
19 мая 2023 г.

В 1кв2023 г. экономика Казахстана продемонстрировала уверенный рост на уровне 4.9% г/г (максимальные темпы роста за последние 11 лет) за счет хорошей динамики в несырьевом секторе. Высокие темпы роста казахстанской экономики сложились несмотря на сохранение жестких денежно-кредитных условий в республике (базовая ставка оставалась на уровне 16.75%), а также на фоне геополитической напряженности в мире. С учетом сохранения внешних и внутренних про-инфляционных рисков НБК высказал необходимость сохранения базовой ставки на сложившемся уровне в течение 1П2023 г. Коррекция цен на энергоносители на глобальном рынке и сокращение физических объемов поставок нефти привели к уменьшению профицита торгового баланса в 1кв2023 г. на 58.3% г/г из-за сокращения объемов экспорта на 14.4% г/г и роста импорта на 41.4% г/г. Такая динамика по торговому счету на фоне сокращения дефицита по другим крупным статьям текущего счета привела к формированию отрицательного сальдо на уровне \$1.6 млрд. Консолидированные международные резервы республики за 1кв2023 г. увеличились на 4.2% с начала года и составили \$94.6 млрд. Рост резервов страны произошел как за счет увеличения активов НФ (+4.8% кв/кв), так и резервов НБК (+3.2% кв/кв). Курс национальной валюты в периоде укрепился на 3.2% кв/кв до 448 тенге за доллар США.

Макроэкономическая картина в республике в 2023 г., согласно нашим прогнозам, сложится следующим образом: темпы роста ВВП составят 4% г/г на фоне замедления темпов инфляции до 12.0% г/г, а валютный курс сложится на уровне 475 тенге за 1 доллар США по состоянию на конец текущего года.

Расширение деловой активности в несырьевом секторе экономики на фоне реализации про-циклической бюджетной политики обеспечат рост ВВП РК в 2023 г. на уровне 4%. Мы пересмотрели прогноз по росту ВВП Казахстана в сторону повышения вследствие существенного ускорения динамики экономики в 1 квартале текущего года, а также в связи с дополнительным увеличением бюджетных расходов примерно на Т2 трлн. Эти бюджетные средства начнут поступать в экономику со второго квартала. В 1кв2023 г. сфера услуг выступала основным драйвером экономического роста за счет двузначной динамики в секторе телекоммуникаций и в строительстве, товарооборота внутренней торговли, а также из-за существенного повышения инвестиционной активности в республике. Мы ожидаем, что высокие темпы в этих секторах сохранятся и будут способствовать росту экономики страны на уровне 4% в 2023 г. Факторами роста также будут выступать увеличение нефтедобычи в стране, восстановление потребительского спроса на фоне замедления темпов инфляции и возросшей инвестиционной активности. Наш прогноз по стоимости нефти в текущем году составляет 80 долларов за баррель, что для экономики республики пока еще является достаточно комфортным уровнем. В 1кв2023 г. бюджетные расходы увеличились на 29.7% г/г, продемонстрировав самый высокий темп роста с 2020 г. Ожидаемый рост расходов государственного бюджета в 2023 г. на 27% г/г окажет про-циклическую поддержку экономике страны. Увеличение заработной платы наряду с расширением потребительского кредитования способствовали росту потребления домохозяйств в 1кв2023 г. Прогнозируемое смягчение денежно-кредитных условий в стране будет оказывать поддержку этому процессу в течение текущего года. Влияние санкций Запада в отношении РФ оказывает как позитивное влияние на казахстанскую экономику (релокация бизнеса и кадров, приток капитала), так и негативное (сворачивание деятельности российских банков в РК, нарушение цепочек поставок, волатильность обменного курса и т.п.). На фоне ожидаемого ужесточения санкций в отношении РФ это влияние на экономику Казахстана сохранится.

Смягчение денежно-кредитных условий на фоне замедления темпов инфляции. В 1кв2023 г. НБК не менял денежно-кредитные условия в стране, сохраняя базовую ставку на уровне 16.75%. Кроме того, было сделано заявление, что целесообразно сохранить ставку на существующем уровне до конца 1П2023 г. для того, чтобы создать условия для ее замедления в среднесрочной перспективе. На фоне замедления темпов потребительской инфляции до 12% к концу текущего года, НБК начнет постепенно снижать базовую ставку и к концу года, по нашему мнению, доведет ее до уровня в 15%. Мы пересмотрели наш прогноз по инфляции с 11.5% г/г до 12% из-за увеличения расходов бюджета по сравнению с предыдущим прогнозом, наряду с планом госорганов по повышению тарифов на коммунальные услуги и цен на энергоносители. Реализация этих планов создаст про-инфляционное давление на экономику со стороны совокупного предложения (рост издержек производства), а расширение бюджетного импульса наряду с ожидаемым ростом потребления домохозяйств будут создавать условия для более сдержанного замедления темпов потребительской инфляции. Мы не ожидаем импорта инфляции через внешнеторговые каналы, т.к. темпы инфляции в странах торговых партнеров заметно ниже, чем в РК. Мы также не ожидаем серьезного ухудшения геополитической ситуации в мире, а значит цены на продовольственные и непродовольственные импортные товары сохранятся на уровнях, близких к текущим.

Валютный курс – отражает существующую макроэкономическую динамику. В 1кв2023 г. наблюдалось укрепление курса национальной валюты из-за большой налоговой недели и валютнообменных операций квази-государственных компаний и НБК для НФ. Валютнообменные операции НБК для НФ продолжают оказывать поддержку курсу национальной валюты в течение текущего года. Напомним, что размер трансфертов (гарантированного и целевого) в этом году составит 4 трлн тенге (4.6 трлн тенге в 2022 г.). Ослабление курса доллара США на глобальном рынке и сохраняющийся относительно комфортный уровень цен на углеводороды и металлы оказали положительное влияние на курс тенге. Динамика роста объемов импорта в 1кв2023 г. (+41.4% г/г) на фоне сокращения экспорта (-14.4% г/г из-за сокращения физических объемов поставок нефти на 8.4% г/г) сдерживала курс тенге от дальнейшего укрепления. В течение года на курс тенге будет оказывать давление дальнейшее расширение объемов импорта, спрос на который будет расти как со стороны корпоративного сектора, так и домохозяйств. Одним из факторов, который действительно окажет давление на обменный курс тенге к основным резервным валютам станет хоть и замедляющаяся, но все же сохраняющаяся двузначная инфляция в стране на уровне в 12%. С учетом складывающейся внутренней и внешней макродинамики курс национальной валюты к концу текущего года составит 475 тенге по сравнению с нашим предыдущим прогнозом в 480 тенге за доллар США.

Основные макроэкономические показатели	2021	2022	Базовый		Пессимистичный		Оптимистичный	
			2023	2024	2023	2024	2023	2024
Цена на нефть, Brent, сред., USD/барр.	70.4	99.8	80.0	80.0	60.0	60.0	100.0	100.0
Реальный ВВП, % за год	4.3	3.3	4.0	4.5	2.5	3.0	4.5	4.8
Обменный курс USDKZT, на конец периода	431.7	462.7	475.0	495.0	510.0	525.0	460.0	480.0
Обменный курс USDKZT, сред за год	426.0	460.5	463.0	490.0	490.0	522.0	456.0	473.0
ИПЦ, на конец периода, % г/г	8.4	20.3	12.0	7.5	16.0	10.0	9.5	6.5
Базовая ставка, % на конец периода	9.75	16.75	15.0	10.0	16.8	13.0	13.0	9.0
Баланс госбюджета, % ВВП	-3.0	-2.1	-2.7	-2.7	-3.1	-3.1	-2.5	-2.4
Текущий счёт, % ВВП	-1.3	3.8	1.0	0.9	-0.5	-1.1	1.4	1.1

Ускорение роста экономики в 1кв2023 г.

Рост ВВП Казахстана в 1кв2023 г. ускорился до 4.9% г/г с 4.6% г/г в 1кв2022 г. и сложился на максимальном уровне с 1кв2012 г. (+5.7% г/г). При этом динамика роста казахстанской экономики также выглядела заметно лучше последних трех кварталов 2022 г., когда рост в среднем не превышал 3.3%. По данным Министерства национальной экономики РК, рост ВВП в январе составил 5.6% г/г, чему способствовала низкая база января прошлого года (+1.4% г/г) из-за январских событий. В январе-феврале экономический рост несколько замедлился и сложился на уровне 4.3% г/г.

Ускорение динамики роста экономики преимущественно обеспечила сфера услуг, продемонстрировавшая рост в 5.1% г/г по сравнению с 3.1% г/г в 1кв2022 г. В реальном секторе, наоборот, было отмечено замедление до 4.3% г/г с 5.9% г/г в аналогичном периоде.

В нефтяном секторе республики, в котором наблюдалось снижение объемов добычи нефти в прошлом году, ситуация стабилизировалась, однако объемы производства нефти практически не изменились (+0.7% г/г). Причем к действовавшему ранее ограничению добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+ в мае добавилось новое (-1.2 млн б/д). Оно может сказаться на небольшом уменьшении годовых объемов нефтедобычи в республике. В то же время, даже с учетом этого ограничения, добыча нефти в РК может достичь 92.6 млн т¹, что будет существенно выше объемов 2022 г. в 84.1 млн т.

Укрепление национальной валюты в 1кв2023 г. положительно отразилось на совокупном внутреннем потреблении, где наблюдался двузначный рост как объемов инвестиций, так и товарооборота внутренней торговли за счет роста потребления домохозяйств.

Активная поддержка экономики за счет расширения бюджетных расходов продолжилась и в текущем году с увеличением затрат на экономику. Расходы госбюджета были пересмотрены в сторону увеличения примерно на T2 трлн и их поступление в экономику ожидается уже во втором квартале текущего года. Параллельно с повышением доходов бюджетников был увеличен размер минимальной заработной платы с T60 тыс до T70 тыс. В целом же за два года ее увеличение составило почти 65%. Данная мера затронула существенную часть занятого населения республики и отчасти нивелировала эрозию их доходов из-за нарастающего инфляционного давления (+18.1%-21.3% г/г).

Рис. 1. ВВП РК и цены на нефть

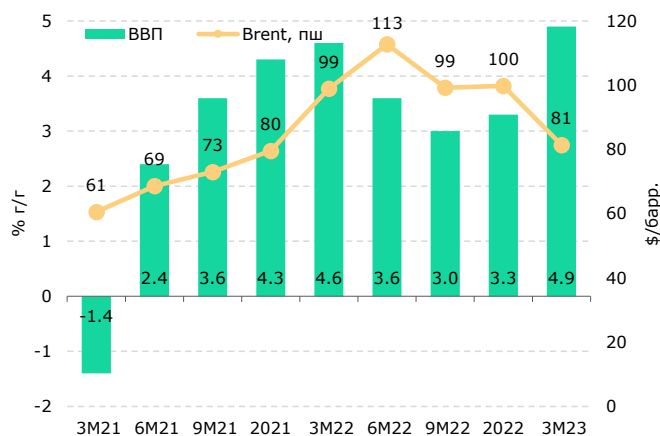
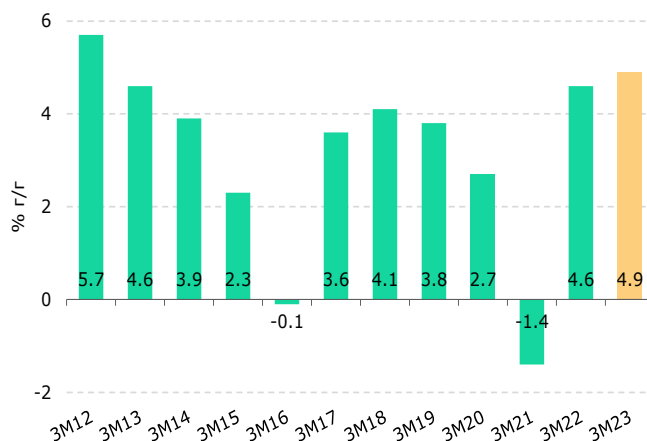


Рис. 2. Динамика ВВП РК (2012-2023 гг.)



Источник: БНС, * ВВП кумулятивно

Источник: БНС

В апреле на фоне зарождающихся кризисных явлений в банковской системе США и сохраняющейся на высоком уровне потребительской инфляции (6.0% по сравнению с целевым показателем в 2%), по ожиданиям МВФ, рост ВВП США замедлится с 2.1% г/г в 2022 г. до 1.6% г/г. ФРС США неоднократно пересматривала рост экономики США с прошлого года в сторону понижения и согласно мартовскому прогнозу он составит 0.6% г/г. МВФ также ухудшил прогноз роста мировой экономики на 2023 г. до 2.8% г/г с 3.4% г/г 2022 г. При этом многие кризисные явления, оказывавшие негативное влияние в прошлом году (военный конфликт на Украине, высокие темпы инфляции и сохранение жестких денежно-кредитных условий), сохраняют свое влияние на глобальную экономику и в текущем. Хотя глобальная инфляция и замедлится с 8.7% в 2022 г. до 7%, денежно кредитные условия, по мнению Фонда, еще будут оставаться жесткими более продолжительное время.

¹ по прогнозным данным Министерства энергетики РК

Оживление в большинстве отраслей экономики

1кв2023 г. прервал тенденцию к замедлению роста секторов экономики, наметившуюся во втором квартале 2022 г. Отдельные отрасли демонстрировали двузначный рост преимущественно за счет расширения совокупного внутреннего спроса.

В 1кв2023 г. темпы роста промышленного производства ускорились до 2.8% г/г после того, как по итогам 2022 г. был зафиксирован рост всего на 1.1% г/г. Безусловно это все еще невысокое значение по сравнению с динамикой выпуска промышленности в 5.8% г/г в 1кв2022 г. Тем не менее есть основания ожидать дальнейшего ускорения показателя роста промпроизводства на фоне устойчивого внешнего спроса и оживления экономики Казахстана.

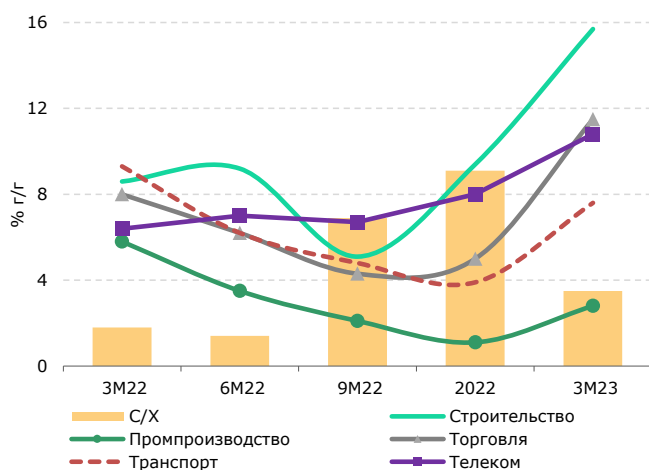
Горнодобывающий сектор, завершивший 2022 г. с сокращением на 1% г/г, в январе-марте 2023 г. продемонстрировал рост объемов производства на 0.2% г/г. Объемы добычи нефти увеличились на 0.7% г/г, а добыча газа на 1.2% г/г. При этом наблюдалось снижение добычи угля (-13.7% г/г) и металлических руд (-0.6% г/г). Уровень нефтедобычи в первом квартале был неустойчивым. Так, если в январе объемы производства нефти сложились на уровне 8 млн т., то в феврале они упали до 7.1 млн т. и частично восстановились в марте до 7.8 млн т. Эти изменения в объеме производства нефти мы больше связываем с влиянием сезонных факторов, присущих началу года.

На рынке углеводородов в 1кв2023 г. произошла коррекция, в результате чего стоимость нефти подешевела примерно на 8% в квартальном и на 18% в годовом выражении, составив \$81.4 за баррель марки Brent (данные ВБ). Новость о сокращении добычи нефти странами участниками ОПЕК+ смогла поднять котировки до \$85 за баррель марки Brent совсем ненадолго, после чего они вновь «откатились» к прежним уровням. Несмотря на эту рыночную ситуацию в текущем моменте, фундаментально конъюнктура мирового рынка углеводородов должна, как минимум, сохраниться на текущих уровнях, а как максимум, цены имеют шанс даже увеличиться во 2П2023 г.

Поводом для оптимизма служит по-прежнему сохраняющийся недостаток предложения нефти, в том числе из-за действий стран ОПЕК+, а также восстанавливающийся спрос на углеводороды, прежде всего, со стороны Китая (второго по величине потребителя нефти в мире), экономика которого начала быстро расти после снятия анти-ковидных ограничений.

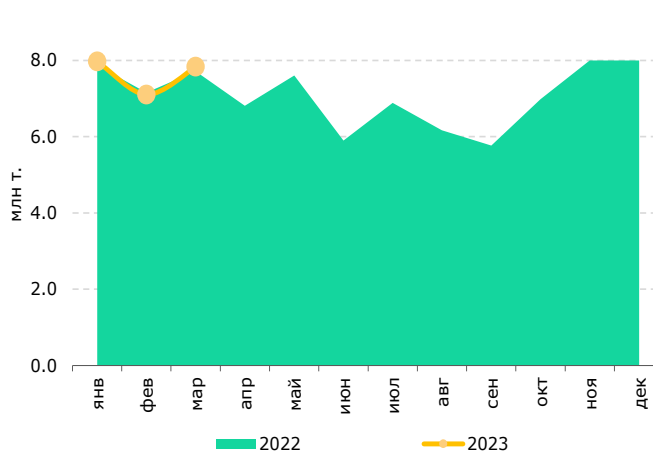
Рост в обрабатывающей промышленности составил 5.4% г/г (+3.4% г/г в 2022 г.), где заметный вклад обеспечили машиностроение (+35.3% г/г), автомобилестроение (+39.3% г/г), производство электрического оборудования (+60.1% г/г), продуктов питания (+8.1% г/г), напитков (+12.5% г/г), фармацевтических продуктов (+8.1% г/г), а также легкая промышленность (+37.8% г/г). Кроме того, свыше 6% в годовом выражении продемонстрировал рост сектор коммунальных услуг.

Рис. 3. Динамика выпуска по отраслям



Источник: БНС

Рис. 4. Динамика нефтедобычи



Источник: БНС

Темпы роста строительной отрасли продолжили ускорение, начавшееся в конце 2022 г. и в 1кв2023 г. достигли роста в 15.7% г/г (максимальный показатель с 2006 г.). Основными драйверами роста в отрасли было строительство нежилых зданий (+21.1% г/г) и сооружений (+18.1% г/г). В свою очередь, объемы строительства жилой недвижимости увеличились только на 4% г/г после 13.7% г/г в 2022 г.

Помимо сектора строительства ускорение темпов роста отмечалось в сфере внутренней торговли (оптовой и розничной), где динамика сложилась на уровне 12.1% г/г в розничной (максимальное значение с 2013 г.) и 11.1% г/г в оптовой торговле. В секторе телекоммуникаций также отмечались двузначные темпы роста на уровне 10.8% г/г. В сфере транспорта динамика сложилась на уровне 7.6% г/г, что было лучше показателя роста в 3.9% г/г в 2022 г. Рост в отрасли в основном обеспечила перевозка пассажиров, которая увеличилась на 16.2% г/г, при этом перевозка воздушным транспортом увеличилась сразу на 39.5% г/г. В сельском хозяйстве темп роста выпуска составил 3.5% г/г, что выше показателя в 1.8% г/г в 1 квартале прошлого года.

Квартальный рост внутреннего потребления

Как уже отмечалось ранее, жесткие денежно-кредитные условия в Казахстане и мире не стали преградой для увеличения инвестиционной активности в республике. Объемы инвестиций в основной капитал продемонстрировали рост на 7.9% г/г по итогам 2022 г., однако их рост на этом не остановился и достиг 16.1% г/г в 1кв2023 г. В номинальном выражении объем инвестиций составил Т2.7 трлн, увеличившись с Т2.3 трлн в 1кв2022 г.

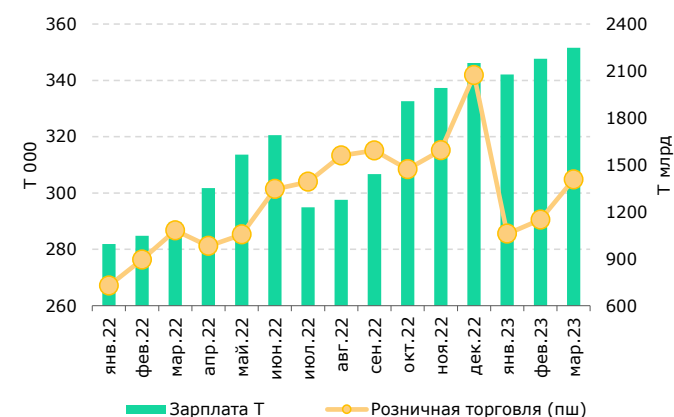
Ускорению темпов роста инвестиций способствовала их динамика в секторе добычи нефти, где их объем увеличился сразу на 22.2% г/г и составил Т791 млрд. Инвестиции в добычу металлических руд увеличились на 31% г/г, а на выработку угля их рост составил 146% г/г. Инвестиции в основной капитал в обрабатывающей промышленности сократились на 0.5% г/г по сравнению со спадом на 5.6% г/г в 2022 г. Несмотря на незначительную отрицательную динамику инвестиций, поступательное освоение инвестиций отмечено в химической промышленности (+26% г/г), в фармацевтике (+44.6% г/г), производстве резиновых и пластмассовых изделий (+242% г/г), а также в сфере производства продуктов нефтепереработки, где отмечен рост в 4 раза г/г.

В разрезе отраслей существенный рост инвестиций в основной капитал наблюдался в сфере телекоммуникаций (+59% г/г, Т24.3 млрд), торговле (+44.5% г/г, Т75.5 млрд), транспорте (+27.3% г/г, Т235.6 млрд), сельском хозяйстве (+26.9% г/г, Т141.8 млрд) и в операциях с недвижимым имуществом (+12.9% г/г, Т588 млрд).

Рис. 5. Инвестиции в основной капитал



Рис. 6. Динамика розничной торговли и заработной платы



Источник: БНС

Источник: БНС

Размер заработной платы в первом квартале текущего года увеличился на 19.3% г/г в номинальном выражении и составил Т340.6 тыс (\$749). Ускоренными темпами, выше среднего по республике, выросла заработная плата в строительстве (+34.5% г/г) и в сельском хозяйстве (+24.5% г/г). Более сдержанные темпы отмечены в промышленности (+21.7% г/г), в бюджетной сфере (+16.6% г/г), в сфере операций с недвижимым имуществом (+9.8% г/г) и предоставлении прочих видов услуг (+9.7% г/г). Таким образом, существенное повышение заработной платы, в том числе за счет бюджетной сферы оказывало стимулирующий эффект на покупательские настроения и потребление домохозяйств, которое сохранялось сдержанным в течение всего прошлого года (+2.1% г/г). Немаловажную роль в улучшении потребительских настроений в стране сыграло укрепление тенге к основным валютам, наряду с выплатой 10%-й премии государства по вкладам населения в тенге в марте.

Оборот розничной торговли в 1кв2023 г. увеличился сразу на 12.1% г/г после более сдержанного роста на 2.1% за 2022 г. В номинальном выражении объем розничных продаж вырос на 33.8% г/г и составил Т3.6 трлн по сравнению с Т2.7 трлн в 1кв2022 г. Реализация продуктов питания увеличилась на 17.9% г/г в номинальном выражении, а продажи непродовольственных товаров – на 41.3% г/г. В г. Астана розничные продажи увеличились на 7.5% г/г, тогда как в г. Алматы – на 26.3% г/г., а г. Шымкент лидировал по росту розничных продаж с показателем в 28.3% г/г. Существенный рост продаж сопровождался увеличением объема

потребительских займов на 9.1% с начала текущего года, в то время как объем депозитов населения расширился только на 0.5%. Это указывает на то, что домохозяйства переключаются со сберегательной на модель более активного потребительского поведения.

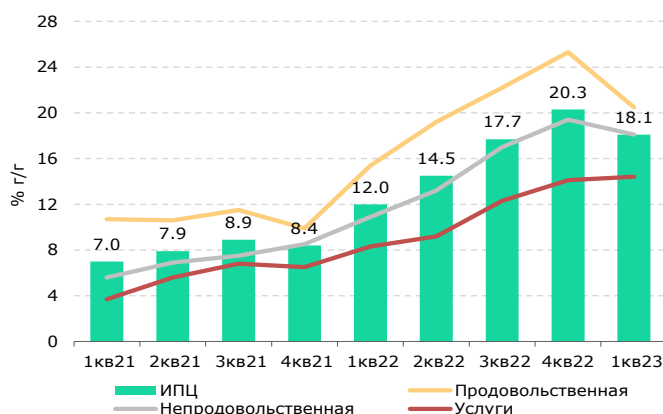
«Техническое» снижение инфляции за счет эффекта базы прошлого года

Темпы потребительской инфляции в марте текущего года замедлились до 0.9% м/м (+1.3% м/м в феврале). Более того, наблюдалась аналогичная динамика и в годовом выражении, когда темпы инфляции с 21.3% г/г в феврале замедлились до 18.1% г/г в марте. Индекс потребительских цен в годовом выражении демонстрирует «техническое» снижение, которое напрямую связано с базой прошлого года (+3.7% м/м, +12.0% г/г в марте 2022 г.), эффект которой будет сохраняться на протяжении всего года.

Динамика замедления роста цен наблюдалась по всем компонентам потребительской инфляции. Так, рост цен на продовольственные товары замедлился до 20.5% г/г (+26.2% г/г в феврале), на непродовольственные - до 18.1% г/г (+20.5% г/г в феврале), а по платным услугам замедление было менее выраженным и составило 14.4% г/г (+15.0% г/г в феврале). Более того, на темпы инфляции повлияло квартальное укрепление тенге к доллару США примерно на 3% кв/кв и российскому рублю на 16.5% кв/кв.

Несмотря на снижение показателей, темпы инфляции по-прежнему сохраняются на высоком уровне. Озабоченность высоким инфляционным давлением в стране побудила правительство разработать комплексный план по сдерживанию инфляции за счет мероприятий, предусматривающих увеличение объемов производства продукции, мер в области хранения и логистики товаров, розничной торговли, контроля ценообразования, антимонопольного и внешнеторгового регулирования. По нашему мнению, данные меры в очередной раз дублируют мероприятия, уже заложенные в госпрограммах и нацпроектах, которые реализуются в республике уже многие годы и вряд ли будут иметь эффект на ситуацию с ценами в стране.

Рис. 7. Потребительская инфляция в РК



Источник: БНС

Рис. 8. Инфляция по кварталам



Источник: БНС

Несмотря на государственное регулирование цен на потребительском рынке республики, правительству пришлось принять решение и увеличить предельные розничные цены на топливо. Решение было продиктовано необходимостью выравнивать стоимость нефтепродуктов между соседними странами, т.к. более дешёвое казахстанское топливо пользуется высоким спросом у водителей транзитного транспорта в приграничных областях. Кроме того, в рамках Стратегических направлений развития евразийской экономической интеграции до 2025 года страны-участники планируют сформировать все необходимые условия для функционирования единого рынка нефти и нефтепродуктов, что предусматривает приведение цен на энергоносители к единому уровню, чтобы не создавать дисбалансы на общем рынке. Движение в этом направлении будет продолжено и в будущем. Кроме того, президент Казахстана сделал заявление, что необходимо постепенно повысить тарифы на коммунальные услуги и приблизить их к рыночным, а средства направить на модернизацию коммунальной инфраструктуры. Проблемы прошлого года (нарушение системы теплоснабжения в городе Экибастузе, в Ридере и нарушение подачи холодной воды в г. Алматы) указывают на существенный износ коммунальной инфраструктуры и причиной этому является административное регулирование тарифов в этой сфере на протяжении долгих лет.

Реализация планов правительства по повышению цен на ГСМ и тарифы ЖКХ создаст про-инфляционное давление на экономику со стороны совокупного предложения (рост издержек производства), а расширение бюджетного импульса наряду с ожидаемым ростом потребления домохозяйств будут создавать условия для более сдержанного замедления темпов потребительской инфляции в республике.

Процентная политика – НБК взял паузу

В течение 1кв2023 г. НБК сохранял относительно жесткие денежно-кредитные условия. В декабре 2022 г. Комитет по ДКП НБК принял решение повысить базовую ставку с 16.00% до 16.75%. По результатам последнего в 2022 г. заседания Комитета было сделано официальное заявление о том, что НБК приблизился к завершению цикла ужесточения денежно-кредитных условий в стране и достигнутый уровень базовой ставки сохранится достаточно продолжительное время. Следуя сделанному заявлению, НБК сохранял денежно-кредитные условия в республике без изменения в течение всего 1кв2023 г.

Риторика регулятора на первых двух заседаниях комитета в начале текущего года была схожей и указывала на смещение баланса рисков в сторону про-инфляционного давления на экономику, роста инфляционных ожиданий на фоне относительно высокой экономической активности внутри страны, отмечала про-инфляционную стимулирующую бюджетную политику и нарастающие темпы инфляции (20.7%-21.3%). На апрельском заседании НБК подчеркнул, что в республике реализуются внутренние про-инфляционные факторы в форме роста инфляционных ожиданий (с 14.2% до 16.5%), увеличения государственных расходов и начала реализации реформ на рынке ГСМ и ЖКХ. Указывая на инфляционные процессы с учетом начатых реформ и общий про-инфляционный фон, НБК сделал заявление о целесообразности сохранения базовой ставки на уровне 16.75% в течение 1П2023 г. для того, чтобы создать условия для ее замедления в среднесрочной перспективе.

В 1кв2023 г. высокое про-инфляционное давление на экономику наблюдалось как со стороны совокупного предложения (рост ВВП составил 4.9% г/г), так и со стороны совокупного спроса. Так, расходы государственного бюджета в 1кв2023 г. выросли на 29.7% г/г. Внутреннее потребление домохозяйств также увеличилось, о чем свидетельствовал рост внутренней розничной торговли, индекс физического объема которой увеличился в 1кв2023 г. на 12.1% г/г. Рост инвестиций в основной капитал в 1кв2023 г. ускорился до 16.1% г/г. Наряду с ростом импорта (+41.1% г/г) и сокращением экспорта (-14.4% г/г) наблюдалась высокая динамика роста импортных цен (+14.2% г/г страны СНГ), инфляция которых через внешнеторговые каналы импортировалась в страну.

С учетом того, что с июля по ноябрь текущего года у НБК запланировано 4 встречи комитета по ДКП, снижение базовой ставки будет скорее всего равномерным и к концу 2023 г. она достигнет уровня в 15%. Мы полагаем, что реформы в сфере ГСМ и ЖКХ, а также рост расходов бюджета будут оказывать про-инфляционное давление на экономику и это будет сдерживать НБК от более значительного снижения размера базовой ставки в текущем году. Кроме того, поскольку экономика демонстрировала достаточно уверенный рост при ставке в 16.75%, регулятор будет менее расположен существенно смягчать денежно-кредитные условия, т.к. это может через кредитный канал создать дополнительное инфляционное давление.

Денежный рынок – разнонаправленная динамика

Ставка по операциям автоматического РЕПО (TONIA) на конец марта 2023 г. сложилась на уровне 17.1% (17.6% в конце декабря 2022 г.) при среднем значении в 16.2%. Объем сделок по автоматическому РЕПО в 1кв2023 г. увеличился на 3.5% кв/кв (-12.4% г/г) и составил Т33 213 млрд., при этом среднее значение дневных сделок за период составило Т562.9 млрд (Т509.2 млрд в 4кв2022 г.). Максимальный дневной объем сделок по операциям автоматического РЕПО пришелся на конец марта 2023 г. и составил Т863.8 млрд. (Т784.2 млрд в 1 декаде декабря 2022 г.).

Объем сделок по однодневным свопам по паре USDKZT в 1кв2023 г. сократился на 26.4% кв/кв до Т4 161.3 млрд. На конец 1кв2023 г. ставка по однодневным свопам сложилась на уровне 15.5% (18.6% на конец 4кв2022 г.) при среднем значении ставки в 15.9% (15.8% в 4кв2022 г.). Максимальный объем по однодневным свопам пришелся на начало января и составил Т146.3 млрд при среднеквартальном значении в Т73 млрд (среднеквартальное значение номинального объема сделок Т97.5 млрд в 4кв2022 г.).

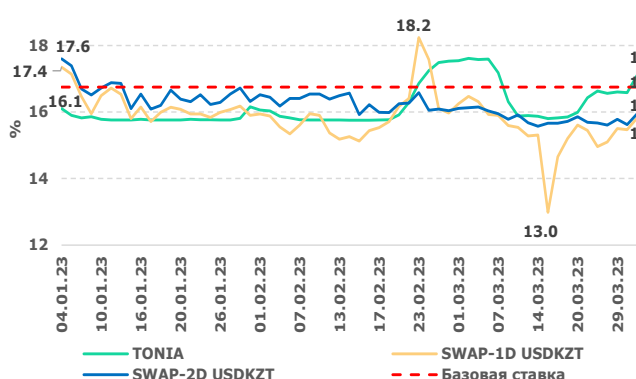
Объем сделок по двухдневным свопам по паре USDKZT в 1кв2023 г. увеличился в 3.4 раза кв/кв до Т7 719 млрд. На конец 1кв2023 г. ставка по двухдневным свопам USDKZT сложилась на уровне 15.8% (18.7% в конце 4кв2022 г.) при среднеквартальном значении в 16.3% (15.7% во 4кв2022 г.). Максимальный объем по двухдневным свопам пришелся на последние дни марта Т189.0 млрд при среднеквартальном значении в Т135.4 млрд (среднеквартальное значение объема сделок Т42.2 млрд в 4кв2022 г.).

В целом за 1кв2023 г. объем денежного рынка республики Казахстан увеличился на 16.9% г/г и составил Т63 780 млрд. Порядка 81.0% (91.4% в 1кв2022 г.) рынка или Т51 651 млрд пришлось на операции РЕПО.

Объем избыточной ликвидности в финансовой системе РК увеличился на 10.1% кв/кв (+60.5% г/г) и на конец марта составил Т4 127 млрд. В 1кв2023 г. наблюдалось увеличение объема изъятия ликвидности при помощи нот НБК (доля 63.8% по сравнению с 59.7% в 4кв2022 г.) на 17.7% кв/кв (+83.7% г/г) до Т2 632 млрд. При этом эффективная доходность по нотам НБК в обращении в марте 2023 г. сложилась на уровне 16.7% (18.1%

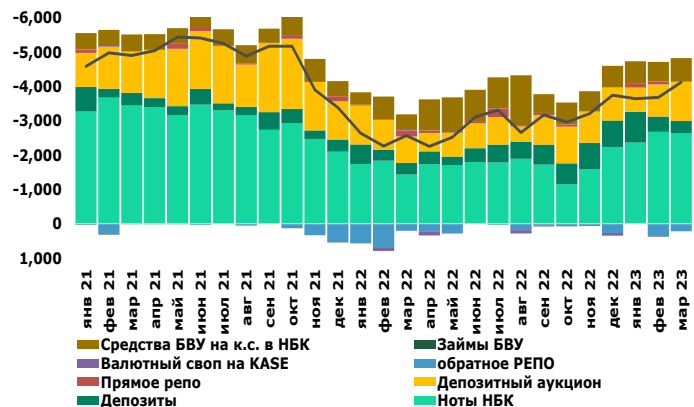
в декабре 2022 г. и 11.6% в марте 2022 г.). Эффективная ставка первичного размещения нот НБК в марте 2023 г. составила 16.73% при объеме размещения Т2 631.8 млрд по сравнению со ставкой в 16.72% и объемом первичного размещения в Т2 236.2 млрд в декабре 2022 г.

Рисунок 9. Ставки денежного рынка на конец периода



Источник: KASE, Halyk Finance

Рисунок 10. Изъятие избыточной ликвидности



Источник: НБК, Halyk Finance

Сокращение транзакций на денежном рынке сопровождалось в 1кв2023 г. сжатием денежного предложения (MS) на 1.1% с начала года (-3.8% в феврале). Наиболее существенное сокращение с начала года наблюдалось со стороны агрегата M1 (-8.4%) за счет сокращения переводимых депозитов небанковских юридических лиц в тенге (-11.1%) и переводимых депозитов населения (-9.9%).

В 1кв2023 г. ставка денежного рынка формировалась ближе к середине процентного коридора по управлению ликвидностью НБК, при этом ставка по валютным свопам находилась на уровне 16.1%. В течение 1кв2023 г. наблюдалась волатильность на денежном рынке со стороны валютных свопов из-за существенного укрепления национальной валюты на фоне налоговых выплат и продажи экспортной выручки квази-государственными компаниями.

Валютный курс – укрепление национальной валюты

По состоянию на конец марта текущего года курс национальной валюты укрепился на 3.2% с начала года до 448 тенге за доллар США² (укрепление на 2.2% г/г) при этом среднее значение курса составило 454.93 тенге за доллар США за 1кв2023 г. В моменте курс национальной валюты достигал значений 466.2 тенге за американский доллар. Укрепление национальной валюты в основном происходило в феврале за счет налоговой недели, когда в бюджет поступали налоговые платежи и продажа валютной выручки квази-государственных компаний (\$295 млн).

В 1кв2023 г. наблюдался рост валютнообменных операций НБК для НФ на 72.3% кв/кв (-26.6% г/г) до \$1 539 млн. В феврале объем этих операций увеличился в 2.6 раза и составил \$590 млн. Определенную поддержку курсу национальной валюты в периоде оказал приток иностранного капитала в ГЦБ. Так, например, в номинальное держание краткосрочных нот НБК нерезидентами увеличилось на 9.4% кв/кв и составило 109.4 млрд тенге.

На валютном рынке в сегменте биржевых торгов по паре USDKZT в 1кв2023 г. наблюдалось сокращение валютнообменных операций на 6.0% кв/кв до \$7 775 млн (-10.4% г/г). Минимальный объем валютнообменных операций на KASE пришелся на январь и составил \$2 601 млн. Объем покупки долларов США в обменных пунктах за 1кв2023 г. сократился на 12.7% г/г (-36.2% кв/кв) до Т385.5 млрд (\$847.4 млн при среднем курсе 454.9 тенге за доллар США).

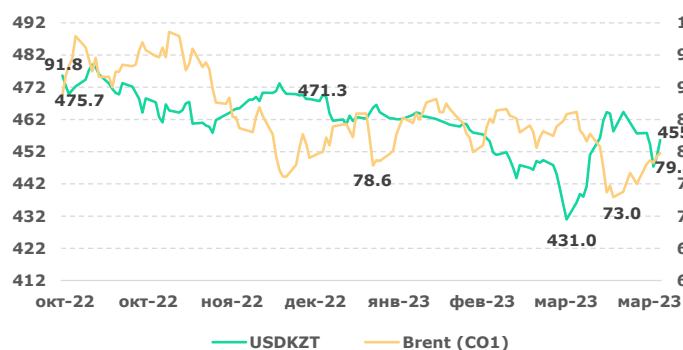
Изменение стоимости нефти на глобальных рынках со среднеквартального значения в \$88.6 в 4кв2022 г. до \$81.4 за баррель марки Brent в 1кв2023 г. (в моменте стоимость нефти опускалась до \$72.9) сказалось на размере товарной экспортной выручки, которая сократилась на 14.4% г/г при одновременном росте импорта на 41.4% г/г. Рост спроса на иностранную валюту в рамках импортных операций оказал сдерживающее влияние на укрепление национальной валюты в периоде. Умеренный отток капитала из страны по финансовому счету в размере \$680 млн также сдерживал дальнейшее укрепление национальной валюты РК.

Движение по паре USDRUB в 1кв2023 г. во многом определялось эмбарго на покупку основных экспортных товаров РФ. Так, нефтегазовые доходы федерального бюджета РФ в 1кв2023 г. снизились на 45% до 1.6 трлн

² По данным НБК

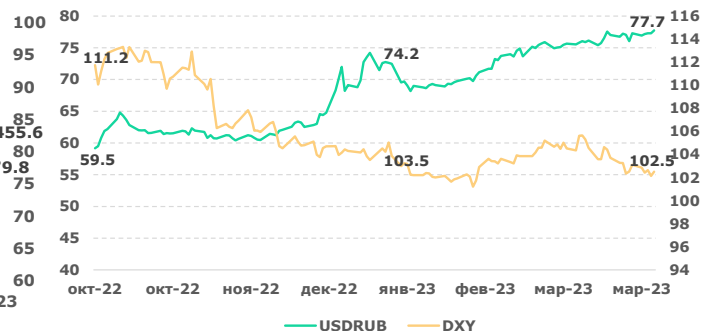
рублей. Профицит текущего счета в 1 кв 2023 г. сократился в 3.8 раза г/г до \$18.6 млрд за счет сокращения профицита торгового баланса в 2.9 раза до \$29 млрд, при чем сокращение произошло как за счет уменьшения объемов экспорта (-35% г/г), так и импорта (-19% г/г). По финансовому счету наблюдался отток в размере \$21.4 млрд. Такая макроэкономика оказала давление на курс российской валюты, которая ослабла по состоянию на конец 1 кв 2023 г. на 9.6% кв/кв до 77.1 рублей за доллар. Ослабление российской валюты к американскому доллару сказалось на укреплении курса по паре RUBKZT на 9.5% кв/кв до 5.82 тенге за рубль по состоянию на конец периода.

Рисунок 11. Динамика котировок USDKZT vs Brent



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Рисунок 12. Котировки USDRUB и индекс DXY



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Мы полагаем, что поддержку курсу национальной валюты в текущем году будет оказывать стоимость нефти на уровне в \$80 за баррель марки Brent на фоне ожидаемого расширения объемов добычи нефти (прогноз Министерства Энергетики РК на уровне 90.5 млн. тонн в 2023 г.). Тем не менее спрос на импорт со стороны бизнеса и домохозяйств будет негативно сказываться на курсе казахстанского тенге. Сохранение двухзначных темпов инфляции (12% г/г) будет оказывать основное давление на курс национальной валюты к основным резервным валютам. Поддержку курсу тенге окажут валютнообменные операции НБК для НФ. Напомним, что размер трансфертов (гарантированного и целевого) в этом году составит 4.0 трлн тенге (4.6 трлн в 2022 г.). Сохранение жестких денежно-кредитных условий в США (ключевая ставка ФРС сохранится на уровне 5.10%) позволит нерезидентам РК получать безрисковую доходность на уровне 3.41% (10-летние ГЦБ США) и 3.71% (2-летние ГЦБ США)³. Кроме того, угроза вторичных санкций из-за реэкспорта в РФ через территорию РК импортных товаров может негативно сказаться в части притока портфельных инвесторов в страну. Мы не исключаем сохранения умеренного притока иностранного капитала по этому каналу, однако его влияние на формирование курса тенге будет носить ограниченный характер.

Принимая во внимание прогнозируемую макроэкономическую и геополитическую динамику, мы полагаем, что курс казахстанского тенге сложится на уровне 475 тенге за доллар США к концу текущего года.

Текущий счет сложился с дефицитом

Текущий счет⁴ республики Казахстан в 1 кв 2023 г. сложился с дефицитом в \$1.6 млрд (профицит \$4.8 млрд в 1 кв 2022 г.). Профицит торгового счета в республике Казахстан в периоде сложился на уровне \$5.1 млрд (-58.3% г/г) за счет опережающего роста импорта (+41.4% г/г до \$13.7 млрд) над экспортом, номинальный размер которого сократился на 14.4% г/г до \$18.8 млрд. Формированию дефицита по текущему счету способствовало сокращение профицита именно по торговому счету, т.к. по счету первичных доходов наблюдалось сокращение размера дефицита на 12.5% г/г до \$6.0 млрд, а по счету услуг дефицит сократился на 0.1% г/г до \$433.3 млн. Существенное углубление дефицита наблюдалось по счету вторичных доходов (в 2 раза г/г), однако в абсолютных величинах отрицательное сальдо составило \$252 млн.

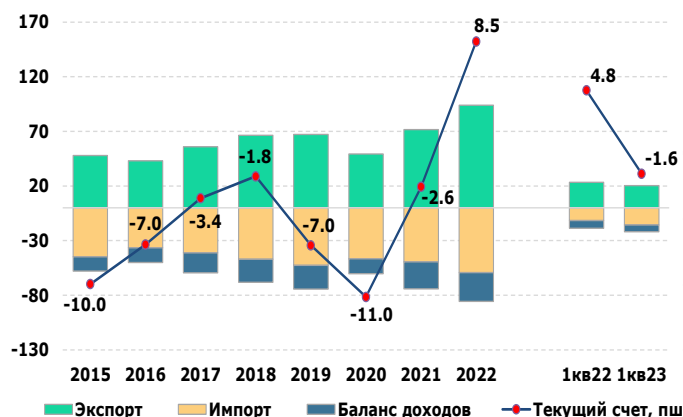
Сокращению объемов казахстанского экспорта (-14.4% г/г) способствовало снижение среднеквартальной стоимости нефти на 8% кв/кв до \$81.4 за баррель марки Brent при одновременном уменьшении объема экспорта нефти в физическом выражении (-8.4% г/г). Напомним, что в 1 кв 2023 г. наблюдалась временная остановка транспортировки нефти по КТК, а также сокращение объема производства нефти на месторождении Тенгиз из-за временного вывода одной из шести технологических линий.

³ Консенсус-прогноз Bloomberg

⁴ предварительная оценка НБК

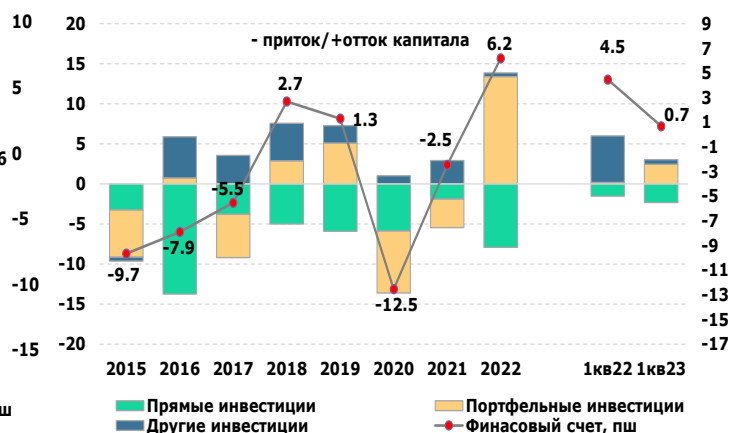
Сокращение дефицита по счету первичных доходов произошло не только за счет уменьшения сальдо нетто доходов по прямым инвестициям на 7.5% г/г до \$6.0 млрд, но и за счет увеличения вознаграждения по резервам и активам НФ РК на 69.0% г/г до \$428 млн.

Рис. 13. Дефицит текущего счета, \$млрд



Источник: НБК, Halyk Finance

Рис. 14. Сокращение оттока по финансовому счету, \$млрд



Источник: НБК, Halyk Finance

Финансовый счет (без учета резервных активов НБК)

По финансовому счету наблюдалось сокращение оттока капитала с \$4.5 млрд в 1кв2022 г. до \$680 млн в 1кв2023 г. Сокращению оттока капитала по финансовому счету способствовало расширение притока по прямым инвестициям на 53.9% г/г до \$2.3 млрд на фоне увеличения оттока по портфельным инвестициям в 12.9 раз до \$2.5 млрд и сокращения прочих краткосрочных потоков капитала в 6.4 раза до \$1.2 млрд. Сокращению оттока капитала по финансовому счету в разбивке по секторам способствовало снижение приобретения финансовых активов Правительством и НБК на 66.1% г/г до \$491 млн при одновременном сокращении приобретения финансовых активов банками на 31.9% г/г до \$859 млн. При этом в других секторах экономики наблюдалось увеличение принятия обязательств резидентами до \$471 млн (приобретение активов в размере \$3.7 млрд в 1кв2022 г.).

Международные резервы РК увеличились

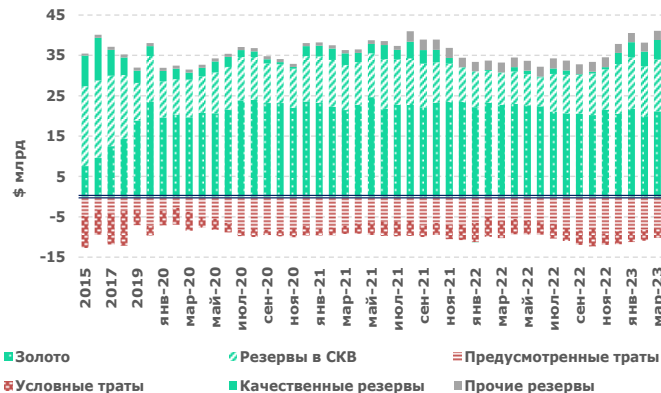
Консолидированные международные резервы на конец 1кв2023 г. увеличились с начала года на 4.2% (+9.9% г/г) и составили \$94.6 млрд. Рост резервов произошел как за счет увеличения активов НФ на 4.8% (+10.3% г/г) до \$58.4 млрд, так и за счет резервов НБК, которые с начала года возросли на 3.2% (+9.3% г/г) до \$36.2 млрд.

Динамика роста резервов НБК с начала года сложилась положительной по всем активам, однако в годовом выражении номинальная стоимость авуаров в золоте сократилась на 7.2% (+3.1% с начала года) до \$21.1 млрд. Сокращению авуаров в золоте способствовало прежде всего уменьшение его физического объема на 5.6% с начала года (-9.8% г/г) до 10.7 млн тройских унций (332.8 т.), т.к. в номинальном выражении его стоимость в среднем за квартал увеличилась на 10.1% до \$1,892 (XAU spot) за тройскую унцию. Доля золота в структуре ЗВР НБК по состоянию на конец 1кв2023 г. сократилась с начала года с 58.4% до 58.3% (57.8% в феврале) и представляет собой одно из трех минимальных значений, сложившихся с мая 2019 г.

Существенную динамику роста в 1кв2023 г. продемонстрировали активы в СКВ и депозиты, объем которых увеличился на 3.9% с начала года (+61.6% г/г) до \$12.8 млрд. Доля активов в СКВ, по данным НБК, увеличилась с 41.6% с начала года до 41.7% в марте (42.2% в феврале) и примерно соответствует доле СКВ в мае 2019 г. (44.9%), когда собственно и началось динамичное наращивание НБК активов в золоте. Согласно данным МФВ, НБК наращивал свои активы в СКВ в других национальных банках, в МФВ и БМР и увеличил их с начала года на 19.2% (+46.9% г/г) до \$3.5 млрд.

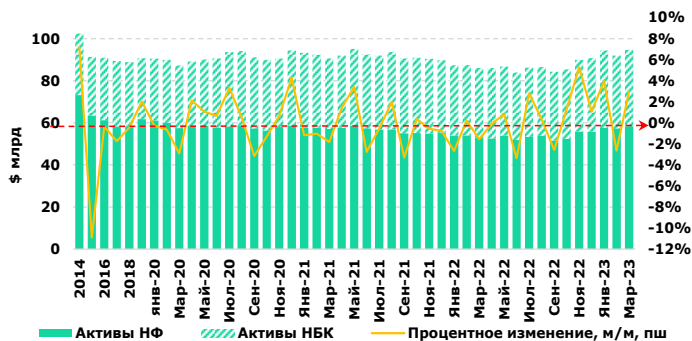
Мы полагаем, что ребалансировка ЗВР НБК из золота в наиболее ликвидную их форму (СКВ) была отчасти обусловлена динамикой цен на золото на глобальных рынках, которые пришли в движение в ноябре 2022 г. с \$1,628 до \$1,993 за тройскую унцию в марте 2023 г. Начиная с ноября 2022 г. авуары в золоте в физической форме начали сокращаться с 12.23 млн до 10.68 млн тройских унций. Мы не исключаем, что НБК мог воспользоваться благоприятной рыночной конъюнктурой для пополнения своих активов в СКВ.

Рисунок 15. Международные резервы НБК



Источник: МВФ, Halyk Finance

Рисунок 16. Консолидированные резервы Казахстана



Источник: НБК, Halyk Finance

В структуре активов НБК в марте 2023 г. наблюдается сокращение авуаров в ценных бумагах на 2.1% с начала года (+54.3% г/г) до \$7.8 млрд. Наблюдаемая годовая динамика роста активов в ценных бумагах была вероятно обусловлена тем, что рост доходности по ГЦБ на фоне ужесточения ДКП ФРС США представлял возможность получения инвестиционного дохода. Мы не исключаем, что в этих условиях НБК также мог перевести свои активы в золоте в ГЦБ для получения лучшей доходности по своим активам.

© 2023 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».

© 2023, 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

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance