

---

**18 марта 2022 г.**

---

*В 2021 г. рост цен на сырье, значительное поступление бюджетных и внебюджетных средств в реальный сектор экономики, а также ускорение потребительского кредитования и изъятие накоплений из ЕНПФ способствовали восстановлению темпов роста казахстанской экономики до докризисного уровня в 4% г/г. Однако это не могло не подстегнуть рост инфляции, которая по итогам года составила 8.4%.*

*В 2022 г. основное влияние на экономику Казахстана будет оказывать геополитическая напряженность, санкционное давление на основного торгового партнера, Российскую Федерацию, а также усиление кризисных явлений в мировой экономике. Мы прогнозируем следующие макроэкономические параметры: рост ВВП РК 3.3%, инфляция 10-12%, валютный курс 490 тенге за доллар США.*

**Рост цен на нефть и расширение объемов добычи на фоне сохранения бюджетного стимула обеспечат рост ВВП РК на 3.3% в 2022 г.** Высокие нефтяные котировки и наращивание объемов нефтедобычи с 85.7 млн т. в 2021 г. до 88 млн т. в 2022 г. поддержат рост казахстанской экономики. Также в текущем году продолжится рост расходов госбюджета, направляемых на поддержку экономики, в том числе, в 1 квартале ожидается приток остатка пенсионных накоплений. Однако внешнеэкономическая ситуация серьезно осложняется тесными экономическими связями с экономикой РФ, находящейся под жесткими западными санкциями, которые косвенно подавляют деловую активность в Казахстане и ведут к падению доходов домохозяйств из-за девальвации нацвалюты и как следствие ускорения инфляции. В результате мы ожидаем замедления роста казахстанского ВВП до 3.3% г/г.

**Повышение волатильности валютного курса под давлением внешних шоков.** За 2021 г. курс национальной валюты ослаб на 2.6% г/г до 431.7 тенге за доллар США. Ослабление курса по паре USDKZT происходило на фоне роста котировок нефти (+50.2% на конец периода до \$77.8 за баррель) и укрепления доллара США (+6.4% до 95.67пп). Российский рубль к доллару США за прошлый год ослаб только на 0.6% по сравнению с ослаблением тенге на 2.6% г/г, однако квартальное ослабление российской валюты составило 2.1% кв/кв до 74.3 рубля за доллар США.

В 2022 г. динамика валютного курса тенге будет определяться, с одной стороны, высокими ценами на экспортируемую из Казахстана нефть и металлы, с другой стороны, ростом геополитической напряженности и зависимостью от импорта из соседних стран, валютный курс которых будет демонстрировать волатильность. По итогам 2022 г., по нашим прогнозам, курс доллара США сформируется на уровне 490 тенге. При этом мы ожидаем повышенной волатильности курса в краткосрочной перспективе с последующей стабилизацией во 2 полугодии текущего года.

**Темпы инфляции ускорятся.** После достижения максимального значения за последние 5 лет в 8.9% г/г в сентябре-октябре прошлого года, темпы потребительской инфляции замедлились до 8.4% г/г в декабре 2021 г. Ускорению инфляции способствовала трансмиссия бюджетных и внебюджетных фондов в реальный сектор казахстанской экономики на фоне высоких темпов инфляции в странах-торговых партнерах (глобальная инфляция ускорилась почти в три раза до 5.7% г/г). Обозначенные факторы не утратят своего влияния и в 2022 г., однако их эффект будет усилен глобальной геополитической напряженностью, обменом санкциями и трансмиссией инфляции через канал валютного курса. Мы ожидаем, что инфляция в 2022 г. ускорится до 10.0-12.0% на фоне сокращения поставок со стороны компаний, попавших под действие санкций, а также за счет повышенной волатильности валютных курсов.

---

**Денежно-кредитные условия будут оставаться относительно жесткими в 2022 г.** В течение 2021 г. НБК повысил базовую ставку на 75 бп до 9.75%. В январе 2022 г. НБК повысил базовую ставку сразу на 50 бп. до 10.25% а в феврале увеличил ее до 13.25% в качестве мер монетарного реагирования на внешнеэкономические и геополитические шоки. Повышение ставок с целью ограничения валютных спекуляций и проведение валютных интервенций в условиях высокой волатильности валютного курса были вполне ожидаемыми шагами. В среднесрочном периоде сохранение таких монетарных условий НБК будет негативно отражаться на темпах роста казахстанской экономики. С учетом ожидаемого ускорения инфляции базовая ставка НБК в 2022 г. составит 12-14%.

Основные макроэкономические показатели	2020	2021	2022		
			Базовый	Пессимистичный	Оптимистичный
Цена на нефть, Brent, сред., USD/барр.	42.3	70.4	75.0	55.0	90.0
Реальный ВВП, % за год	-2.5	4.0	3.3	1.8	4.0
Обменный курс USDKZT, на конец периода	420.7	431.7	490.0	528.0	469.0
Обменный курс USDKZT, сред за год	413.0	426.0	461.0	480.0	450.0
ИПЦ, на конец периода, % г/г	7.5	8.4	10-12	13-14	9-10
Базовая ставка, % на конец периода	9.0	9.8	12-14	14-15	10-11
Баланс госбюджета, % ВВП	-4.0	-3.1	-3.1	-3.8	-2.7
Текущий счёт, % ВВП	-3.7	-3.0	0.6	-1.9	1.0

## Высокие цены на нефть и резкий рост нефтедобычи ускорили рост экономики в 4 квартале

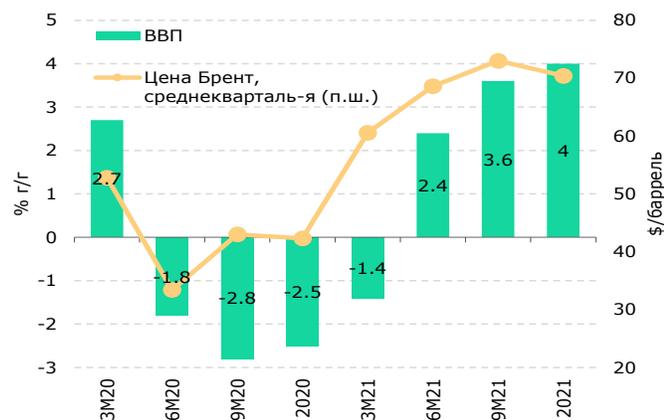
Рост экономики Казахстана в 4кв2021 г. ускорился до 4.0% с 3.6% г/г за 9М2021 г. Тем самым экономика уверенно вышла на докризисные темпы роста (4.2% в среднем в 2017-2019 гг.). Экономическому подъему способствовало восстановление мировой экономики и как следствие возросший внешний спрос на сырьевые товары казахстанского производства. По оценке МВФ рост мирового ВВП в 2021 г. составил 5.9% после сокращения на 3.1% в 2020 г. Выросший вслед за улучшением экономической ситуации спрос на энергоносители способствовал повышению мировых цен на нефть на 9% в 4 квартале до почти \$80 за баррель в среднем за квартал и на 66% до свыше \$70 за баррель в среднем за 2021 год. На таких высоких уровнях цены на нефть не находились с конца 2014 г. По завершению ремонта на Тенгизском месторождении, объемы добычи нефти в республике в 4кв2021 г. увеличились на 16.9% кв/кв и на 11.3% в годовом выражении. Такие темпы роста объема добычи способствовали ускорению темпов роста ВВП в конце прошлого года.

Отметим также эффект низкой базы 2020 г., когда сокращение ВВП РК составило 2.5% г/г, кроме того, Бюро национальной статистики в 2021 г. каждый квартал пересматривало первоначальные оценки динамики ВВП. Так, по итогам 9М2021 года результаты были улучшены с +3.4% г/г до +3.6% г/г.

Адаптация экономики к карантинным ограничениям, степень жесткости которых сохранялась примерно на одном уровне с 4кв2020 г., положительно влияла на уровень деловой активности. Так, сфера услуг, как наиболее пострадавшая от карантинных ограничений в экономике, по итогам 2021 г. смогла продемонстрировать рост на 3.9% г/г, что было вполне сопоставимо с темпом роста ВВП в 4.0% г/г.

Изъятия населением части своих пенсионных накоплений в размере почти в Т2.3 трлн в 2021 г. выступали дополнительным драйвером роста экономической активности не только непосредственно в сферах жилой недвижимости и здравоохранения, но и через межотраслевые связи в других секторах экономики. При этом в 1П2021 г., была изъята подавляющая часть пенсионных сбережений в размере Т1.4 трлн, в 3кв2021 г., объем изъятий сократился до Т281 млрд, но существенно вырос до Т600 млрд в 4 квартале на новостях об увеличении порога изъятий.

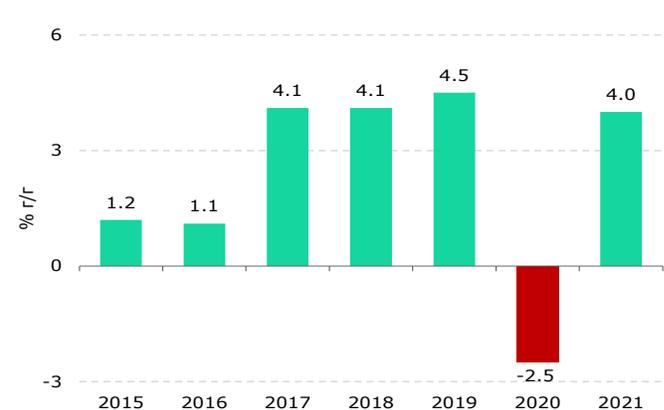
Рис. 1. ВВП РК и среднеквартальные цены на нефть



\* ВВП кумулятивно

Источник: БНС

Рис. 2. Динамика роста ВВП



Источник: БНС

## Помимо строительной отрасли и телекоммуникаций существенный рост отмечался в торговле и промышленности

В четвертом квартале 2021 г. экономическое восстановление имело более широкую отраслевую базу, когда все отрасли, за исключением сельского хозяйства, демонстрировали положительную динамику роста, на что оказывали влияние, как внешние, так и внутренние факторы, в частности, восстанавливающийся спрос и частичная стабилизация ситуации с коронавирусом. Драйверами роста на внутреннем рынке, благодаря стимулирующим мерам государства выступали прежде всего, сферы строительства, телекоммуникаций, обрабатывающей промышленности и торговли. В то же время улучшение состояния внешнего спроса повысило активность в добывающей промышленности страны и оптовой торговле. Помимо роста цен на нефть, также отмечался существенный рост стоимости металлов на мировых рынках, так алюминий подорожал на 45% против снижения на 5% в 2020 г., цинк повысился в цене на 32% против сокращения на 11% в 2020 г., а стоимость меди стала выше на 51% после повышения на 3% в 2020 г.

Темпы роста в промышленности также поступательно ускорились с 2.7% г/г в январе-сентябре до 3.8% г/г за 12М2021 г. При этом в добывающей отрасли отмечен рост на 1.7% г/г, а в обрабатывающей промышленности – на 5.5% г/г. Отметим, что рост в обрабатывающей промышленности за последние пять лет не опускался ниже показателя в 4% и даже в 2020 г., несмотря на пандемию, составил 4.1% по итогам года.

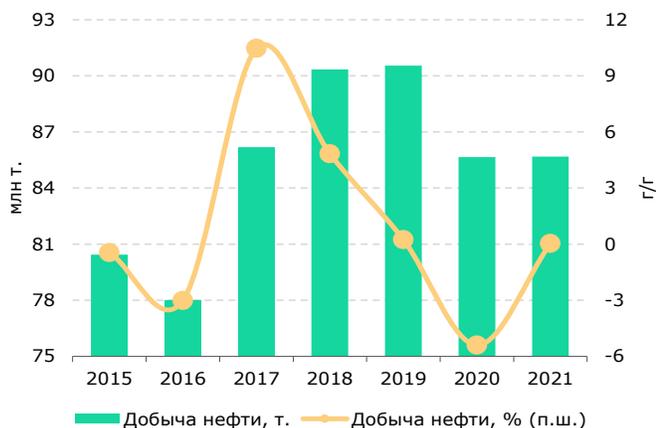
Благоприятная конъюнктура на внешних рынках наряду с ростом объемов производства в промышленности привели к росту казахстанского экспорта в 2021 г. на 25.8% до \$52.7 млрд. Объемы несырьевого экспорта также продемонстрировали значительный рост, увеличившись на 24.6%.

Объемы добычи нефти в 4кв2021 г. резко увеличились до 23.3 млн т. (+16.9% кв/кв), после снижения в 3 квартале до менее чем 20 млн т. в результате планового капитального ремонта на месторождении Тенгиз. По итогам 2021 г. объем добычи нефти и газового конденсата в республике увеличился «символически» на 0.03% г/г и составил 85.7 млн т. В то время как Минэнерго РК, планировало, что объем нефтедобычи составит 86 млн т. В текущем году с учетом ослабления ограничений в рамках соглашения ОПЕК+ добыча углеводородов в стране может увеличиться на 2.7% до 88 млн т., что тем не менее, будет все еще ниже показателей 2018-2019 гг., когда добывалось более 90 млн т. в год.

После «провального» 2020 года нефтяные котировки в 2021 г. отыграли свое падение и достигли отметки в \$70.4 за баррель в среднем за год (+66%). Хотя ситуация с COVID-19 остается пока неопределенной, спрос на энергоносители существенно вырос, при этом наблюдался дефицит со стороны предложения. В результате опережающего роста спроса над предложением, уровень запасов по оценке Минэнерго США в прошлом году сократился на 1.4 млн б/д, т.е. рынок испытывал заметный дефицит, что и толкало нефтяные котировки вверх.

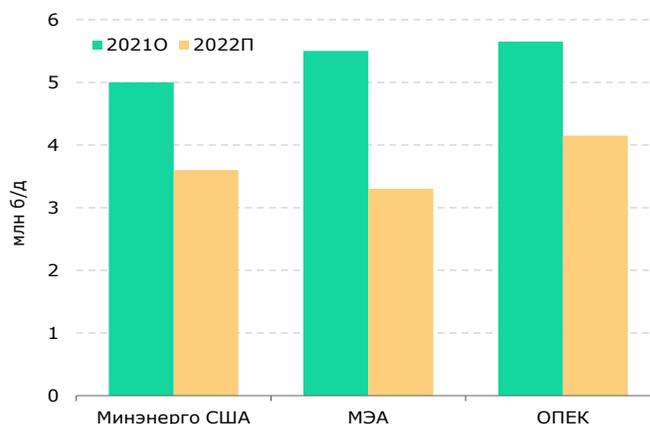
В 2022 г. прогнозы роста спроса на углеводороды от ведущих профильных организаций находятся на уровне 3.3-4.15 млн б/д, при этом у участников рынка есть ожидания, что уже в первом квартале текущего года нефтяной рынок может вернуться к профициту. В настоящее время нефтяные котировки находятся на семилетних максимумах выше \$90 за баррель и не исключается их рост до \$100 за баррель и выше, ввиду геополитической напряженности вокруг конфликта РФ и Украины. При этом нельзя исключать, что санкции против Ирана в текущем году могут быть ослаблены, что в свою очередь может увеличить предложение нефти на мировом рынке. Однако, в случае снятия санкций Ирану скорее всего придется присоединиться к соглашению стран ОПЕК+ по ограничению добычи нефти (в настоящее время эта страна не участвует в соглашении) и соответственно ОПЕК продолжит контролировать поставки углеводородов на мировой рынок.

Рис. 3. Динамика объемов добычи нефти, РК



Источник: БНС

Рис. 4. Оценка роста спроса на нефть в мире



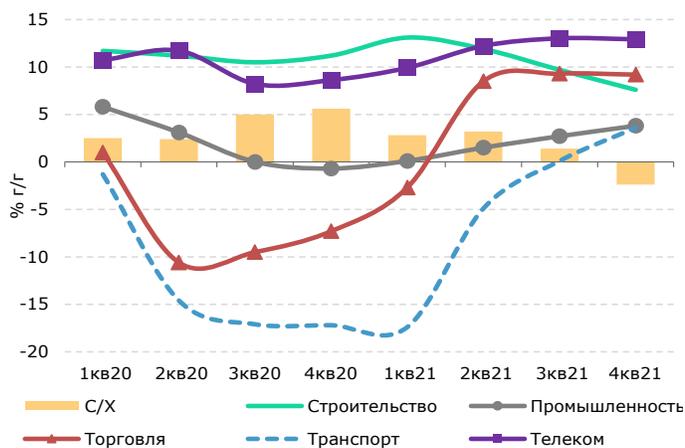
Источник: Минэнерго США, МЭА, ОПЕК

Бум в строительстве начал постепенно ослабевать в 2021 г., и если в первом квартале рост превышал 13% г/г, то в конце года он заметно замедлился до 7.6% г/г. На замедление динамики в строительной отрасли повлияли более умеренные темпы освоения инвестиций в строительную инфраструктуру и сооружений. В свою очередь, объемы ввода жилой недвижимости увеличились на 11.4% г/г до 17 млн кв.м. – новый рекорд, демонстрирующий удвоение площади ввода жилья к уровню 2015 г. В текущем году госорганы дают прогноз ввода жилья на том же уровне в 17 млн кв.м.

Транспортная сфера, которая пережила наиболее затяжной спад, по итогам четвертого квартала 2021 г. ускорила до 3.6% г/г в сравнении с 0.1% г/г за 9 месяцев прошлого года.

Сокращение выпуска продукции и услуг в сельском хозяйстве в январе-декабре 2021 г. составило 2.4% г/г, после высокого показателя 2020 г. в 5.7%. Снижение объемов выпуска было обусловлено уменьшением производства продукции растениеводства на 6.7% г/г вследствие «слабого» урожая.

Рис. 5. Динамика выпуска по отраслям



Источник: БНС

Рис. 6. Динамика выпуска в промышленности



Источник: БНС

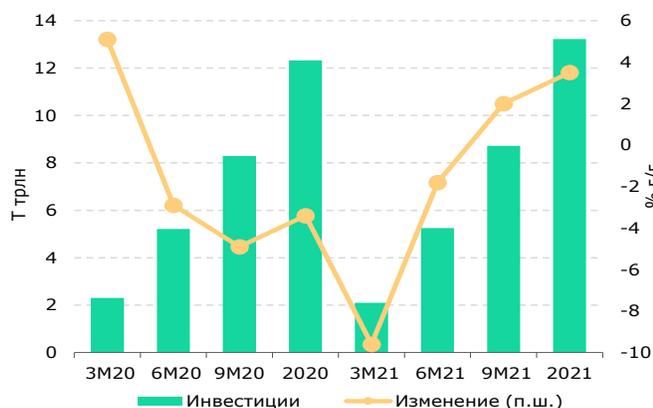
### Расширение объемов инвестиций в 4 квартале 2021 г.

Во второй половине 2021 г. инвестиции в основной капитал вернулись в положительную зону роста после спада, наблюдавшегося со второго квартала 2020 г. По итогам четвертого квартала темпы роста инвестиций достигли 3.5% г/г. Объем инвестиций в четвертом квартале составил Т4.5 трлн, что на Т0.5 трлн превысило показатель аналогичного квартала 2020 г. В целом за 2021 г. общий объем инвестиций в основной капитал составил Т13.2 трлн и превысил уровень в Т12.3 трлн 2020 г., когда наблюдалось сокращение инвестиций на 3.9%. Инвестиционные вложения в 2021 г. также оказались выше уровня 2019 г., когда их объем составил Т12.6 трлн. В то же время отметим, что в период 2017-2019 гг. среднегодовые темпы роста инвестиций превышали 10% в год за счет инвестиций в расширение и дальнейшую разработку Тенгизского месторождения.

Темпы роста инвестиции в основной капитал в добывающей отрасли в 2021 г. сократились на 9.1% до Т3.7 трлн (Т4.1 трлн в 2020 г.). В 2019 г. их объем составил Т5.6 трлн с удельным весом в примерно 45% в общем объеме инвестиций по сравнению с 28% по итогам прошлого года. По данным корпорации Шеврон, разрабатывающей Тенгиз, в 2021 г. ее вложения составили \$2.6 млрд, а в текущем году ожидается освоение \$2 млрд (-17%).

Инвестиции в обрабатывающую промышленность в 2021 г., напротив, продемонстрировали рост на 38.1% г/г (Т1.6 трлн против Т1.1 трлн годом ранее). Наряду с этим, в сельском хозяйстве рост инвестиций составил 33.3% г/г, в строительстве 19.1% г/г, в торговле 24.7% г/г, а в сфере операций с недвижимым имуществом 17.9% г/г. Во всех перечисленных отраслях объемы инвестиций превысили показатели докризисного 2019 г.

Рис. 7. Инвестиции в основной капитал



Источник: БНС

Рис. 8. Инвестиции в жилищное строительство



Источник: БНС

### Восстановление торговли за счет товаров длительного пользования

На фоне восстановления экономики и увеличения потребительской активности оборот розничной торговли в январе-декабре в реальном выражении вырос на 6.5% г/г по сравнению с увеличением на 6% г/г за 9М2021 г. Розничный товарооборот в номинальном выражении за 2021 г. увеличился до Т13.4 трлн с Т11.7 трлн в 2020 г. (Т11.3 трлн в 2019 г.). При этом рост розничной торговли произошел прежде всего за счет оборота непродовольственных товаров, объем продажи которых увеличился на 9.6% г/г, в то время как по продовольственным товарам увеличение зафиксировано всего на 1.0% г/г. Такая существенная разница в динамике данных товарных групп обусловлена их динамикой в кризисный 2020 г., когда наблюдалась противоположная картина – сокращение на 10.1% г/г оборота непродовольственных товаров, при одновременном увеличении реализации продовольственных на 7% г/г.

Очевидно, что после восстановления экономической активности до докризисного уровня, население увеличило объемы приобретения товаров длительного пользования, особенно с учетом того, что в кризисном 2020 г. оно больше сберегало, что сформировало отложенный спрос. Так, депозиты физлиц в 2020 г. увеличились на Т1.7 трлн (+17.7%), тогда как прирост оборота розничной торговли оставил всего Т0.4 трлн (+3.6%). В прошедшем году депозиты физлиц увеличились на Т2.5 трлн (+22.9%), а оборот розничной торговли увеличился на Т1.7 трлн (+14.2%).

Дополнительным стимулом для роста депозитов населения и объемов потребления стали изъятия пенсионных сбережений, объем которых в 2021 г. достиг Т2.3 трлн. Безусловно большая часть этих накоплений была использована на покупку, погашение либо получение новой ипотеки. Однако доступ к пенсионным сбережениям временно увеличил располагаемый доход населения и позволил нарастить потребление. В свою очередь возросший спрос на жилье выступал стимулом роста объемов жилищного строительства, что отразилось на повышении доходов занятого в данной и смежных отраслях населения.

Кроме того, восстановление экономики сопровождалось ростом средней номинальной заработной платы, которая составила Т275.6 тыс. в 4кв2021 г. (+18.2% г/г в номинальном и +8.7% г/г в реальном выражении), что стимулировало восстановление потребительской активности населения.

Рис. 9. Динамика оборота розничной торговли



Источник: БНС

Рис. 10. Оборот розничной торговли по товарным группам



Источник: БНС

### Рекордный уровень инфляции с 2017 года

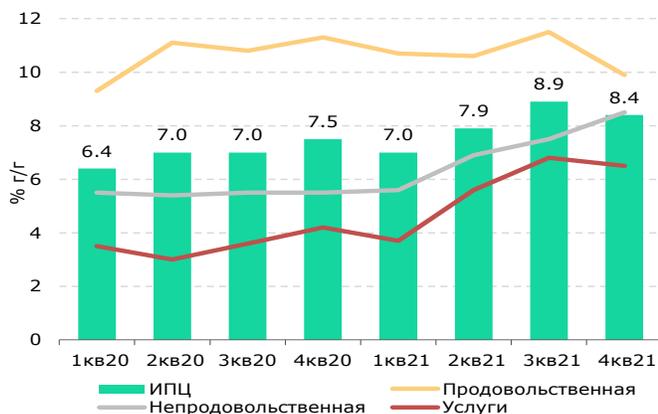
Темпы потребительской инфляции в 4кв2021 г. замедлились до 2.0% по сравнению с 2.4% в 4кв2020 г., тогда как в 3кв2021 г. наблюдалось их ускорение до 1.6% по сравнению с 0.7% в 3кв2020 г. В годовом выражении индекс потребительских цен в декабре также продемонстрировал замедление до 8.4% г/г с 8.9% г/г в сентябре и 8.7% в ноябре 2021 г. Рост цен на продовольственные товары замедлился до 9.9% г/г (10.9% г/г в ноябре 2021 г.), а стоимость непродовольственных товаров выросла на 8.5% г/г (8.3% г/г в ноябре 2021 г.). Платные услуги подорожали на 6.5% г/г (6.4% г/г в ноябре 2021 г.).

В целом, темпы потребительской инфляция, зафиксированные на уровне 8.4% в конце 2021 г., являются максимальными с 2017 года. Ускорение инфляции началось в 2019 году после достижения ею минимума в 5.3% в 2018 г. Ускорению роста цен способствовали, как внешние, так и внутренние факторы. Среди них были и повышение нефтяных котировок на 66% г/г в прошедшем году до \$70.4 за баррель (средняя цена за год) и подорожание продуктов питания на мировом рынке на 28.1% г/г (индекс цен на продовольствие FAO - Всемирной продовольственной организации) до 10-летнего максимума.

Глобальный характер инфляционных процессов наглядно демонстрирует динамика инфляции на мировом уровне, которая согласно данным информационного агентства Блумберг, по итогам 2021 г. почти утроилась с 2.1% в 2020 г. до 5.7% в 2021 г. В РФ инфляция достигла максимума с 2016 г. в 8.4% по сравнению с 4.9% в предыдущем году, в США инфляция подскочила с 1.4% до 7%, а в странах Еврозоны дефляция в 2020 году сменилась резким подъемом до 5% по итогам 2021 г. Таким образом, внешняя инфляция через рост импорта потребительских товаров, а также через котировки товаров на биржах транслируется на цены на внутреннем рынке Казахстана.

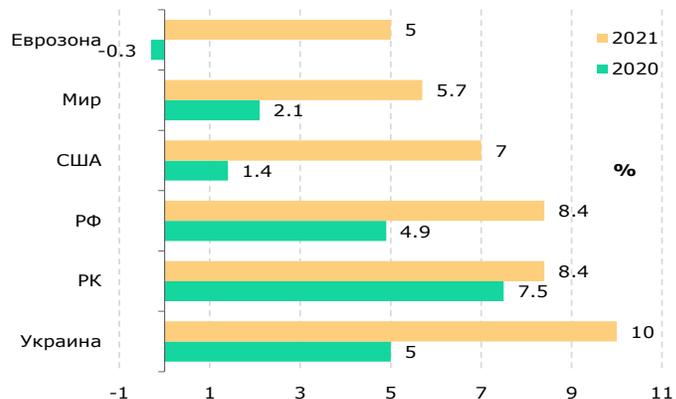
Давление на потребительские цены происходило также за счет ослабления национальной валюты (среднегодовой курс), которая потеряла к доллару США 3.2% своей стоимости в 2021 г. и 7.9% в 2020 г. Стимулирование экономики и ее быстрое восстановление способствовали росту номинальной заработной платы в 2021 г. на 17% г/г. На рынок жилой недвижимости из пенсионных накоплений граждан в 2021 г. поступило Т2.1 трлн (~2.5% от ВВП), что спровоцировало рост цен на недвижимость на 22%, а стоимость аренды, являющейся компонентом платных услуг, при этом увеличилась на 17.6%, что в конечном счете отразилось на показателе общей инфляции. Таким образом, ускорение темпов инфляции произошло не только со стороны совокупного предложения из-за роста издержек производства, но и со стороны совокупного потребительского спроса и инвестиций, получивших сильный монетарный импульс из-за роста доходов населения и введения в потребительский оборот части пенсионных средств граждан.

Рис. 11. Потребительская инфляция, РК



Источник: БНС

Рис. 12. Глобальная инфляция



Источник: БНС

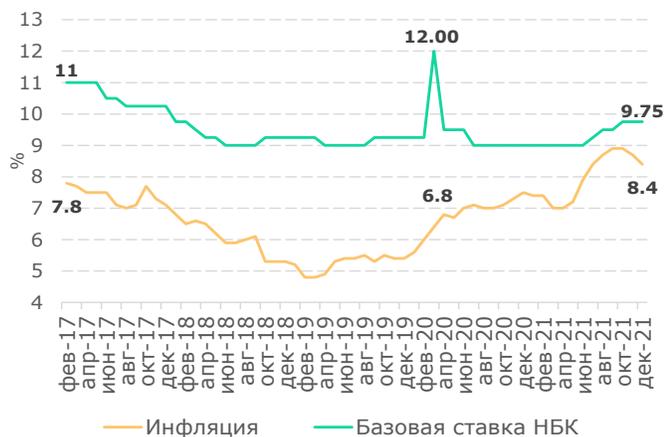
Потенциальные риски для инфляции в республике сохраняются и могут реализоваться. Так, повышение стоимости удобрений и их дефицит или экономия может привести к снижению общей урожайности в республике и мире. Как следствие, произойдет дальнейший рост цен на продукцию сельского хозяйства. Сохраняющиеся разрывы в логистических цепочках, появление новых штаммов коронавируса, дальнейший рост цен на энергоносители, геополитическая напряженность и замедление темпов роста мировой экономики – все это может привести к более длительному сохранению мягкой денежно-кредитной политики и как следствие высокой инфляции в республике и мире.

### Процентная политика – НБК ужесточает денежно-кредитные условия

В течение 4кв2021 г. НБК лишь однажды ужесточил денежно-кредитные условия, повысив базовую ставку с сентябрьского уровня в 9.50% до 9.75% в октябре. В дальнейшем ставка оставалась на том же уровне уже до конца года. Коридор по управлению ликвидностью оставался симметричным +/-1%.

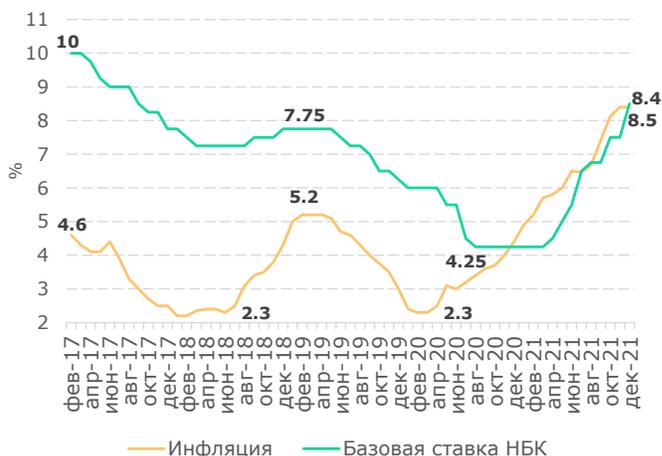
Макроэкономическая динамика для нефтедобывающих стран (РФ и Казахстан) была схожей и характеризовалась ускорением инфляционных процессов не только со стороны предложения на фоне восстановления мировой и локальных экономик, но и со стороны спроса на фоне роста деловой активности, расширения потребительского кредитования и расширения бюджетного импульса. Такая макроэкономическая динамика отразилась на ускорении не только потребительской инфляции (Казахстан до 8.4%, РФ до 8.4% г/г, Белоруссии 10.0% г/г, Кыргызстане 11.2% г/г), но и на ускорении цен предприятий-производителей промышленной продукции (Казахстан до 46.1%, РФ до 28.1% г/г, Белоруссии 14.3% г/г, Кыргызстане 5.6% г/г). Наряду с наблюдаемым ростом темпов инфляции наблюдалось ускорение инфляционных ожиданий со стороны населения. Относительно заякоренные инфляционные ожидания населения в Казахстане в ноябре резко «подскочили» до 10.8% и стабилизировались на уровне в 10.3% в декабре при фактическом уровне инфляции в 8.4%. В РФ ожидания населения находились весь прошлый год на высоком уровне (порядка 12%) и выросли до 13.5% в ноябре и до 14.8% в декабре на фоне ускорения фактических темпов инфляции до 8.4% г/г. Высокие темпы фактической и ожидаемой динамики инфляции привели к тому, что НБК и ЦБ РФ стали поступательно ужесточать денежно-кредитные условия. Однако, если НБК повысил базовую ставку только на 75 бп за прошлый год, то ЦБ РФ с марта прошлого года повысил ключевую ставку с 4.25% до 8.5%.

Рисунок 13. Динамика базовой ставки в РК



Источник: НБК, Halyk Finance

Рисунок 14. Динамика ключевой ставки в РФ



Источник: ЦБ РФ, Halyk Finance

Динамика инфляции в январе 2022 г. в Казахстане и РФ продолжила нарастать и составила 8.5% г/г и 8.7% г/г соответственно. В январе НБК повысил базовую ставку сразу на 50бп до 10.25%, а ЦБ РФ в феврале на 100 бп до 9.5%.

В текущем году мы более критично подходим к инфляции, потому что риски пандемии сохраняются, высокие цены на энергоносители способствуют сохранению роста издержек производства, а расширение спроса за счет восстановления деловой и инвестиционной активности, роста потребления за счет кредитования потребительских целей домохозяйств, а также импорта инфляции по внешнеторговым каналам — все это может внести корректировку в планы НБК. Не последнюю роль в сохранении высокого инфляционного фона будет играть нарастающая геополитическая напряженность вокруг РФ, которая за последние годы продолжает наращивает объемы импорта в РК (35.4% в 2020 г. до 42.1% в 2021 г.).

### Денежный рынок – рост стоимости денег вслед за ужесточением ДКП

Ставка по операциям автоматического РЕПО (TONIA) на конец 2021 г. сложилась на уровне 10.56% (8.98% в конце 2021 г.) при среднем значении в 9.61% в 4кв2021г. (8.80% во 3кв2021 г.). Объем сделок по автоматическому РЕПО в 4кв2021 г. увеличился в 3.4 раза г/г и составил Т39.103 млрд, при этом среднее значение дневных сделок за период составило Т620.7 млрд (Т433 млрд в 3кв2021 г.). Максимальный дневной объем сделок по операциям автоматического РЕПО пришелся на конец декабря 2021 г. и составил Т1 357 млрд. (Т643.5 млрд в конце августа 2021 г.).

Объем сделок по однодневным свопам USDKZT в 4кв2021 г. увеличился в 2.4 раза г/г до Т2 690 млрд. На конец 4кв2021 г. ставка по однодневным свопам USDKZT сложилась на уровне 9.47% (8.28% на конец 4кв2020 г.) при среднем значении ставки в 9.59% (8.47% в 4кв2020 г.). Максимальный объем сделок по однодневным свопам USDKZT пришелся на первые числа ноября 2021 г. и составил Т79.4 млрд при среднеквартальном значении в Т44.8 млрд (Т82 млрд в последние дни декабря 2020 г., среднеквартальное значение номинального объема сделок Т20.9 млрд). Объем сделок по двухдневным свопам USDKZT в 4кв2021 г. увеличился на 50.4% г/г до Т580 млрд. На конец 4кв2021 г. ставка по двухдневным свопам USDKZT сложилась на уровне 10.24% (7.99% в конце 4кв2020 г.) при среднеквартальном значении в 9.71% (8.07% в 4кв2020 г.).

Максимальный объем по двухдневным свопам приходится на середину октября и составляет Т33.8 млрд при среднеквартальном значении в Т11.8 млрд (Т25.2 млрд в последних числах декабря 2021 г., среднеквартальное значение номинального объема сделок Т9.2 млрд). В 4кв2021 г. наблюдалось заметное сокращение объема изымаемой ликвидности при помощи нот НБК (62% в структуре инструментов изъятия) на 23.3% кв/кв (-28.2% г/г) до Т2,102 млрд. При этом эффективная доходность по нотам НБК в обращении в декабре 2021 г. сложилась на уровне 9.96% (10.21% в декабре 2020 г. и 9.77% в декабре 2019 г.).

Рисунок 15. Ставки денежного рынка на конец периода

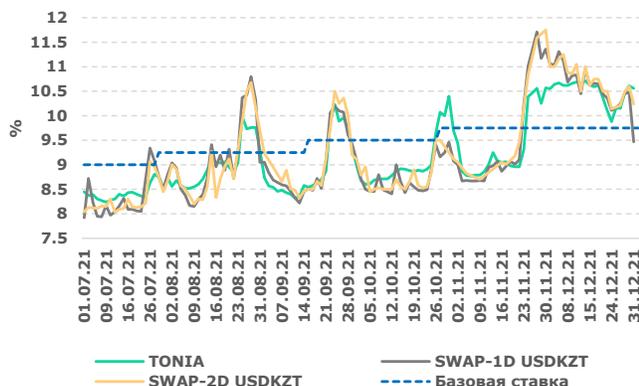
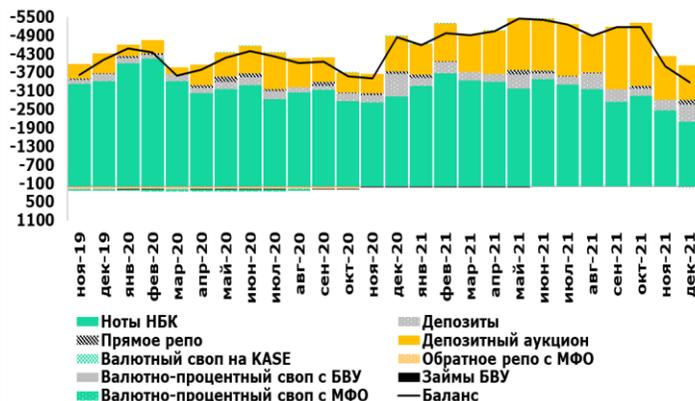


Рисунок 16. Изъятие избыточной ликвидности



Источник: НБК, Halyk Finance

Источник: НБК, Halyk Finance

Эффективная ставка первичного размещения нот НБК в декабре 2021 г. составила 10.17% при объеме размещения Т1,340 млрд против ставки в 9.33% и объеме первичного размещения в Т1,735 млрд в январе. Доходность размещения нот НБК сроком на 91-182 дней составила в декабре 2020 г. 9.93% и 9.96% соответственно. В целом же объем избыточной ликвидности сократился на 30% г/г и на конец прошлого года составил Т3,392 млрд.

Таким, образом на денежном рынке в 4кв2021 г. наблюдалось увеличение объемов сделок при одновременном удорожании стоимости денежных средств, которая формировалась ближе к верхней границе коридора по управлению ликвидностью НБК.

### Валютный курс тенге – ослабление было неизбежным

По состоянию на конец 2021 г. курс национальной валюты ослаб на 2.6% г/г до 431.7 тенге за доллар США (ослаб на 1.4% по сравнению с 3кв2021, до 426.03 тенге за доллар США в среднем за 2021 г.). Ослабление курса по паре USDKZT происходило на фоне роста котировок нефти марки Brent в моменте до \$86.4 за баррель с последующей коррекцией до \$68.9 на конец прошлого года. Не сдержали от ослабления курс национальной валюты и валютнообменные операции НБК для Национального фонда. Так, в 4кв2021 г. объем валютнообменных операций НБК сократился на 14.7% кв/кв до \$2.4 млрд, при этом в годовом выражении объем этих операций увеличился на 6.1% до \$9.6 млрд. Квартальное сокращение объема участия НБК в торговле валютой с 33.2% (с учетом валютных интервенций 35.9%) в 3 квартале до 23.0% (25.4%) в 4 квартале 2021 г. отчасти снизило поддержку национальной валюте на бирже.

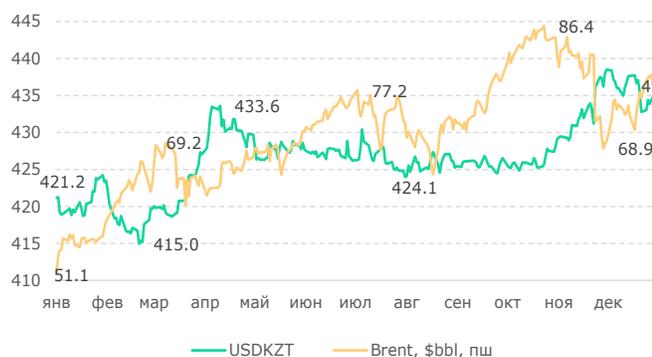
На валютном рынке в сегменте биржевых торгов по паре USDKZT в 4кв2021 г. наблюдался рост валютнообменных операций на 23.1% кв/кв до \$10.6 млрд. В целом же за год объем торгов по паре USDKZT увеличился на 25.8% г/г и составил \$34.6 млрд. Рост объемов торгов долларом США был обусловлен, с одной стороны пост-ковидным восстановлением экономики, ростом деловой активности, с другой - использовался в качестве хеджа от ожидаемого ослабления казахстанского тенге вслед за российским рублем. Спрос на доллар США наблюдался не только на площадке KASE, но и среди населения. Так, объемы покупки долларов США в обменных пунктах в ноябре увеличились на 56.8% м/м до Т297.5 млрд (\$687.4 млн), а в декабре еще на 28.1% м/м до \$378.4 млрд (\$872 млн). На денежном рынке страны объем торгов однодневными свопами USDKZT увеличился в 2.4 раза, а двухдневными на 50.4% г/г. На фоне роста спроса на доллар США, сокращения объемов продаж валюты для НФ, НБК пришлось напрямую предлагать валюту на внутреннем рынке в форме валютных интервенций в ноябре и декабре. Так, нетто продажа валюты в ноябре составила \$239.1 млн, а в декабре \$252 млн. Ослаблению курса казахстанского тенге в 4кв2021 г. способствовал квартальный отток нерезидентов из ГЦБ РК. Так, в октябре 2021 г. объем ГЦБ, находящихся в номинальном владении нерезидентов, достиг исторического максимума и составил Т863 млрд. Однако по состоянию на начало января он сократился до Т595 млрд, что в принципе сопоставимо с объемом владения в январе 2021 г. (\$604 млрд).

**Доллар США.** На фоне роста спроса на валюту внутри страны наблюдалось постепенное укрепление доллара США к корзине ведущих мировых валют. За год американская валюта укрепилась на 6.5% до 95.67 причем в конце ноября прошлого года индекс DXY достиг максимального значения с июля 2020 г. и составил 96.87.

**Российский рубль.** Курс российского рубля к доллару США оказывал существенное влияние на курсообразование казахстанского тенге. Так, если коэффициент корреляции между тенге и рублем в 3кв2021 г. составлял 65.1%, то в 4кв2021 г. он увеличился до 82.2%. Российский рубль к доллару США за прошлый год

ослаб только на 0.6% по сравнению с ослаблением тенге на 2.6% г/г, однако за 4кв2021 г. ослабление российской валюты составило 2.1% кв/кв до 74.3 российских рубля за доллар США. Такое квартальное ослабление курса российского рубля наряду с прочими факторами сказалось на квартальном ослаблении тенге к доллару США на 1.4% кв/кв. При этом ослабление тенге к рублю в течение 4кв2021 г. в моменте достигало 6.14 тенге за рубль и по состоянию на конец года составило 5.77 тенге, что в целом сопоставимо с курсом 5.62-5.72 начала года при среднегодовом значении в 5.78 тенге.

Рисунок 17. Изменение котировок USDKZT vs Brent



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Рисунок 18. Изменение USDRUB и индекса USD



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Такой валютной динамике курсообразования по паре RUBKZT в 4кв2021 г. способствовала нарастающая враждебная санкционная риторика со стороны США и прочих стран в части вторжения РФ на территорию Украины. На фоне нагнетаемой напряженности нерезиденты продолжили свой выход из государственного долга РФ, а министерство финансов РФ, не ожидая спроса на свои бумаги, сократило эмиссию государственного долга в 4кв2021 г. на 67.4% кв/кв. Так, за 2021 г. Минфин России разместил 2 636,4 млрд руб. или 94.4% от запланированного объема, при этом доля нерезидентов сократилась на 1.1пп до 19.5%. Безусловную поддержку курсу российского рубля оказал рост котировок нефти, однако наряду с ростом притока валюты по внешнеторговым каналам (объем экспорта вырос на 39.1% г/г за 9М2021 г. и составил \$380 млрд, при этом профицит торгового счета увеличился на 93.4% г/г и составил \$110 млрд на фоне прироста стоимостного объема экспорта на 63% г/г во 2кв2021 г. и на 71% г/г в третьем кварталах) наблюдался отток капитала из РФ (чистый отток капитала в 2021 г., по предварительной оценке ЦБР, вырос на 42.8% г/г и составил \$72 млрд) и расширение объемов покупки валюты на внутреннем рынке согласно бюджетному правилу (в 4кв2021 г. Минфин России увеличил объем покупок валюты на 42.5% кв/кв до 1 338 млрд рублей, что составило 43.1% общей покупки валюты за 2021 г.), что сказалось на ослаблении рубля в 4кв2021 г.

Динамика обменного курса по паре USDKZT в 2022 г. будет формироваться за счет высокой стоимости нефти на мировых торговых площадках (среднее значение в 2022 г. составит \$75 за баррель), за счет валютнообменных операций НБК для Нацфонда (в размере порядка \$6.3-6.5 млрд). На рынке ГЦБ РК будет наблюдаться постепенный выход нерезидентов из государственного долга РК на фоне ужесточения мировыми банками денежно-кредитных условий (участники рынка ожидают от ФРС повышения учетной ставки 5 раз в этом году), что и будет способствовать оттоку иностранного капитала с развивающихся рынков. Индекс DXY будет формироваться на уровне 96-97пп на фоне транзакционного спроса на деньги, восстановления мировой экономики и торговли. Геополитический фон вокруг РФ будет оставаться напряженным в течение всего текущего года. Исходя из прогнозируемой макроэкономической и геополитической картины развития событий, мы полагаем, что национальная валюта ослабнет до 490 тенге за доллар США к концу текущего года.

### Незначительное сокращение дефицита текущего счета в 2021 г.

Текущий счет республики Казахстан за 2021 г., согласно предварительной оценке НБК, сложился с дефицитом в \$5.7 млрд (дефицит \$6.5 млрд за 2020 г.). Дефицит текущего счета наблюдался три квартала подряд, снизившись с \$1.5 млрд в первом квартале до \$1.2 млрд во втором и расширившись до \$1.4 млрд в третьем. В четвертом квартале дефицит текущего счета расширился до \$1.6 млрд.

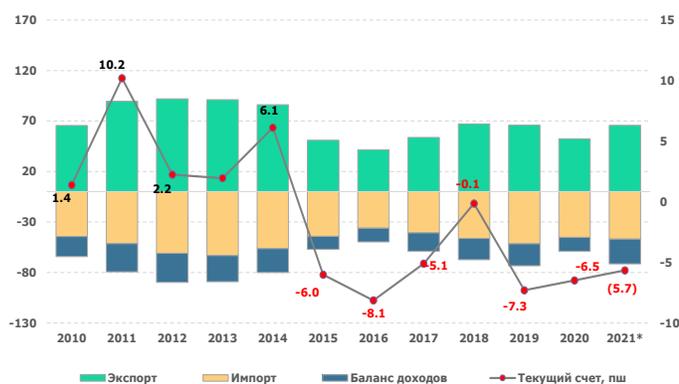
Несмотря на рост профицита торгового счета за 2021 г. на 101.4% г/г до \$20.7 млрд и на сокращение дефицита счета услуг с \$3.1 млрд до \$1.8 млрд, расширение дефицита по счету первичных доходов на 61.5% г/г до \$24.2 млрд способствовало сокращению дефицита текущего счета по сравнению 2020 г. всего лишь на \$826 млн.

Рост стоимости энергоносителей и металлов на международных площадках (83.5% структуры экспорта за 2021 г.) привел к опережающему росту экспорта (27.2% г/г до \$60.2 млрд) над импортом (6.6% г/г до \$39.4 млрд),

что, в свою очередь, и способствовало росту профицита торгового счета на 101.4% г/г до \$20.8 млрд. В структуре экспорта доля минеральных продуктов за последние два года не изменилась (66% от номинальной стоимости экспорта), а доля металлов в структуре увеличилась с 16% в 2020 г. до 17.5% в 2021 г. Согласно данным Бюро национальной статистики РК, физический объем экспорта нефти и газового конденсата оставил 65.6 млн тонн (-6.9% г/г), при этом объем экспорта в денежном выражении увеличился на 31.1% и составил \$31.1 млрд.

Расширение объема доходов, полученных нерезидентами от прямых инвестиций, за 2021 г. на 63.8% г/г до \$22.3 млрд привело к углублению дефицита счета первичных доходов с \$13.6 млрд за 2020 г. до \$22.3 млрд за 2021 г.

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



Источник: НБК, Halyk Finance, \*оценка

Рис. 20. Сокращение притока по финансовому счету, \$млрд.



Источник: НБК, Halyk Finance

По счету баланса вторичных доходов наблюдалось сокращение профицита в \$1.3 млрд 2020 г. до дефицита в \$417 млн за 2021 г.

Таким образом, постепенное восстановление внешнеторговой динамики на фоне сохраняющихся ограничений, связанных с мобильностью населения, и несколько затяжным восстановлением деловой активности в сфере предоставления международных услуг, а также рост оттока капитала в рамках прямых и портфельных инвестиций способствовали более сдержанному сокращению дефицита текущего счета республики Казахстан.

Относительный показатель дефицита текущего счета к ВВП за 2021 г. составил 3.0% (-\$5.7 млрд), сократившись с дефицита в -3.8% (-\$6.5 млрд) за 2020 г.

### Финансовый счет (без учета резервных активов НБРК)

По финансовому счету за 2021 г. наблюдалось сокращение притока капитала до \$6.1 млрд (\$15.9 млрд). Причем, в течение 3 кварталов прошлого года приток капитала только расширялся с \$518 млн. в 1кв2021 г. до \$2.6 млрд во втором и достиг своего максимального значения в \$3.7 млрд в третьем квартале. В 4кв2021 г. наблюдался отток капитала в размере \$680 млн.

Сокращению притока капитала по финансовому счету за 2021 г. способствовало сокращение притока капитала по счету прямых инвестиций на 32.5% г/г до \$4.1 млрд и на 59.3% г/г по портфельным инвестициям до \$3.3 млрд. При этом в рамках средних и долгосрочных инвестиций наблюдалось расширение притока капитала на 42.6% г/г до \$2.8 млрд, а в рамках краткосрочных потоков капитала наблюдалось увеличение оттока с \$200 млн до \$4.1 млрд. Чистое принятие обязательств Правительством РК и НБК увеличилось в 3.2 раза до \$3.9 млрд.

Относительный показатель притока капитала по финансовому счету к ВВП, согласно нашей оценке, сократился с притока с 9.3% (\$15.9 млрд) за 2020 г. до в 3.2% (\$6.1 млрд) за 2021 г.

### Консолидированные международные резервы продолжили сокращение

Консолидированные международные резервы Республики Казахстан на конец 2021 г. составили \$89.7 млрд, сократившись на 1.0% кв/кв (-5% г/г) за счет сокращения номинального объема валовых ЗВР НБК на 3.2 кв/кв до \$34.4 млрд (-3.5% г/г). Объем активов Национального фонда вырос на 0.5% кв/кв до \$55.3 млрд (-5.8% г/г).

В рамках резервов НБК наблюдается сокращение активов в СКВ на 19.2% кв/кв до \$10.8 млрд (-10.2% г/г). По данным МВФ, за декабрь 2021 г. в структуре ЗВР наблюдается сокращение активов в ЦБ на 8.7% г/г до \$5.2 млрд. Активы и депозиты в СКВ сократились на 40.4% г/г и составили \$3.3 млрд. Рост в структуре активов НБК демонстрирует золото, объем которого в денежном выражении вырос на 6.5% кв/кв и составил \$23.5 млрд (-0.2% г/г). Стоимость золота в течение прошлого года оставалась на относительно высоком уровне и к концу года составила \$1,829 за тройскую унцию (-3.2% г/г на конец периода). Рост этого актива преимущественно происходил за счет физического прироста на 3.7% г/г до 12.94 млн тройских унций или 402.8 тонн. Доля активов в золоте на конец прошлого года составила рекордные 68.5%, увеличившись с 66.2% годом ранее. Заметный рост произошел со стороны резервов в СДР (специальные права заимствования – инструмент МВФ), объем которых после распределения МВФ Казахстану \$1.6 млрд (согласно квоте 0.24% в фонде) увеличился с \$505 млн в июле до \$2.1 млрд в августе. По состоянию на конец прошлого года объем СДР составил \$2.05 млрд.

Рисунок 21. Международные резервы НБК

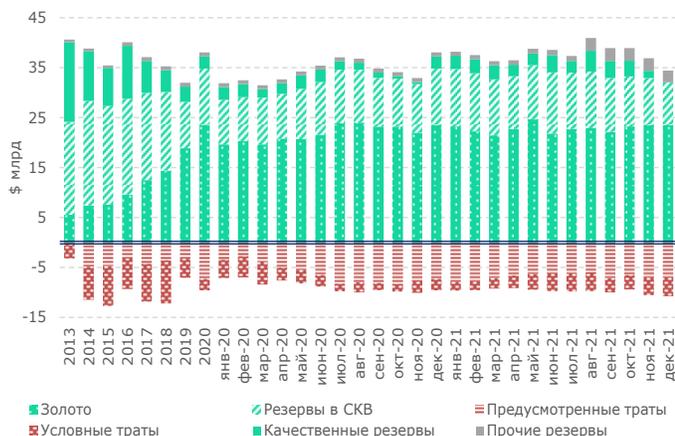
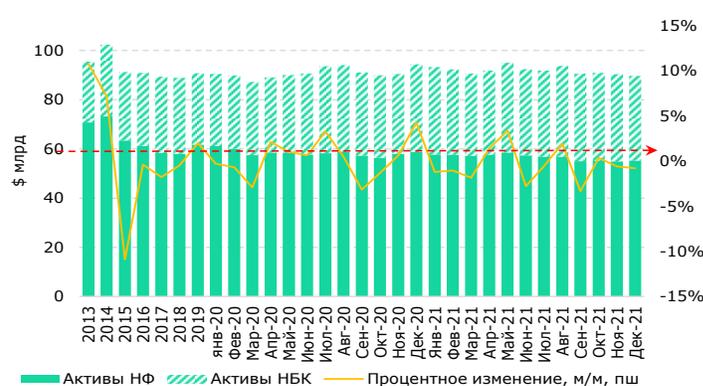


Рисунок 22. Консолидированные резервы Казахстана



Источник: МВФ, Halyk Finance

Источник: НБК, Halyk Finance

Поступления средств в НФ в январе-декабре, по данным Министерства Финансов РК, сократились на 37.5% в годовом выражении и составили Т3.5 трлн (\$8.1 млрд). Поступления прямых налогов от предприятий нефтяного сектора увеличились на 86% г/г до Т2.6 трлн (\$6.1 млрд). Существенный рост поступлений наблюдается по КПН (+125.5% г/г) и по рентному налогу на экспорт (+149.4% г/г). Налог на добычу полезных ископаемых увеличился на 32.4% г/г. В сумме доля этих статей в структуре поступлений составляет 66%. Инвестиционные доходы от управления фондом сократились на 80.5% г/г до Т799.5 млрд.

За 2021 г. расходы фонда сократились на 5.6% г/г и составили Т4.5 трлн или \$10.6 млрд. В 2021 г. размер гарантированного трансферта в государственный бюджет составил Т2.7 трлн, но с учетом целевого трансферта в размере Т1.8 трлн расходы фонда по сравнению с 2020 г. сократились незначительно - до Т4.5 трлн в 2021 г. против Т4.8 трлн в 2020 г. За 2021 г. сальдо поступлений в Фонд сложилось отрицательным и составило Т1.1 трлн (\$2.5 млрд).

**Подготовлено АО «Halyk Finance»**

© 2022 АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2022, все права защищены.

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

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

**Департамент продаж****E-mail**

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

**Адрес:**

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

**Bloomberg**

**HLFN**

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance