

16 февраля 2021 г.

Ближе к концу 2020 года ситуация в казахстанской экономике начала выправляться и в 4 квартале ВВП продемонстрировал минимальное за год сокращение на уровне 2.1% г/г. При этом показатели в таких отраслях как строительство, телекоммуникации и сельское хозяйство превзошли докризисные значения. В целом за 2020 год ВВП Казахстана сократился на 2.6% г/г, а экономика впервые за два последних десятилетия оказалась в рецессии. Возросшие вливания государства (пакет антикризисных мер в размере около 9% от ВВП) привели к еще большему усилению его роли в экономике, параллельно повысив инфляционное давление, на фоне чего инфляция достигла максимума с 2017 года в 7.5% г/г. Курс национальной валюты на фоне благоприятных внешних и внутренних факторов укрепился в 4 квартале на 2.0% кв/кв до 420.71 тенге за доллар США (-10.4% г/г). По итогам 2021 года мы прогнозируем повышение ВВП на 3%, ожидаем инфляцию на уровне 6.5% г/г и курс национальной валюты на уровне 430 тг/\$.

Улучшение макроэкономической ситуации в заключительном квартале кризисного года. В 4 квартале 2020 года ситуация в экономике стала меняться в лучшую сторону благодаря повышению мировых цен на нефть, ослаблению карантинных мер, двузначному росту номинальных зарплат и адаптации бизнеса к ограничениям. В результате, в 4-ом квартале ВВП сократился всего на 2.1% г/г в сравнении с падением на 4.4% г/г в третьем квартале, а сокращение экономики в целом по итогам года составило 2.6%. На фоне внешней неблагоприятной ситуации, объем инвестиций в добывающей отрасли сократился на 26%, в результате чего общий объем инвестиций в экономике снизился впервые за почти 10 лет. Добыча нефти в прошлом году уменьшилась на 5% – до четырехлетнего минимума, в результате чего промышленное производство снизилось на 0.7% после трех лет непрерывного подъема. Выше докризисных уровней были показатели в строительстве (+11.2% г/г), сфере телекоммуникаций (+8.6% г/г), торговле продуктами питания (+7% г/г) и сельском хозяйстве (+5.6% г/г). Наиболее существенный спад был зафиксирован в транспортной отрасли (-17.2% г/г) за счет значительного сокращения объема пассажирских перевозок.

Масштабные меры по поддержке экономики стимулировали рост цен. По расчетам госорганов, в 2020 г. на фоне экономического спада госбюджет не досчитался доходов, без учета трансферта НФ, на сумму Т2.4 трлн (~3.5% от ВВП). В свою очередь, поддержка экономики привела к росту затрат госбюджета примерно на 25%, как следствие дефицит госбюджета резко вырос до 3.5% от ВВП и повлек за собой рост госдолга до 29% от ВВП (<24% от ВВП в 2019г.). Несмотря на кризис, в прошлом году произошел значительный рост номинальных зарплат, что в основном связано с повышением оплаты труда бюджетников, зарплаты которых выросли за год почти на 15%. Масштабные вливания смягчили негативное влияние санитарных ограничений, но привели к росту цен на потребительские товары и услуги, а также к увеличению стоимости жилья.

Всплеск инфляции до уровня 7.5% г/г. Прошлый год был насыщен поводами для роста инфляционного давления – ослабление национальной валюты, увеличенные госрасходы (24% от ВВП против 20% от ВВП в 2019г.), повышение регулируемых тарифов (+3.5% против -2.7% в 2019г.) и ажиотаж на рынке продовольствия. В совокупности эти факторы перевесили влияние подавленного спроса населения. К концу года инфляционное давление резко возросло, а темп роста цен в 4 квартале был самым высоким за год и достиг 2.6%, опередив довольно высокий показатель 1 квартала (2.3%). Годовая инфляция заметно превысила показатели последних лет.

Процентная политика – восстановление прежних условий. В декабре регулятор сохранил базовую ставку на уровне 9%, уменьшив при этом коридор управления ликвидностью с +/-1.5% до +/-1%. На своем январском заседании НБК оставил денежно-кредитные условия без изменения. Таким образом, основные параметры базовой ставки вышли на докризисный уровень, при котором инфляция находилась на уровне 5.3-5.4%. На тот момент регулятор определял денежно-кредитные условия как нейтральные. Сейчас, когда инфляция формируется на уровне 7.4-7.5%, а ставка соответствует докризисному уровню, такие денежно-кредитные условия можно охарактеризовать как стимулирующие. Мы полагаем, что в 2021 г. решения по базовой ставке регулятор будет принимать не только ориентируясь на сложившийся уровень инфляции и инфляционные ожидания, но и на необходимость дополнительной поддержки выходящей из кризиса экономики в условиях затухания фискального импульса 2020 г. Это может обеспечить условия для понижения ключевой ставки.

Валютный курс – в поисках нового равновесия. В кризисных условиях 2020 г. беспрецедентные меры властей помогли удержать курс национальной валюты от еще большего падения. За год национальная валюта ослабла на 10.4% до 420.71 тенге за доллар, продемонстрировав укрепление в 4кв2020 г. на 2.0%. Поддержку курсу национальной валюты в 4 квартале оказал рост котировок нефти на 26.5% до \$51.8 за баррель и приток иностранного капитала в ГЦБ РК на сумму Т209 млрд. Валютообменные операции НБК для НФ в течение всего 4 квартала в размере 1.5 млрд также способствовали укреплению тенге. Намечившиеся в конце года факторы будут позитивно влиять на курс национальной валюты и в текущем году, однако умеренная внешнеторговая динамика и более слабый курс российского рубля будут оказывать сдерживающий эффект.

Годовое сокращение дефицита текущего счета. Улучшение внешнеэкономических условий способствовало сокращению дефицита текущего счета с \$5.2 млрд в 3кв2020 г. до \$1.7 млрд в 4кв2020 г. Дефицит текущего счета за 2020 г. сократился на 18.1% г/г до \$5.9 млрд за счет сокращения дефицита по счету первичных доходов (-31.7% г/г) и дефицита по счету услуг (-15.4%), а также благодаря заметному росту профицита по счету вторичных доходов (+97.2% г/г). Отток капитала по текущему счету был компенсирован притоком капитала по финансовому счету, особенно в 3кв2020 г. (\$4.2 млрд.) и 4кв2020 г. (\$5.3 млрд). Положительный приток капитала особенно по счету прямых инвестиций в размере \$6.2 млрд (+13.8% г/г) и по счёту портфельных инвестиций в размере \$7.5 млрд (оборот капитала по линии Правительства и Национального банка составил \$8.6 млрд.) способствовали общему притоку капитала по финансовому счету в размере \$14.5 млрд за год. В рамках всего платежного баланса по результатам 2020 г. наблюдался существенный рост по статье ошибки и пропуски до -\$9.6 млрд (+\$1.1 млрд за 2019 г.) в связи с ростом неучтенного оттока капитала из страны по финансовому счету, а также в связи с изменениями в методологии учета внешнеэкономических операций.

Рост международных резервов за счет ЗВР НБК. Консолидированные международные резервы за 2020 год увеличились на \$3.6 млрд и составили \$94.3 млрд. Рост резервов на 4.0% г/г произошел за счет существенного увеличения номинального объема валовых ЗВР НБК до \$35.6 млрд (+23.1% г/г) на фоне сокращения активов Национального фонда на 5% г/г до \$58.7 млрд. Заметный рост ЗВР НБК был обусловлен ростом активов в золоте в номинальном (+24.9% г/г) и физическом (+0.6% г/г) выражении. Ускорению роста ЗВР НБК также способствовал значительный прирост валютных депозитов БВУ на его счетах почти на 50% до \$7.8 млрд, без учета данных депозитов рост резервов НБК был более скромным (17.4%). В декабре дополнительное увеличение активов НБК в СКВ произошло за счет зачисления средств в рамках займа правительства РК у Азиатского Банка Развития (\$909 млн), а также поступлений от Карачаганакского консорциума в результате урегулирования многолетнего спора с РК о разделе продукции (\$1.3 млрд).

Прогноз на 2021 г.: рост ВВП на 3%, инфляция 6.5%, тенге Т430 за доллар. Перспективы на 2021 год выглядят умеренно-оптимистичными благодаря улучшению внешних условий, однако темпы восстановления мировой экономики будут в первую очередь зависеть от эффективности вакцинирования от COVID-19. Улучшению внешних условий также будут способствовать беспрецедентные фискальные стимулы и сверхмягкие монетарные условия в развитых странах: в условиях сохранения низких ставок ФРС США и ЕЦБ мы ожидаем увеличения спроса на инвестиции в сырьевые товары и финансовые инструменты emerging markets. Благодаря этому цены на нефть закрепятся на уровнях выше \$50 за баррель, что будет способствовать стабильности курса тенге. Дополнительную поддержку национальной валюте обеспечит увеличение спроса нерезидентов на государственные тенговые долговые инструменты. Снижение реальных доходов населения повлияет на потребительскую активность, что в условиях стабильного курса национальной валюты повлечет замедление инфляции до 6.5% по итогам года.

Основные макроэкономические показатели	2019	2020	Базовый		Пессимистичный		Оптимистичный	
	Факт	Оценка	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Цена на нефть, Brent, сред., USD/барр.	64.2	42.3	52.0	55.0	42.0	45.0	62.0	65.0
Реальный ВВП, % за год	4.5	-2.6	3.0	3.4	1.8	2.5	3.9	4.2
Обменный курс USDKZT, на конец периода	381.2	381.2	430.0	440.0	446.0	460.0	419.0	427.0
Обменный курс USDKZT, сред за год	382.8	413.0	425.0	435.0	434.0	453.0	419.5	423.0
ИПЦ, на конец периода, % за год	5.4	7.5	6.5	6.0	7.4	6.8	5.9	5.6
Госдолг, % ВВП	23.7	28.9	29.5	30.5	30.7	32.0	28.4	28.7
Баланс госбюджета, % ВВП	-1.8	-3.5	-3.3	-3.2	-3.7	-3.5	-2.9	-2.6
Текущий счёт, % ВВП	-3.6	-3.4	-3.1	-2.9	-4.0	-3.8	-2.5	-2.0

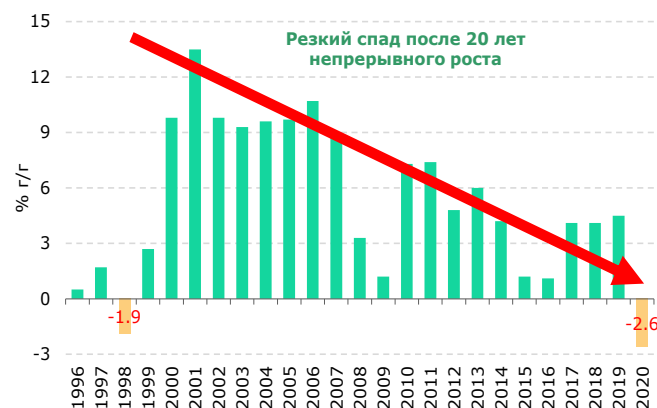
На волне смягчения анти-ковидных ограничений и улучшения внешней конъюнктуры, ситуация в экономике в 4 квартале заметно улучшилась

Четвертый квартал 2020 года стал поворотной точкой для экономики с начала запуска антиковидных мер. Экономическая деятельность в меньшей степени ограничивалась административными мерами, локдауны носили локальный характер и не затрагивали крупные экономические центры страны. Внешний фон значительно улучшился, в особенности после выборов в США. Усилия стран ОПЕК+ по ограничению предложения нефти дали свои плоды, благодаря чему цены на нефть превысили отметку в \$50 за баррель, хотя средняя цена в последнем квартале выросла умеренно до \$44 за баррель. Спад в экономике в заключительном квартале ограничился 2.1% после существенно более глубоких 4.4-5.6% в предыдущих двух кварталах.

Сокращение экономики на 2.6% в годовом выражении практически совпало с нашим прогнозом (-2.5% г/г). Отдельно стоит отметить, что такое сокращение экономического роста по мировым меркам в 2020 году является достаточно скромным, учитывая высокий уровень строгости ограничений против COVID-19 (COVID-19: Government Stringency Index Оксфордского университета), действовавших в стране на протяжении большей части года. Согласно данному индексу, его показатель не опускался ниже 65 пунктов из 100, при этом с марта по сентябрь он держался на уровне 80 пунктов и по строгости мер был близок к показателю Китая и строже чем в России. По оценке МВФ, в 2020 году был зафиксирован спад мировой экономики на 3.5%.

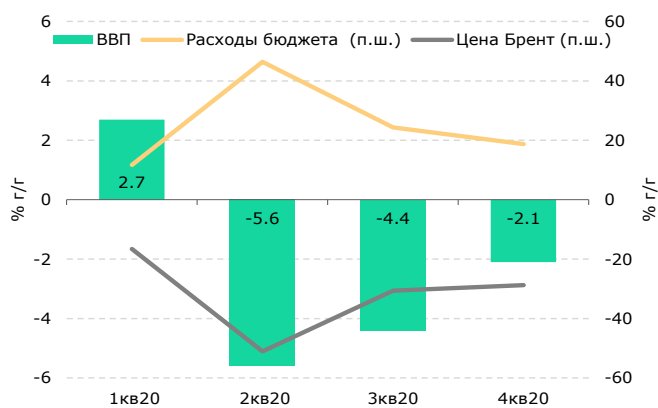
В то время как цены на нефть упали более чем на треть в 2020 году, расходы госбюджета с учетом выплат Т42.5 тыс. из ГФСС выросли на 25% г/г после значительного увеличения в 2019 году (+21% г/г). Кроме того, широко задействовались другие внебюджетные средства, в результате чего общий пакет антикризисных мер составил примерно 9% от ВВП. Масштабные вливания средств в экономику в значительной степени сгладили негативный эффект от карантинных ограничений в рамках борьбы с пандемией, при том, что угроза последней еще не ликвидирована.

Рис. 1. Историческая динамика ВВП РК



Источник: БНС

Рис. 2. ВВП по кварталам в годовом выражении



Источник: БНС, Минфин РК * Выплаты Т42.5 включены

Во многих отраслях наметилось ускорение роста в четвертом квартале

В последнем квартале 2020 года в большинстве отраслей наметились признаки улучшения ситуации, а сектора, чья динамика оставалась в положительной зоне в течение всего года, продемонстрировали дальнейший рост. В сфере телекоммуникаций рост ускорился с 8.2% г/г за девять месяцев до 8.6% г/г за год. В сфере строительства наблюдалось ускорение с 10.5% г/г за девять месяцев до 11.2% г/г за весь год. Сельское хозяйство продемонстрировало усиление роста с 5% г/г до 5.6% г/г. В торговле падение ослабло с 9.5% г/г за девять месяцев до 7.3% г/г за 12 месяцев. В транспортной сфере глубина спада почти не изменилась -17.2% г/г, но грузооборот на железной дороге увеличился (+4.5% г/г), глубокое снижение продолжало отмечаться в пассажирских перевозках (-65% г/г).

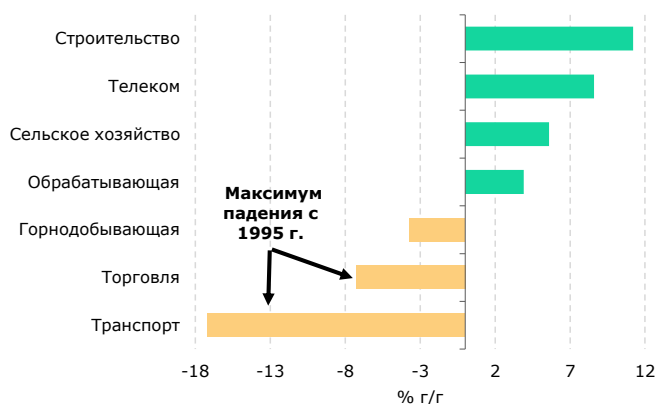
Под давлением снизившихся цен на углеводороды объемы производства в промышленности после трех лет роста ушли в отрицательную зону с показателем в -0.7% г/г. Падение общего промпроизводства было обусловлено снижением на 3.7% г/г в горнодобывающей отрасли, при этом в обрабатывающей отмечался рост на 3.9% г/г. Повышение объемов производства в обрабатывающей отрасли определялось увеличением выпуска

продуктов питания (+4% г/г), в легкой промышленности (+15% г/г), в фармацевтике (+47%), в машиностроении (+16.3% г/г).

В четвертом квартале 2020 года конъюнктура на мировом товарном рынке улучшилась – средняя стоимость нефти выросла на 4% кв/кв до \$44.5 за баррель, при этом в конце года котировки превысили \$50 за баррель. В целом за 2020 год Brent потерял почти 34%, среднее значение составило \$42.3 за баррель, что оказалось ниже предыдущего минимума 2016 года в \$44 за баррель. В реальном выражении с поправкой на инфляцию стоимость нефти в 2020 году оказалась на минимальном уровне с 2004 года.

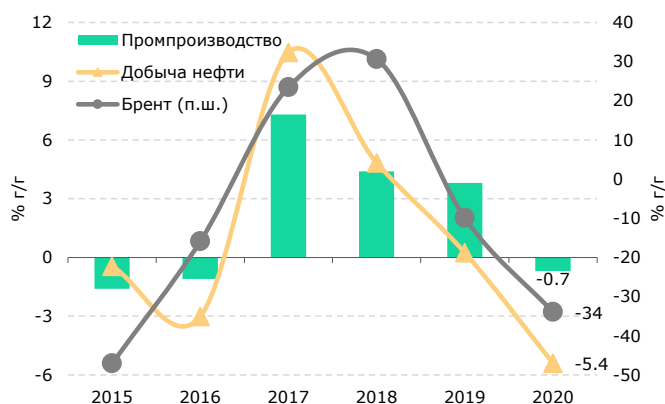
Волатильность на нефтяном рынке напрямую коснулась Казахстана. Добыча нефти в 2020 году упала на 5.4% и составила 85.7 млн т., что ниже уровня добычи 2017 года. В стоимостном выражении снижение добычи достигло 38% – минус Т4.8 трлн, что сопоставимо с 20% от выпуска всей промышленности в 2020 году. В текущем году добыча нефти согласно официальным прогнозам составит 86 млн т., предполагая совсем незначительное увеличение производства.

Рис. 3. Максимальное сокращение в торговле и транспорте с 1995 г.



Источник: БНС

Рис. 4. Снижение добычи нефти вызвало спад в промышленности



Источник: БНС

Перспективы дальнейшего роста рынка нефти остаются ограниченными – мировые запасы хоть и сокращаются, однако все еще находятся выше докризисных уровней, хотя страны ОПЕК+ в совокупности уменьшили объемы добычи более чем на 7 млн б/с – приблизительно на 7% от мировой добычи до кризиса. Нефтяные котировки WTI выше \$50 за баррель вновь делают привлекательной сланцевую добычу – количество буровых в США растет на протяжении последних двух месяцев и уже более чем на 40% выше минимума 2020 года. Саудовская Аравия в 1 квартале 2021 года пошла на дополнительное сокращение добычи нефти на 1 млн б/с в попытке поддержать рынок в период сезонного снижения спроса на нефтепродукты и предупредить возможные негативные изменения. В текущем году, согласно прогнозу ОПЕК, потребление нефти может вырасти почти на 6 млн б/с, что ниже объема сокращения добычи стран ОПЕК+ в прошлом году.

Согласно прогнозам Всемирного Банка (World Bank), стоимость барреля нефти (смесь основных сортов) составит порядка \$44 долларов за баррель в среднем за год. МВФ чуть более оптимистичен в своем прогнозе на нефть и прогнозирует среднегодовое значение на уровне \$46.7 за баррель. Консенсус прогноз Блумберга по стоимости нефти марки Brent равен \$53 доллара за баррель в среднем за год. Текущая стоимость энергоносителей на уровне около 60 долларов в целом определяется позитивными настроениями и перспективами выхода глобальной экономики из кризиса в 2021 г. после начала вакцинации от коронавируса. Не последнюю роль в номинальном росте цен на энергоносители может оказывать и общая инфляция цен, которая будет постепенно переключиваться на стоимость всех активов в мире, в том числе и нефти. Вследствие широкого применения фискального и монетарного стимулирования в США индекс доллара в 2020 году ослабел примерно на 7% и не исключается его дальнейшее ослабление. В таких условиях мы ожидаем, что стоимость нефти сорта Brent в текущем году составит в среднем \$52 доллара за баррель.

Инвестиции – значительный рост в несырьевом секторе и строительстве на фоне падения в добывающем секторе

COVID-19 обратил вспять тенденцию непрерывного роста инвестиций, наблюдавшуюся почти 10 лет. Сокращение их общего объема в 2020 году составило 3.4% в основном за счет падения инвестиций в добывающей отрасли на 26.4%, что было вызвано сокращением расходов на развитие Тенгизского

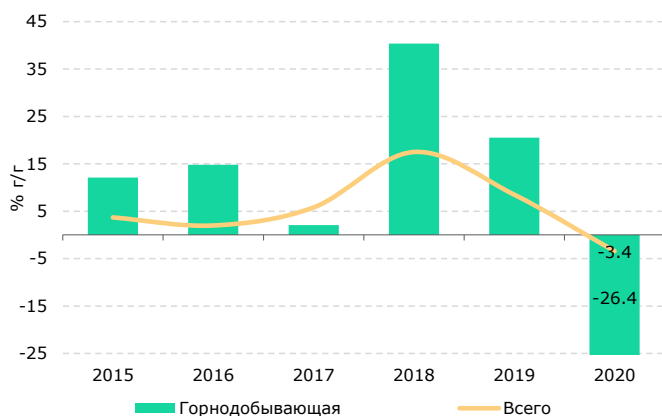
месторождения. Уязвимость Тенгизского проекта перед пандемией обусловлена большим числом работников, составляющим порядка 50 тысяч. Помимо Тенгиза, сокращение инвестиций наблюдалось и в других нефтедобывающих регионах. В четвертом квартале ситуация с инвестициями не стала лучше, было освоено лишь 22% инвестиций от годового объема.

В то же время, в некоторых отраслях инвестиционная активность мало пострадала из-за пандемии. К примеру, в сельском хозяйстве рост инвестиций составил 15%, на 35.5% выросли вложения в отрасль телекоммуникаций. Однако самый сильный рост капитальных вложений был отмечен в здравоохранении, где он более чем удвоился. В последнем квартале 2020 года значительно возрос объем капвложений в обрабатывающей промышленности, телекоммуникациях и социальной сфере, где за один квартал была освоена почти половина годового объема инвестиций.

В 2020 году невозможно не отметить сектор строительства, который благодаря массивной господдержке продемонстрировал темпы роста на уровне 11.2%. Динамика ввода жилья ускорилась более чем в три раза с 5% до почти 17%. Почти 40% или 5.7 млн кв.м. ввода жилья было осуществлено в 4 квартале. За прошлый год был достигнут новый рекорд по объему ввода жилья в 15.3 млн кв.м., при том, что темпы ввода жилья безостановочно росли с 2010 года. В целом за последние десять лет было введено почти 100 млн кв.м. жилья, что соответствует увеличению совокупного жилого фонда более чем на треть. Инвестиции в строительство жилья в прошедшем году также показали сильный рост на 33.6%, а сумма вложений составила почти Т2 трлн. Высокая активность в строительной сфере вопреки кризису рассматривается нами как результат стимулирующих мер государства и наличия высокого спроса на жилую недвижимость. Как следствие, строительная отрасль в 2020 году была одной из немногих сфер деятельности, которые способствовали уменьшению отрицательного влияния пандемии на экономику.

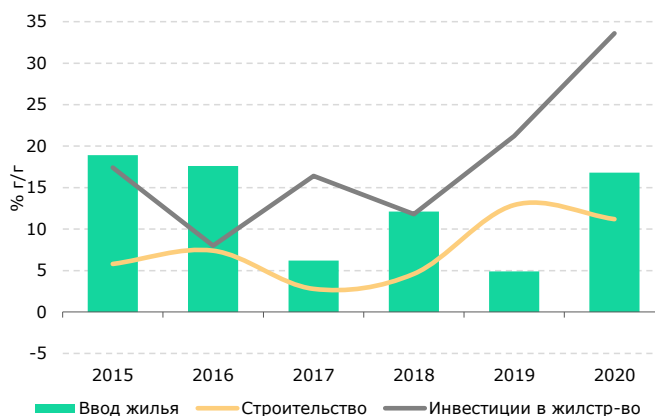
В 2021 году государство планирует более чем в два раза сократить выделяемые средства из бюджета на ипотечные займы населению. Впрочем, в текущем году стало возможным частичное использование пенсионных накоплений на приобретение жилья. По оценке госорганов, более 700 тысяч человек смогут воспользоваться возможностью изъять пенсионные накопления на покупку недвижимости, лечение и передачу под управление независимым управляющим компаниям. По нашему мнению, основная часть данных средств будет направлена на рынок жилья (покупка недвижимости/погашение имеющейся ипотеки) и может достичь Т0.7-Т1 трлн. Это послужит значительным стимулом для увеличения спроса на недвижимость, в результате чего вырастет ее стоимость и объемы строительства. Возможность использования пенсионных накоплений для погашения имеющихся ипотечных кредитов увеличит потребление данных заемщиков вследствие снижения их долговой нагрузки.

Рис. 5. Инвестиции в основной капитал сильно зависят от добывающего сектора



Источник: БНС

Рис. 6. Динамика показателей в жилищно-строительном секторе



Источник: БНС

По нашему мнению, существенного перегрева на рынке недвижимости вследствие притока пенсионных накоплений не произойдет. Необходимо учитывать, что объемы ввода жилья уже с 2014 года ежегодно увеличивались почти на 12%. Но при этом неизбежно ускорение роста цен как на саму недвижимость, так и на строительные услуги и стройматериалы, импортируемые из-за рубежа. К примеру, потребности в линолеуме, стекле, плитках, радиаторах на 100% удовлетворяются за счет импорта. По нашему мнению, сложившиеся мягкие условия по ипотеке и приток средств из пенсионных накоплений приведут к повышению цен на жилую недвижимость в Казахстане в 2021 году в среднем на 5-10%. При этом более высокий краткосрочный рост цен может наблюдаться как в отдельных регионах (Нур-Султан, Алматы), так и в отдельных сегментах рынка. К примеру, по ипотечным программам 7-20-25 и Баспана-Хит максимальная стоимость жилья ограничивается

T25-T35 млн, в результате чего наибольшее повышательное давление будет отмечаться в данном ценовом диапазоне. В долгосрочной перспективе упомянутое выше увеличение объемов предложения недвижимости за счет расширения жилищного фонда более чем на треть будет оказывать сдерживающее влияние на ценовую динамику.

Сокращение торговли и рост сбережений населения

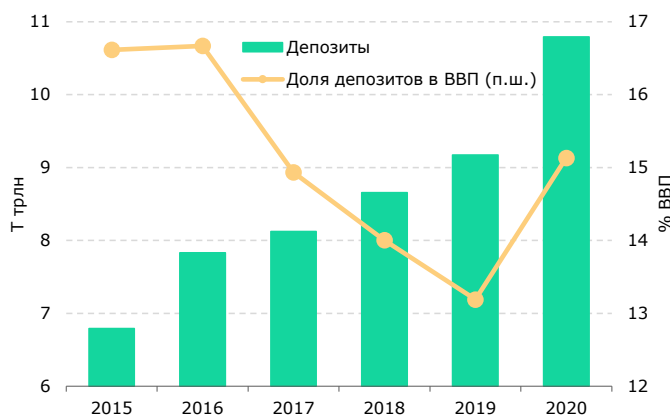
Кризис заметно снизил потребительскую активность населения. Оборот розничной торговли в 2020 году сократился на 4.1%, но в номинальном выражении был отмечен рост с T11.3 трлн до T11.6 трлн. Увеличение продаж продовольственных товаров достигло 7%, по-видимому на это повлияли локдауны, которые стимулировали значительные покупки про запас. Стоит отметить, что в предыдущие кризисные периоды сокращение продаж продуктов питания находилось на уровне 1-4%. Напротив, реализация непродовольственных товаров упала довольно сильно на 10%, что вполне укладывается в изменение предпочтений населения, в кризис снижавшего потребление товаров длительного пользования. Кроме того, удаленный формат работы также повлиял на уменьшение потребности во многих товарах не повседневного спроса. Помимо этого, увеличение объемов реализации товаров через различные электронные каналы вероятно не в полной мере отразилась в официальной статистике. При этом ранее, когда случались экономические спады, сокращение реализации непродовольственных товаров не превышало 6%.

На общем негативном фоне наиболее существенно розничная торговля пострадала в г. Алматы (-7.9%) и г. Нур-Султан (-8.9%), где снижение было целиком связано с двузначным сжатием продаж непродовольственных товаров, тогда как потребление продовольствия ощутимо повысилось. Также отметились отдельные регионы, избежавшие спада в торговле. В г. Шымкент оборот розницы повысился на 1.8%, в Актюбинской, Жамбылской и Костанайской областях отмечался символический рост на 0.1-0.5%.

Как уже отмечалось, рост оборотов розничной торговли был отмечен только в продовольственном сегменте, при этом если за 9 месяцев объемы выросли на 4.9% г/г, то по итогам года их темп ускорился до 7%. Возможно на активизацию покупок в последнем квартале повлияла ускорившаяся инфляция, которая побудила население к совершению покупок из-за возрастающих цен.

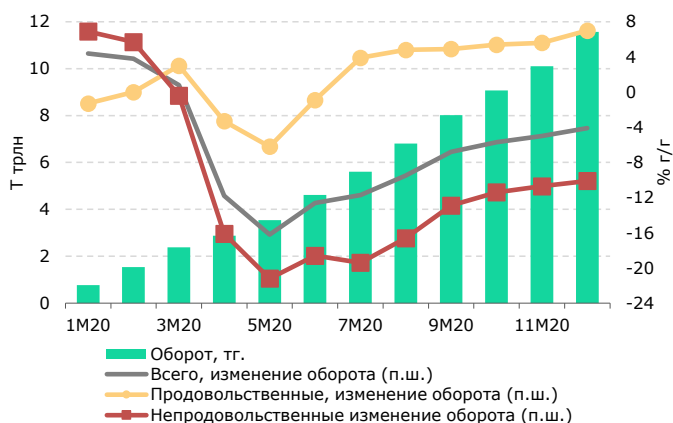
На волне сокращения потребления домохозяйств в 2020 году произошел резкий рост депозитов населения в банках. За год депозиты физлиц выросли на T1.6 трлн или почти на 18% (~\$4 млрд), что является самым значимым приростом за последние 5 лет. В результате такого увеличения, размер депозитов повысился на 2пп до свыше 15% от ВВП. Мы считаем, что росту депозитов населения способствовали увеличенные госрасходы, приведшие к значительному росту зарплат (+15% г/г) и других доходов (выплаты T42 500), что в сочетании со сберегательной моделью поведения и ослаблением нацвалюты способствовало росту сбережений. Как известно, за время пандемии сократился импорт товаров из-за рубежа, в том числе, импорт через канал челночной торговли сократился на \$1.4 млрд, уменьшился выездной туризм, сокращение расходов на который оценивается также в \$1.4 млрд).

Рис. 7. Динамика депозитов населения



Источник: БНС

Рис. 8. Розничная торговля в тенге, изменение в %



Источник: БНС

Смягчению негативных последствий пандемии способствовала широкая господдержка населения. За четыре месяца локдауна (в апреле-мае и июле-августе) в виде спецпособий было выплачено почти полтриллиона тенге. Расходы на выплату пенсий и пособий увеличились на 14% г/г, достигнув T3.4 трлн (11М2020г.). Расходы госбюджета на заработные платы за тот же период повысились на 30% до T2 трлн. В результате,

заработные платы, в 2020 году выросли примерно на 15% в номинале, что является высоким показателем на фоне экономического кризиса.

Инфляция достигла четырехлетнего максимума

В 2020 году на волне внешних шоков инфляция продемонстрировала довольно высокую волатильность с тенденцией к повышению. Начав год с отметки в 5.4% г/г, в марте инфляция повысилась до 6% г/г, а по итогам первого полугодия она достигла 7% г/г. В летний период на потребительском рынке наступило определенное затишье, рост цен был более чем в два раза слабее, чем в другие периоды. Однако осенью инфляция усилилась вместе с ослаблением тенге, повышением внешних цен в сегменте продовольственных товаров и увеличением тарифов на услуги ЖКХ, и в ноябре ее уровень сложился на уровне 7.3% г/г. Соответственно, инфляция в 4 квартале 2020 года была самой высокой и достигла 2.6% против 2.3% в 1 квартале, в то время как в третьем квартале инфляция составляла всего 0.7%.

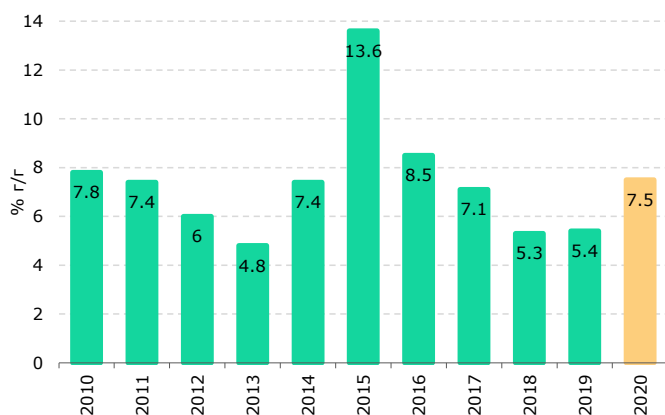
По итогам 2020 года инфляция достигла четырехлетнего максимума в 7.5% г/г, что резко контрастирует с 5.3% и 5.4% в 2018 и 2019гг. В 2020 году ускорение инфляции отмечалось во всех компонентах. Наиболее заметное ускорение динамики рост цен за год продемонстрировала сфера платных услуг – с 0.7% г/г в 2019 г. до 4.2% г/г. Продовольственные товары подорожали на 11.3% г/г (9.6% г/г в 2019г.), рост цен на непродовольственные товары ускорился умеренно с 5% г/г до 5.5% г/г. Наибольший вклад в ускорение роста цен внесли услуги – почти 60%, более трети прироста цен обеспечили продовольственные товары.

В целях пополнения бюджетных доходов в прошлом году были существенно повышены акцизы на товары, в результате чего их поступления в бюджет за 11М20 г. выросли на 26% г/г, что также оказало повышательное давление на инфляцию. Расходы госбюджета в 2020 г., по предварительной оценке, повысились с Т14.2 трлн до Т16.8 трлн или с 20.4% от ВВП до 24.1% от ВВП, их влияние наглядно проявилось в увеличении объемов строительства (11.2%), повышении инвестиций в жилищное строительство (33.6%), росте цен на жилье (примерно на 10%).

Как отмечалось выше, номинальные зарплаты повысились почти на 15% за год и были обусловлены ростом выплат из бюджета. Кроме того, госорганы осуществляли выдачу продовольственных наборов определенным группам населения, что также отражалось на ценах при их закупе. В результате, в совокупности с внебюджетными средствами, вливания госсектора оказывали значимое инфляционное давление, компенсировавшее сокращение расходов частного сектора.

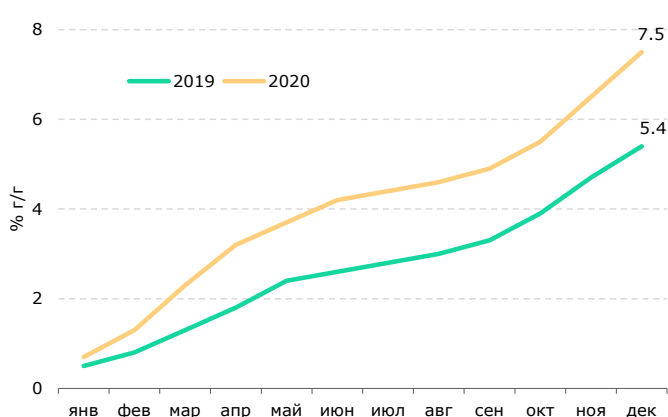
Внешний негативный фон в 2020 году привел к ослаблению нацвалюты, которая обесценилась на 8% к доллару США с Т383 в 2019 г. до Т413 за 1 доллар (среднегодовой курс). На пике тенге ослабевал до почти Т450 за доллар, что существенно подогревало инфляционные ожидания в первой половине года. В то же время, тенге укрепился к рублю на 3% в прошлом году, что с учетом преобладающего объема импорта из России частично компенсировало отрицательное влияние ослабления тенге по отношению к доллару.

Рис. 9. Инфляция ускорилась в 2020 г.



Источник: БНС

Рис. 10. Инфляция ежемесячно



Источник: БНС

По нашему мнению, рост цен близок к пику и уже с апреля инфляция пойдет на спад, опустившись ниже 7%. Во второй половине 2021 года инфляция будет находиться в пределах 6.5-6.7%. Мы ожидаем, что замедление инфляции в 2021 году позволит Нацбанку перейти к снижению базовой ставки, чтобы также компенсировать негативный эффект от сокращения бюджетных расходов на экономический рост. Однако динамичного ее

понижения мы не ожидаем, т.к. слишком низкий уровень ставки понизит привлекательность казахстанского госдолга. Таким образом, базовая ставка регулятора по результатам 2021 года составит 8.5%.

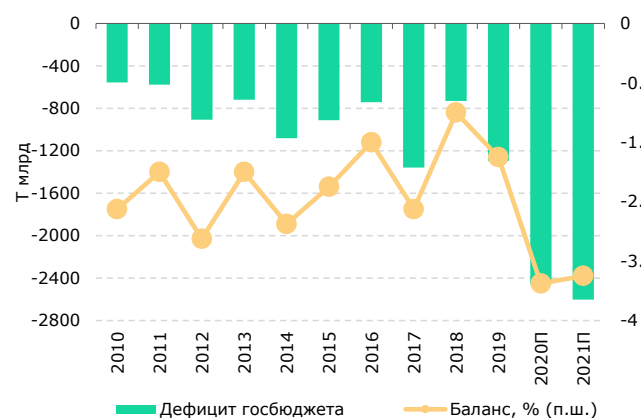
Слабый рост доходов бюджета приведет к расширению его дефицита и росту госдолга

В первую очередь влияние кризиса ощутил на себе казахстанский госбюджет, который в 2020 г. по расчетам госорганов не досчитался доходов на сумму Т2.4 трлн без учета трансферта НФ. В сложной экономической ситуации, отягощенной мерами по ограничению распространения пандемии, в 2020 г. государство использовало фактически все возможные источники поддержки экономики – фискальные, монетарные, социальные, административные, также широко задействовались внебюджетные фонды. Мероприятия антикризисной поддержки экономики существенно увеличили вливания в экономику в 2020 году составившие примерно Т6 трлн или около 9% от ВВП, что примерно в два раза выше, чем использовалось в среднем ранее. В результате планируемого сокращения бюджетных расходов в 2021 г. фискальный импульс может стать отрицательным.

Очевидно, что последствия мирового кризиса продолжаться сказываться на доходах бюджета и в следующем году, в первую очередь это касается низких цен на нефть. Значительную лепту в слабые показатели бюджетных доходов внесет освобождение малого бизнеса от налоговых отчислений с 2020 г. на три года, решение о котором было принято еще в 2019 году. В результате, налогооблагаемая база будет расти крайне сдержанно. Согласно прогнозам Миннацэкономики, в 2021 году налоговые поступления увеличатся на 15% г/г, но относительно ВВП произойдет их уменьшение с 13.6% до 13.2%.

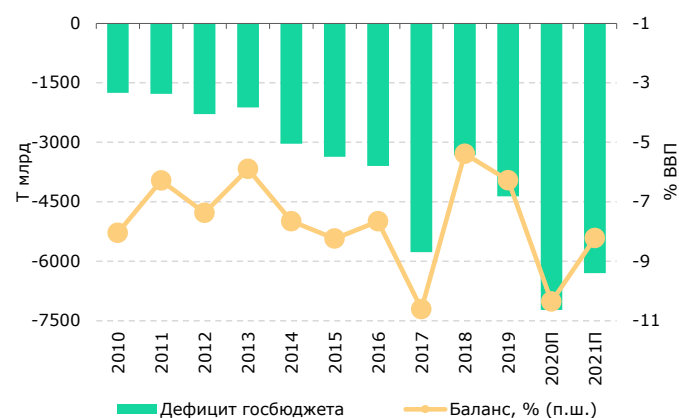
В 2021 году расходы госбюджета существенно снизятся с 24% от ВВП до немногим выше 20% от ВВП. При этом в номинальном выражении снижение будет не существенное – с Т16.8 трлн до Т16.5 трлн. Дефицит госбюджета по оценке Минфина в 2020 году составил 3.5% от ВВП. Без учета трансфертов Нацфонда дефицит госбюджета достигнет Т7 трлн или -10% от ВВП. В 2021 г., несмотря на рост доходов и сокращение расходов, дефицит госбюджета расширится в номинальном выражении с учетом трансфертов из Нацфонда, хотя относительно ВВП его ожидает незначительное сокращение.

Рис. 11. Дефицит госбюджета



Источник: БНС, Минфин РК, Миннацэкономики

Рис. 12. Дефицит госбюджета без учета трансфертов НФ



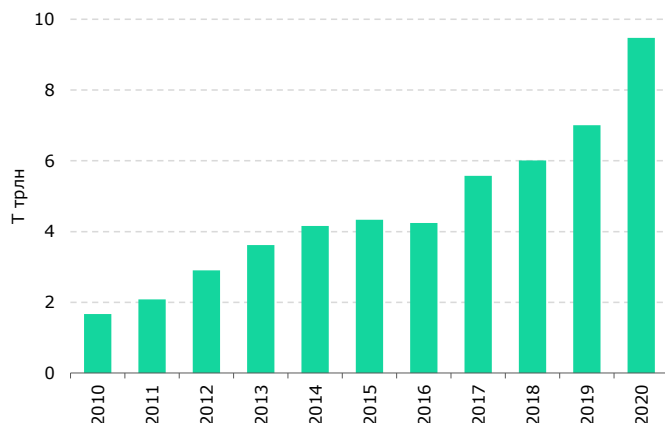
Источник: БНС, Минфин РК, Миннацэкономики

Для финансирования дефицита бюджета в 2020 г. по предварительным данным Минфин привлек Т3.2 трлн при погашении примерно в Т0.8 трлн (Т2.4 трлн нетто). С внутреннего долгового рынка Казахстана было привлечено Т2.8 трлн при погашении Т0.4 трлн на внутреннем рынке – нетто привлечение равнялось Т2.4 трлн. Т273 млрд привлечено на внешнем рынке, из них Т225 млрд на долговом рынке РФ. Для сравнения, в 2019 году привлечение на местном рынке составило Т1.5 трлн и Т566 млрд на внешнем рынке при погашении обязательств на Т0.8 трлн (Т1.3 трлн нетто). В 2021 году Минфин планирует занять на местном рынке долга Т1.9 трлн, в то время как погашение составит ориентировочно Т0.9 трлн (Т1 трлн нетто). Нетто привлечение Минфина в 2021 г. на внутреннем рынке выглядит низким даже в сравнении с докризисным периодом. Однако, принимая во внимание, что для финансирования оттока средств из пенсионных накоплений ЕНПФ возможно придется продать до Т1трлн из своих активов, нагрузка на местный долговой рынок может возрасти до уровней, близких к показателям прошлого года – нетто привлечение составит Т2.4 трлн. В следующем году Минфин договорился о привлечении займа АБР и АБИИ в евро на сумму эквивалентную Т0.8 трлн. По оставшейся части

финансирования дефицита госбюджета в примерно Т0.5-0.8 трлн сведений пока нет, но скорее всего Минфин выйдет на внешний рынок, где в текущий момент ставки достаточно низкие.

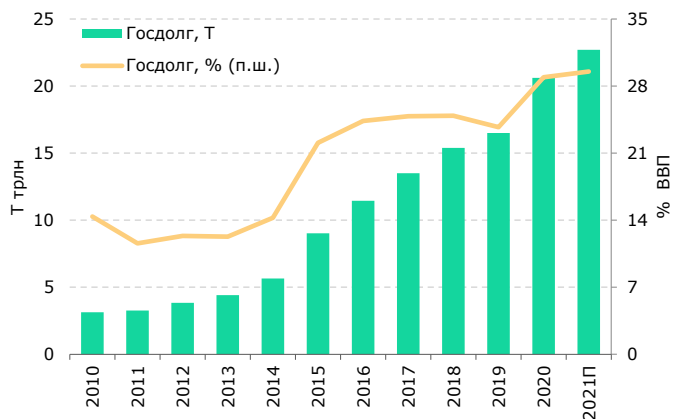
Даже с учетом планируемого сокращения госрасходов, снижение объема трансферта из Нацфонда приведет к увеличению размера дефицита бюджета, финансирование которого потребует дальнейшего увеличения госдолга. Уровень госдолга по оценке госорганов в 2021 г. сохранится на отметке около 30% от ВВП, тогда как в 2019 году его размер не превышал 24% от ВВП. Расходы бюджета по обслуживанию долга правительства увеличатся с Т834 млрд до Т929 млрд в 2021 г, в общих расходах это составит 5.5%.

Рис. 13. Объем облигаций Минфина в обращении



Источник: БНС, Минфин РК, НБК

Рис. 14. Госдолг около 30% от ВВП



Источник: БНС, Минфин РК, Миннацэкономики, НФ

Процентная политика – восстановление прежних условий

В четвертом квартале 2020 г. базовая ставка регулятора оставалась на уровне 9%, соответствуя уровню марта-августа 2019 г. Процентный коридор по предоставлению и изъятию ликвидности был сужен регулятором на 50 бп до уровня +/-1% лишь только в декабре 2020 г. Таким образом, формально уровень базовой ставки и процентный коридор полностью стал соответствовать уровню базовой ставки и стоимости управления ликвидностью середины 2019 г., когда регулятор определял свои денежно-кредитные условия как нейтральные. Мы полагаем, что в условиях роста инфляции в 2020 г. выше целевого показателя в 4-6% (7.5%), понижение ставки и сужение коридора управления ликвидностью до уровня 2019 г., когда инфляция находилась на уровне 4.8-5.5% характеризует политику регулятора в 4 квартале 2020 г. как умеренно мягкую. В условиях серьезного стимулирующего фискального импульса со стороны средств, направленных на антикризисную поддержку, существенное смягчение денежно-кредитных условий могло привести к серьезному ускорению инфляции, которая и без того демонстрировала восходящую динамику. При этом в условиях неопределенности с эпидемиологической обстановкой, на фоне роста цен на продукты питания до 11.3% г/г (максимальный уровень за последние 4 года) и платные услуги до 4.2% (максимум за последние 2 года) инфляционные ожидания в перспективе 12 месяцев демонстрировали незначительное снижение с 7.8% в ноябре до 7.6% в декабре.

На фоне ускорения внутренней инфляции внешние инфляционные условия в странах внешнеторговых партнеров Казахстана были разнонаправленными. Так, инфляция в РФ ускорилась с 4.0% в ноябре до 4.9% в декабре, что заметно выше целевого показателя в 4%. В Китае же наоборот инфляция составила 2.5% г/г при целевом показателе в 3.5% г/г. Глобально, согласно данным FAO (Food and agriculture Organization of the UN), в 2020 г. наблюдалось заметное ускорение стоимости продуктов и индекс стоимости продовольствия (FPI) достиг максимального за последние три года уровня 107.5% (2014-2016=100%).

На первом в новом году январском заседании НБК принял решение о сохранении базовой ставки на уровне 9% +/-1%. Основным аргументом данного решения указывалось возросшее инфляционное давление на экономику. Мы полагаем, что в 2021 г. регулятор будет крайне взвешенно определять свои денежно-кредитные условия из-за наличия положительной поступательной динамики как по самой инфляции, так и по инфляционным ожиданиям, соизмеряя при этом свои монетарные условия с темпами выхода экономики из кризиса.

Ставка по операциям автоматического РЕПО (TONIA) в 4 квартале 2020 г. уменьшилась на 1.38пп до 8.25% (9.63% в конце сентября 2019 г.) при среднеквартальном значении в 8.75% (8.77% в 4кв2019 г.). На конец 4кв2020 г. ставка по однодневным свопам USDKZT уменьшилась с 10.76% в 3кв2020 г. до 8.28% (10.16% на

конец 4кв2019 г.) при среднем значении ставки в 8.47% (8.56% в 4кв2019 г.). На конец 4кв2020 г. ставка по двухдневным свопам USDKZT уменьшилась с 9.82% в 3кв2020 г. до 7.99% (10.01% в конце 4кв2019 г.) при среднеквартальном значении в 8.08% (8.53% в 4кв2019 г.). Объем сделок по двухдневным свопам USDKZT в 4кв2019 г. сократился на 89.4% г/г до Т386 млрд. Таким образом, ставки денежного рынка на конец прошлого года сформировались около нижней границы коридора НБК по управлению ликвидностью.

Рисунок 15. Ставки денежного рынка

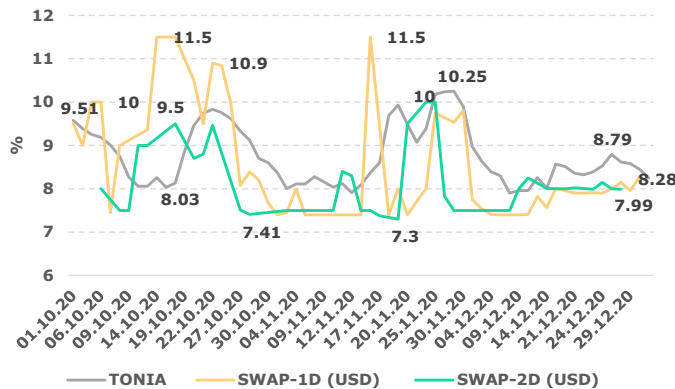
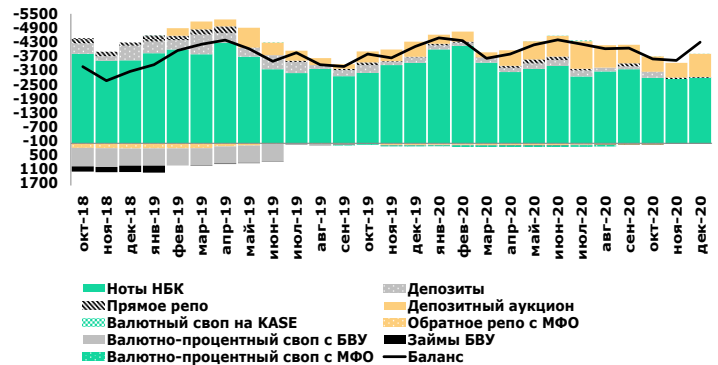


Рисунок 16. Изъятие избыточной ликвидности



Источник: НБК, Halyk Finance

Источник: НБК, Halyk Finance

Эффективная ставка первичного размещения нот НБК в декабре 2020 г. уменьшилась за квартал на 0.22% до 9.33% при объеме размещения Т1 364 млрд. против ставки в 10.15% и объеме первичного размещения в Т1 970 млрд. в начале года. Начиная с августа прошлого года НБК не продает ноты сроком до 1 года. За 2020 г. объем изымаемой ликвидности при помощи нот НБК сократился на 14.4% до Т2,927 млрд. При этом эффективная доходность по нотам НБК в обращении в декабре 2020 г. уменьшилась за квартал на 0.16бп до 10.21% (9.77% в декабре 2019 г.).

Таким образом, на фоне общего спада экономики Казахстана ставки денежного рынка демонстрирует динамику на общее снижение, вслед за изменением базовой ставки и коридора управления ликвидностью.

Валютный курс – в поисках нового равновесия

В 4 квартале курс национальной валюты продемонстрировал укрепление на 2.0% до 420.71 тенге за доллар США, при этом за год его ослабление составило 10.4%. Среднее значение за четвертый квартал увеличилось на 2.0пп кв/кв до 426.22 тенге за доллар США. В среднем же за год национальная валюта ослабла на 30.2 тенге до 412.95 тенге за доллар США (+7.9%).

Рисунок 17. Динамика котировок USDKZT vs Brent

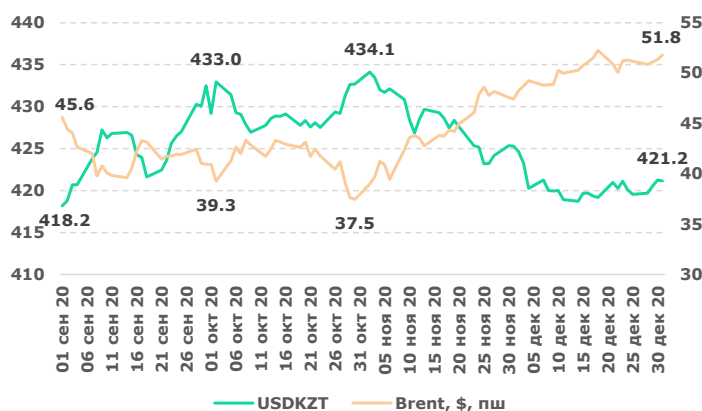
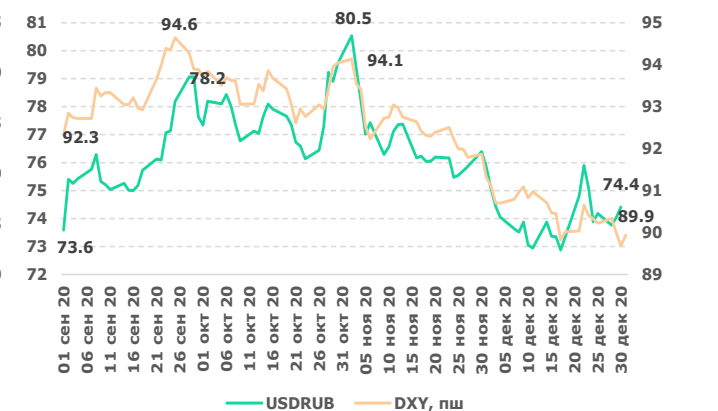


Рисунок 18. Динамика USDRUB и индекса USD



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Источник: Bloomberg, Halyk Finance

В 4кв2020 г. основную поддержку тенге оказали цены на нефть, которые с конца ноября увеличились на 37.6% до \$51.8 за баррель по состоянию на конец года. Не последнюю роль в динамике укрепления курса национальной валюты сыграл приток иностранного капитала в казахстанские ГЦБ. Так, с начала 4 квартала

наблюдался поступательный рост держания нерезидентами ГЦБ РК с Т157 млрд (минимальное значение за 2020 г.) до Т430 млрд. (максимальное с начала 2018 г.). Примечательно, что держание нерезидентами нот НБК за 4кв2020 г. увеличилось с 4.27% (Т142.05 млрд) до 11.50% (Т351.3 млрд). Кроме того, несмотря на существенное сокращение валютнообменных операций НБК для НФ РК в рамках гарантированного трансферта в бюджет на 33.6% кв/кв, на KASE было конвертировано порядка \$1.5 млрд, что на фоне 4.5% роста объема торгов долларом США на KASE составило 21.3% (70% в мае 2020 г.) от объема торгов по этой валюте в 4кв2020 г. Определенную поддержку курсу национальной валюты оказали интервенции НБК. Так, в октябре сальдо интервенций НБК сложилось отрицательным и составило \$91.3 млн (\$231.9 млн в сентябре). В ноябре и декабре регулятор не осуществлял интервенций на валютном рынке. Другим фактором, который способствовал укреплению тенге в конце года был индекс стоимости доллара (DXY), который снизился 93.89 до 89.93 по отношению к корзине 6 мировых валют.

Курс российского рубля демонстрировал схожую динамику, чутко следуя за котировками нефти. При этом более существенная волатильность российского рубля в 4кв2020 г. объясняется прежде всего тем, что российский рубль в меньшей степени ощущал на себе поддержку со стороны притока иностранного капитала в государственные ценные бумаги. Так, с сентября по ноябрь доля держания нерезидентами долговых обязательств (ОФЗ) сократилась с 26% до 22%, закрепившись на этом уровне до конца года. Сокращение доли держания ОФЗ Минфина РФ нерезидентами было обусловлено наращиванием объемов внутреннего долга при сокращении покупки нерезидентами новых выпусков.

В 2021 г. на формирование курса по паре USDKZT будут оказывать те же самые факторы, что и в 2020 г. На рынке нефти мы не ожидаем существенной волатильности. Отчасти это обусловлено тем, что до 2кв2021 г. участники сделки ОПЕК+ будут придерживаться своих обязательств по сокращению добычи нефти, а заявление саудитов о добровольном сокращении добычи на 1 млн баррелей в сутки будет поддерживать котировки нефти на относительно высоком уровне. Мы ожидаем стабилизацию стоимости нефти на текущем уровне, что окажет поддержку курсу тенге в рамках внешнеторговой деятельности. Однако опережающая динамика роста объемов импорта над экспортом отрицательно скажется на профиците торгового баланса и как следствие на дефиците текущего счета. Ожидаемый приток иностранного капитала по финансовому счету в размере не менее \$4.5 млрд по счету прямых инвестиций и порядка \$3.8 млрд по счету портфельных инвестиций (иностранные кредиты и облигационные внешние заимствования) будет оказывать существенную поддержку курсу тенге. На внутреннем рынке поддержку тенге будут оказывать валютнообменные операции НБК для НФ в рамках гарантированного и целевого трансфертов, что обеспечит объем предложения иностранной валюты в размере порядка \$7.2 млрд на внутреннем валютном рынке.

При этом риски более затяжного и неравномерного выхода из глобального коронакризиса сохраняются, т.к. позитив, связанный с вакциной компании Pfizer, несколько поутих, а во многих странах Европы все еще сохраняются карантинные ограничения. Еще одним из рисков волатильности на региональных валютных рынках могут стать очередные санкции администрации США против РФ (Северный поток, арест Навального), а также предстоящие выборы в государственную Думу РФ в сентябре этого года. Кроме геополитических и внешних факторов на формирование курса российского рубля и отчасти казахстанского тенге повлияют встроенные бюджетные механизмы РФ. Так, сообщалось, что с 15 января 2021 г. ЦБ РФ начнет покупать иностранную валюту для Минфина РФ на валютном рынке в рамках бюджетного правила, согласно которому при стоимости нефти выше \$43.3 баррель валюта стерилизуется в ФНБ РФ. Реализация бюджетного правила в РФ будет препятствовать укреплению российского рубля в 2021 г. Согласно этому же правилу ЦБ РФ, продал на внутреннем рынке валюту из ФНБ и своих резервов в 2020 г. на сумму 947 млрд рублей.

Исходя из совокупности обозначенных фактов, мы полагаем, что курс национальной валюты будет формироваться в коридоре значений 420-435 тенге за доллар США, а курс по паре RUBKZT будет находиться в диапазоне 5.6-5.7 тенге за рубль.

Дефицит текущего счета в 2020 г. сократился

Дефицит текущего счета республики Казахстан за 2020 г., по оценке НБК, сократился до \$5.9 млрд с \$7.2 млрд за 2019 г. По отношению к ВВП дефицит текущего счета в 2020 г. сократился до 3.41% (\$5.9 млрд) по сравнению с 3.97% (\$7.2 млрд) в 2019 г.

Профицит текущего счета в 1кв2020 г. (\$2.2 млрд) частично компенсировал расширение дефицита по итогам остальных трех кварталов 2020 года: во 2кв2020 г. сформировался дефицит в \$1.1 млрд, достигнувший своего максимального внутригодового значения в 3кв2020 г. (\$5.2 млрд.), и значительно уменьшившийся в 4кв2020 г. (\$1.7 млрд).

Дефицит текущего счета за 2020 г. сформировался за счет существенного сокращения профицита по торговому счету (-41% г/г до \$10.7 млрд). Сокращение дефицита по счету первичных доходов (-31,7% г/г до \$15.5 млрд) и дефицита по счету услуг (-15.4% г/г до \$3.1 млрд), а также рост профицита баланса вторичных доходов (+97.2% г/г до \$2.1 млн) сдержали еще большее расширение дефицита текущего счета в 2020 г.

Сокращение профицита торгового счета за 2020 г. произошло за счет сокращения экспорта на 19.4% г/г до \$46.9 млрд (\$58.2 млрд за 2019 г.), опередившего снижение импорта на 9.7% г/г до \$36.1 млрд (\$40.2 млрд за 2019 г.). Сокращению дефицита по счету первичных доходов способствовало сокращение доходов к выплате от прямых инвестиций на \$6.6 млрд (31.9% г/г до \$14.0 млрд (\$20.5 млрд. за 2019 г.). По счету услуг за 2020 г. наблюдалось сокращение дефицита за счет уменьшения импорта международных услуг на -27.5% г/г до \$8.3 млрд (\$11.5 млрд за 2019 г.) и сокращения экспорта услуг на 33.3% г/г до \$5.2 млрд (\$7.8 млрд за 2019 г.).

Рис. 19. Сокращение дефицита текущего счета, \$млрд.

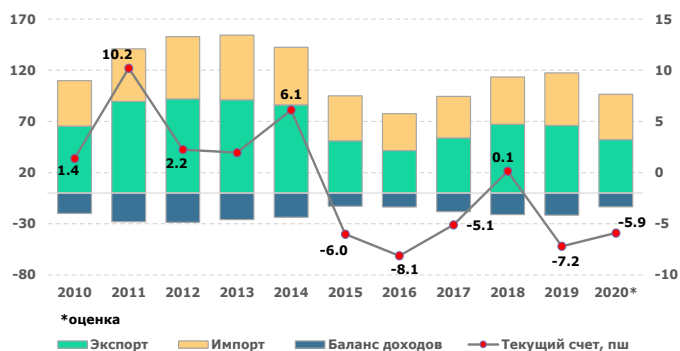
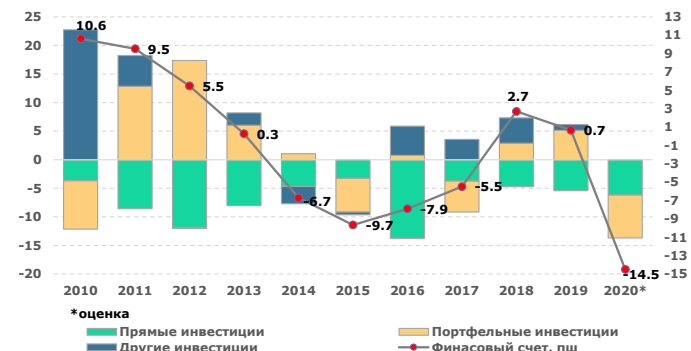


Рис. 20. Значительный приток по финансовому счету, \$млрд.



Источник: НБК, Halyk Finance

Источник: НБК, Halyk Finance

Финансовый счет (без учета резервных активов НБК)

Согласно оценке НБК, по финансовому счету в 2020 г. наблюдался приток капитала в размере \$14.5 млрд против оттока капитала в размере \$666 млн в 2019 году.

Положительной динамике притока капитала способствовало расширение притока капитала по счету прямых инвестиций (ПИИ) в размере \$6.2 млрд (+13.8% г/г). Наиболее существенный приток по счету наблюдался в 1кв2020 г. в размере \$1.8 млрд и во втором в размере \$2.2 млрд, в то время как приток в 3кв2020 г. составил \$705 млн., и \$1.5 млрд в 4кв2020г. Заметный приток наблюдался в рамках портфельных инвестиций в размере \$7.5 млрд (отток \$5.1 млрд за 2019 г.). Приток капитала в рамках этих инвестиций наблюдался 3 квартала подряд, в первом и втором кварталах – на уровне \$1.7-\$1.8 млрд, но максимальный его размер в \$4.8 млрд пришелся на 3кв2020 г., а в 4 квартале произошел отток на уровне \$781 млн. Расширение притока капитала по портфельным инвестициям в целом за год произошло за счет сокращения номинального держания иностранных активов на сумму в \$6.5 млрд (приобретение финансовых активов на \$4.9 млрд за 2019 г.). Общее движение капитала в рамках портфельных инвестиций за 2020 г. по линии Правительства и Национального банка РК составило \$8.6 млрд.

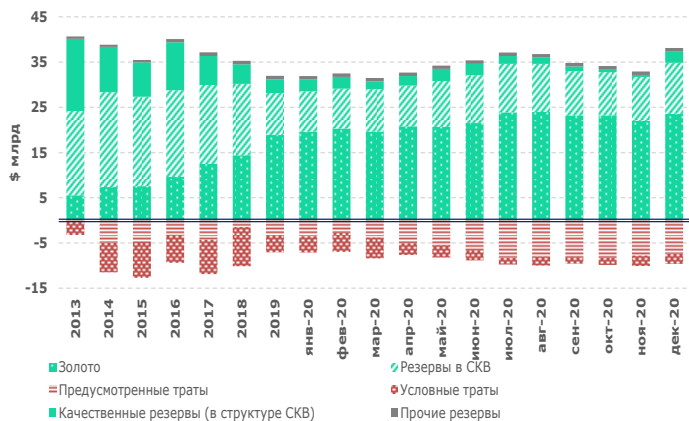
Относительный показатель притока капитала по финансовому счету к ВВП, согласно нашей оценке, изменился с оттока в 0.4% (\$666 млн) за 2019 г. до притока в 8.4% от ВВП (\$14.5 млрд.) за 2020 г.

Заметим, что в рамках платежного баланса по результатам 2020 г. наблюдался существенный рост по статье ошибки и пропуски до -\$9.6 млрд (+\$1.1 млрд за 2019 г.). Такой существенный отток превосходит максимальное историческое значение оттока капитала, зафиксированное в 2014 г. (-\$8.6 млрд). Существенный рост по этой статье объясняется, с одной стороны, изменениями в методологии учета НБК ряда внешнеэкономических операций (изменения от 2019 г.), а с другой – ростом неучтенного оттока капитала из страны в рамках финансового счета.

Консолидированные международные резервы продолжили рост за счет ЗВР НБК

Консолидированные международные резервы за 2020 г., согласно данным НБК, увеличились за прошлый год на \$3.6 млрд и составили \$94.3 млрд. Консолидированные резервы увеличились на 3.5 кв/кв (+4.0% г/г) за счет существенного роста номинального объема валовых ЗВР НБК на 5.5% кв/кв до \$35.6 млрд (+23.1% г/г). Объем активов Национального фонда увеличился на 2.4% кв/кв до \$58.7 млрд (-4.95% г/г).

Рисунок 21. Международные резервы НБК



Источник: МВФ, Halyk Finance

Существенный рост в структуре активов НБК демонстрировало золото, номинальный объем которого вырос на 1.6% кв/кв и составил \$23.6 млрд (+24.9% г/г). Рост активов в золоте произошел за счет номинальной переоценки из-за роста стоимости драгоценного металла с \$1,514 до \$1,891 за тройскую унцию за 2020 г. По данным МВФ, за декабрь физический объем золота НБК составил 12.47 млн. тройских унций (+0.6% г/г) или 387.9 тонн. Доля активов в золоте на конец декабря 2020 г составила 66.2% от ЗВР, увеличившись с 65.2% годом ранее.

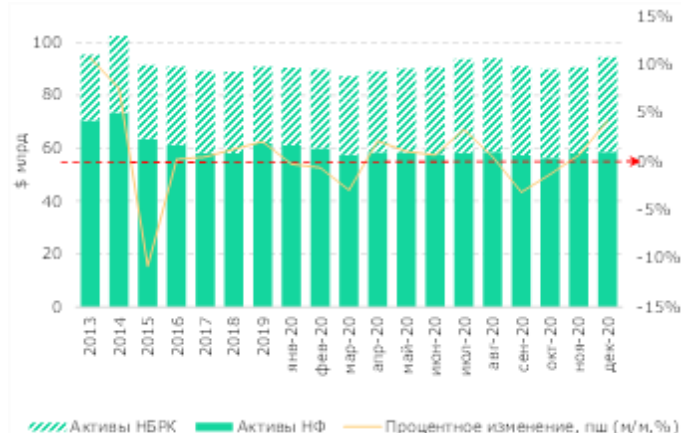
В рамках резервов НБК наблюдается увеличение активов в СКВ на 14.0% кв/кв до \$12.1 млрд (+19.6% г/г). При этом доля СКВ в структуре ЗВР составила 33.8% против 34.8% годом ранее. По данным МВФ, на конец 2020 г. в структуре ЗВР наблюдается рост активов в ценных бумагах до \$5.7 млрд (+7.7% г/г). Активы и депозиты в СКВ в 2020 г. увеличились на 38.0% и составили \$5.6 млрд. В декабре 2020 г. произошло существенное увеличение депозитов НБК (+75.7% м/м) за счет зачисления средств в рамках займа правительства РК у Азиатского Банка Развития (\$909 млн), а также поступлений от Карачаганакского консорциума в результате урегулирования многолетнего спора с РК о разделе продукции (\$1.3 млрд).

Отдельно стоит отметить, что БВУ вынуждены держать полученные от резидентов в качестве депозитов валютные средства, не используемые в кредитовании и не вложенные во внутренние валютные активы (например, обязательства Минфина), на счетах НБК, которые регулятор также учитывает в составе своих ЗВР. Такая практика не является типичной для большинства других стран, хотя учетная процедура и не противоречит стандартам МВФ. На конец 2020 г. валютные резервы НБК за вычетом депозитов банков в иностранной валюте составили \$27.7 млрд, за год увеличившись на 17.4%. В течение года доля депозитов банков в gross резервах колебалась между 18% и 28%, в среднем составив 22%. За счет роста валютных депозитов банков почти на 50% прирост резервов без учета данных депозитов за 2020 г. был меньше, чем прирост общих резервов НБК.

Поступления средств в НФ в январе-декабре прошлого года, по данным Министерства Финансов РК, увеличились на 22.7% в годовом выражении до Т5.0 трлн (\$12.1 млрд). Рост поступлений в Национальный Фонд был вызван двукратным увеличением инвестиционных доходов от управления Фондом, которые составили Т3.7 трлн (\$8.6 млрд) против Т1.2трлн (\$3.1 млрд) годом ранее.

Поступления прямых налогов от предприятий нефтяного сектора сократились на 50.6% г/г до Т1.4 трлн (\$3.4 млрд). Существенное сокращение поступлений наблюдается по КПН (-65.4% г/г) и по рентному налогу на экспорт (-62.8% г/г). Налог на добычу полезных ископаемых сократился на 21.9% г/г. За 2020 г. расходы фонда увеличились на 55.2% г/г и составили Т4.8 трлн или \$11.6 млрд. В январе-декабре 2020 г. размер гарантированного трансферта в государственный бюджет, за счет которого и произошло увеличение расходов, увеличился на 76.7% г/г и составил Т4.8 трлн или \$11.5 млрд. За январь-декабрь 2020 г. сальдо поступлений в Фонд сложилось положительным и составило Т199 млрд (\$482 млн).

Рисунок 22 Консолидированные резервы Казахстана



Источник: НБК, Halyk Finance

Подготовлено АО «Halyk Finance»

© 2021 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».

© 2021, все права защищены.

Департамент исследований

Станислав Чуев
Асан Курманбеков
Дмитрий Шейкин
Владислав Бенберин
Мадина Метеркулова
Алмас Альмаганбетов

Директор
Макроэкономика
Макроэкономика
Долевые инструменты
Долевые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
v.benberin@halykfinance.kz
m.meterkulova@halykfinance.kz
a.almaganbetov@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