенге за доллар США (ослаб на 8.0% г/г) при этом среднее значение курса составило 455.11 тенге за доллар США за 1кв2022 г. В моменте курс национальной валюты достигал значений 512.2 тенге за американский доллар. Волатильность валютного курса во много была обусловлена как внутренними, так и внешними геополитическими факторами. Экономические факторы, наоборот, благоприятствовали укреплению тенге. Так, котировка нефти марки Brent увеличилась на 38.7% с начала года и составила \$107.9 за баррель. В моменте котировки достигали \$128 за баррель, а среднее значение за 1кв2022 г. составило \$97.6 за баррель (\$78.5 за баррель в 4кв2021 г.). Объем валютнообменных операций НБК для НФ в 1кв2022 г. сократился на 14.2% кв/кв до \$2.1 млрд. Однако общий объем предложения валюты на валютном рынке с учетом валютных интервенций в 1кв2022 г. увеличился на 22.7% кв/кв и составил \$3.6 млрд. На валютном рынке в сегменте биржевых торгов по паре USDKZT в 1кв2022 г. наблюдалось сокращение валютнообменных операций на 18.4% кв/кв до \$8.7 млрд (+23.5% г/г). Объем покупки долларов США в обменных пунктах в 1кв2022 г. сократился на 48.8% кв/кв до

Т441.5 млрд (\$970 млн). Наибольшее снижение курса наблюдалось в марте на 67.2% м/м до Т64.9 млрд (\$149 млн).

Ослаблению курса казахстанского тенге в 1кв2022 г. способствовал выход нерезидентов из ГЦБ РК. Так, объем ГЦБ, находящихся в номинальном владении нерезидентами, сократился на 28.7% до минимального за 16 месяцев значения в Т424 млрд, сопоставимого с Т430 млрд в январе 2021 г.

На фоне роста геополитической напряженности и оттока капитала из РФ и Европы наблюдалось укрепление доллара США к валютной корзине ведущих мировых валют. Индекс DXY в начале текущего года находился в интервале 95.7-96.2пп и сохранялся на этом уровне вплоть до 24 февраля. С момента начала военной операции РФ индекс стал динамично расти, достигая значений в 99.3пп и по состоянию на конец марта составил 98.3пп. В последних числах апреля индекс уверенно преодолел отметку в 100пп и составил 103.8пп. В условиях роста напряженности из-за конфронтации на Украине рост индекса DXY обусловлен ростом транзакционного спроса на доллары США как относительно стабильного платежного средства, а также ростом интереса к американским активам.

Волатильность курса тенге в конце апреля и марта текущего года была в полной мере обусловлена разбалансировкой курса российского рубля по паре с долларом и Евро в связи с обширным пакетом санкций. По состоянию на конец марта российский рубль ослаб на 13.2% с начала года и составил 84.1 рубля за доллар США. В моменте стоимость российской валюты на валютной площадке Московской биржи (МОЕХ) достигала 120.4 рублей за доллар, однако по мере расширения зеркальных санкций в отношении недружественных стран РФ курс стал расти и по состоянию на конец апреля валюта укрепилась на 2.7% с начала года до 72.3 рубля за доллар США.

При этом паритет между казахстанским тенге и российским рублем по мере ослабления рубля к доллару США снижался с 5.8 тенге за рубль в начале года до 3.98 тенге за рубль, а по состоянию на конец марта, когда рубль укрепился, составил 5.49 тенге за рубль. По состоянию на конец апреля паритет сместился к отметке в 6.1 тенге.

Рисунок 13. Изменение котировок USDKZT vs Brent

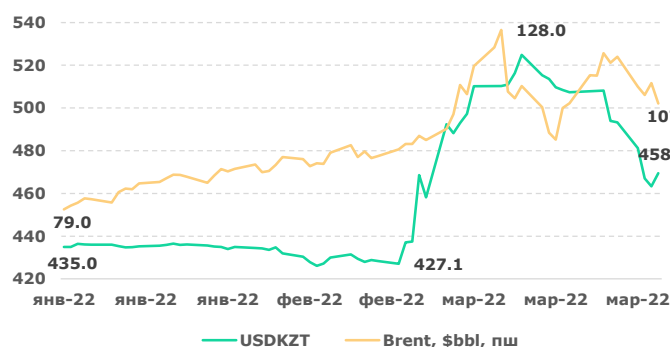
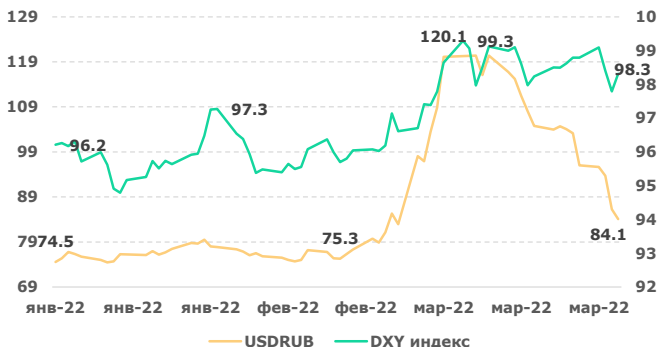


Рисунок 14. Изменение USDRUB и индекса USD



Источник: Bloomberg, НБК, Halyk Finance

Источник: Bloomberg, ЦБР, Halyk Finance

Курс по паре USDKZT в 2022 г. будет формироваться исходя из курса Национального банка по российскому рублю (паритет будет выдерживаться на уровне 5.5-6.5 тенге за рубль). Индекс DXY будет формироваться на уровне 98-101пп, что будет оказывать ослабляющее воздействие на курс тенге. Стоимость нефти на уровне \$98 за баррель в среднем за год (консенсус прогноз Bloomberg на 2022 г.) будет способствовать притоку иностранной валюты и поддерживать тенге от ослабления. Риски полного эмбарго российских энергоносителей остаются, но кажутся нам неправдоподобными в текущем году. Таким образом, исходя из прогнозируемой макроэкономической и геополитической картины развития событий, мы полагаем, что курс национальной валюты сложится на уровне 460 тенге за доллар США к концу текущего года.

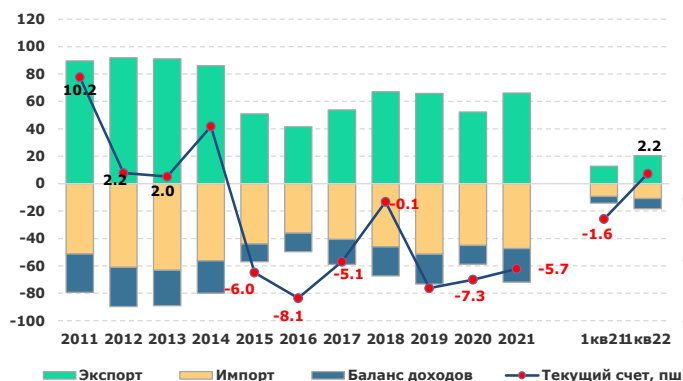
Платежный баланс сложился с профицитом

Текущий счет республики Казахстан в 1кв2022 г. сложился с профицитом в \$2.2 млрд (дефицит \$1.6 млрд в 1кв2021 г.). Профицит торгового баланса в республике Казахстан в 1кв2021 г. сложился на уровне \$9.9 млрд за счет опережающего роста экспорта на 66.4% г/г до \$19.1 млрд над импортом, рост которого составил 17% г/г до \$9.1 млрд.

Рост стоимости энергоносителей в 2021 г. (увеличение экспорта на \$9 млрд за счет изменения цены) и промышленных металлов (увеличение экспорта на порядка \$3.7 млрд) на международных площадках (83.5% структуры экспорта в 2021 г.) привел к опережающему росту экспорта (26.9% г/г до \$60.3 млрд) над импортом

(5.8% г/г до \$41.2 млрд). Это способствовало расширению профицита торгового счета в 2021 г. в 2 раза до \$20.7 млрд. Эта тенденция продолжилась и в 1кв2022 г., когда средняя цена на нефть марки Brent достигла \$97.9 за баррель, а профицит торгового счета увеличился в 2.7 раза.

Рис. 15. Профицит текущего счета, \$млрд



Источник: НБК, Halyk Finance

Рис. 16. Отток по финансовому счету, \$млрд



Источник: НБК, Halyk Finance

Расширение объема доходов, полученных нерезидентами от прямых инвестиций, в 1кв2022 г. с \$4.5 млрд до \$7.0 млрд, привело к углублению дефицита счета первичных доходов с \$4.9 млрд в 1кв2021 г. до \$7.4 млрд в 1кв2022 г. Дефицит по балансу услуг в 1кв2022 г. сложился на уровне \$369 млн, что немногим больше дефицита в \$321 млн 1 квартала прошлого года. Дефицит баланса вторичных доходов в 1кв2022 г. сложился на уровне \$28.4 млн и совпал с размером дефицита в 1кв2021 г.

Таким образом, рост цен на основную номенклатуру казахстанского экспорта в 2021 г., продолжившийся в 1кв2022 г., благотворно сказался на номинальной стоимости сырьевого экспорта страны. Постепенное восстановление мировой экономики способствовало росту инвестиционной активности и как следствие росту репатриации доходов по прямым инвестициям нерезидентов, что сказалось на углублении дефицита по счету первичных доходов и оказало сдерживающее влияние на дальнейшее расширение профицита текущего счета.

Финансовый счет (без учета резервных активов НБК)

По финансовому счету в 1кв2022 г. наблюдался отток капитала в размере \$1.1 млрд по сравнению с притоком в \$301 млн в 1кв2021 г. Оттоку капитала по финансовому счету в 1кв2022 г. способствовало сокращение притока капитала по счету портфельных инвестиций с \$2.5 млрд до \$80 млн, а также за счет расширения оттока краткосрочных потоков капитала с \$3.3 млрд до \$5.7 млрд. По счету прямых инвестиций наоборот наблюдалось расширение притока с 181.4 млн (отток) до \$3.0 млрд. Среднесрочные и долгосрочные инвестиции в Казахстан расширились с \$1.3 млрд в 1кв2021 г. до \$1.6 млрд в 1кв2022 г. По статье ошибок и пропусков наблюдается приток в размере \$1.7 млрд по сравнению с оттоком в размере \$1.3 млрд.

Международные резервы РК сокращаются

Консолидированные международные резервы на конец первого квартала 2022 г., по данным НБК, составили \$85.9 млрд. Резервы сократились на 4.3% кв/кв (-5.3% г/г) за счет сокращения номинального объема валовых ЗВР НБК на 3.6% кв/кв до \$33.1 млрд (-1.1% г/г), а также за счет сокращения объем активов Национального фонда на 4.7% кв/кв до \$52.7 млрд (-7.7% г/г).

В рамках резервов НБК наблюдается сокращение активов в СКВ на 4.4% кв/кв до \$10.4 млрд (-14.1% г/г). По данным МВФ за конец марта 2022 г. в структуре ЗВР наблюдается сокращение активов в ЦБ на 15.0% г/г до \$5.0 млрд (-2.4% кв/кв). Активы и депозиты в СКВ сократились на 45.0% г/г и составили \$2.9 млрд.

Активы НБК в золоте сократились на 3.3% с начала года до \$22.8 млрд, увеличившись за год на 6.2%. С начала года стоимость золота (XAU spot) выросла на 5.9% и по состоянию на конец марта достигла \$1 937 за тройскую унцию. С учетом динамики стоимости золота на международном рынке сокращение произошло за счет сокращения его физического объема. Доля активов в золоте на конец марта текущего года составила рекордные 68.7%, увеличившись с доли в 68.5% на начало года. Сокращению активов в СКВ и в золоте способствовали валютные интервенции в течение трех первых месяцев года. Нетто-продажи НБК за три месяца текущего года составили \$1.5 млрд, причем в марте нетто-продажи составили \$990.5 млн. Поскольку СКВ НБК сократились с начала года на \$1.2 млрд, то можно предположить, что НБК продавал монетарное золото для обеспечения себя ликвидностью, необходимой для интервенций. На это указывает и сокращение физического

объема ЗВР в золоте на 7.0% г/г (-8.5% кв/кв) до 11.84 млн тройских унций (368.3 тонны). Всего с ноября прошлого года НБК продал иностранную валюту в форме интервенций на валютном рынке страны на сумму почти в \$2 млрд.

Рисунок 17. Международные резервы НБК

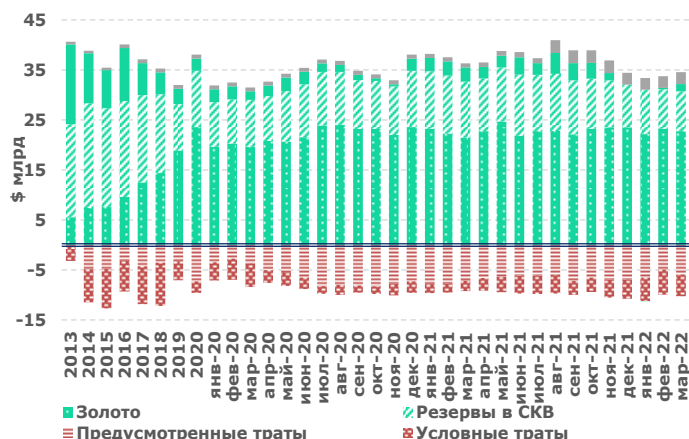
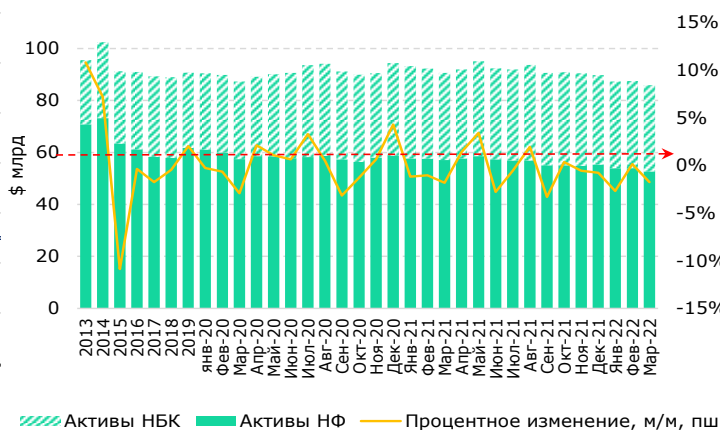


Рисунок 18. Консолидированные резервы Казахстана



Источник: МВФ, Halyk Finance

Источник: НБК, Halyk Finance

Поступления средств в НФ в январе-марте текущего года, по данным Министерства Финансов РК, увеличились в 4 раза до Т1.1 трлн (\$2.4 млрд) по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. Поступления прямых налогов от предприятий нефтяного сектора увеличились также в 4 раза до Т1.05 трлн (\$2.31 млрд). Существенный рост поступлений наблюдается по КПП (роста в 3.8 раза) и по налогу на добычу полезных ископаемых (в 6.5 раз). Доля РК по разделу продукции по заключенным контрактам возросла в 3 раза. В сумме доля этих статей в структуре поступлений составляет 87.5%. Среди доходной части фонда наблюдается возврат целевого трансферта из республиканского бюджета в размере Т30 млрд. За 1кв2022 г. расходы фонда сократились на 3.9% г/г и составили Т1.04 трлн или \$2.3 млрд. Размер гарантированного трансферта, перечисленного в бюджет в 1кв2022 г., увеличился на 22.8% г/г и составил Т985 млрд (\$2.16 млрд). Размер целевого трансферта сократился на 81.6% г/г и составил 50.7 млрд (\$111 млн). За 1кв2022 г. сальдо поступлений в Фонд сложилось положительным и составило Т53.3 млрд (\$117 млн).

Напомним, что согласно уточненному бюджету⁵ на 2022 г. размер гарантированного трансферта в бюджет составит Т4 030 млрд, при этом целевой трансферт – Т550 млрд. Таким образом, совокупный трансферт в доходную часть бюджета страны составит Т4 580 млрд (\$10 млрд), что немногим выше совокупного размера трансферта 2021 г. в размере Т4 500 млрд.

⁵ Согласно уточненному Прогнозу социально-экономического развития РК на 2022-2026 гг.

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

Департамент продаж**E-mail**

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

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance