

---

**24 ноября 2021 г.**

---

Благодаря правительственным мерам поддержки, притоку пенсионных накоплений граждан и динамичному росту стоимости сырьевых товаров экономика Казахстана демонстрирует устойчивую восстановительную динамику на уровне 3.4% г/г по итогам 9М2021 г. Однако ценовые шоки со стороны предложения, как внутри страны, так и за ее пределами, а также расширение потребления домохозяйств и расходов государства провоцируют ускорение инфляции, которая в сентябре и октябре достигла своего пикового значения с ноября 2016 г. (8.9% г/г). На фоне ускорения темпов инфляции НБК ужесточил ДКП, повысив базовую ставку с 9% в июне до 9.75% в октябре. Несмотря на существенный рост цен на энергоносители (+51.6%), приток иностранного капитала в ГЦБ (+83.4%) с начала года, национальная валюта ослабла на 1.2% с начала года до 425.67 тенге за доллар США на фоне инфляции потребительского импорта (+10.6% г/г за 9М2021 г.) и сокращения дефицита текущего счета с \$5.1 млрд за 9М2020 г. до \$3.0 млрд за 9М2021 г. Наш прогноз на 2022 г. по росту ВВП составляет 4.0%, по инфляции – 7.5%, по курсу – Т438 за доллар США.

**Ускорение динамики показателей базовых отраслей.** Государственная поддержка в сочетании с притоком пенсионных сбережений и высоких цен на нефть привели к ускоренному восстановлению экономического роста казахстанской экономики до 3.4% г/г по итогам 9М2021 г. (2.4% за 6М2021 г.). Такие темпы восстановления свидетельствуют о выходе ВВП страны на траекторию, сопоставимую с докризисными уровнями. Высокий спрос и стимулирующие меры поддержали высокие темпы роста в строительной отрасли (+9.7% г/г). Карантинные меры, цифровизация экономики и повседневной жизни граждан способствовали ускорению роста в сфере связи и телекоммуникаций (+13% г/г). Двухкратный рост заработной платы заметно сказался на росте розничной торговли (+14.6% г/г номинально, +6% г/г в реальном выражении). Рост производства в обрабатывающей промышленности (+5.7% г/г) отчасти скомпенсировал отрицательную динамику снижения нефтедобычи из-за действующих ограничительных квот в рамках соглашения ОПЕК+ и капитального ремонта на нефтеносном месторождении Тенгиз. В то же время «слабый» урожай негативно сказался на темпах роста в сельском хозяйстве, однако отрасль сумела сохранить положительную динамику роста (+1.4% г/г).

**Капитальные инвестиции вернулись к росту.** По итогам 9М2021 года инвестиции в основной капитал увеличились на 2% г/г. Отложенные из-за пандемии проекты в не-нефтяном секторе начали активно реализовываться в текущем году, в результате чего рост инвестиций в обрабатывающую отрасль промышленности составил 80.6% г/г, в сельское хозяйство – 36.7% г/г, в строительство – 126.3% г/г и в сферу внутренней торговли – 37.8% г/г. В секторе операций с недвижимостью инвестиции выросли на 18.9% г/г. Высокий рост инвестиций в данных секторах отражает позитивные ожидания бизнеса в части перспектив роста экономики.

**Усиление инфляционного давления.** Экономический подъем наряду с усилением внешних и внутренних факторов инфляции привел к максимальному с конца 2016 г. ускорению темпов инфляции по итогам третьего квартала текущего года до 8.9% г/г. Рост цен отмечался по всем компонентам потребительской корзины, при этом темпы инфляции уже превысили 9% г/г в пяти регионах республики. Административные и монетарные меры воздействия на темпы инфляции пока значимого эффекта не оказали.

**НБК поступательно ужесточает ДКП на фоне ускорения темпов инфляции.** В течение третьего квартала 2021 г. на фоне ускорения темпов инфляции с 7.9% г/г в июне до 8.7% г/г в августе, НБК начал постепенно ужесточать денежно-кредитные условия в стране, повысив базовую ставку на 25 б.п. в июле и сентябре до 9.50%. В октябре регулятор увеличил базовую ставку еще на 25 б.п. на фоне ускорения инфляции до 8.9% г/г.

**Казахстанский тенге – ослабление с начала года.** По состоянию на конец 3кв2021 г. национальная валюта ослабла на 1.2% с начала года до 425.67 тенге за доллар США, при этом за год тенге укрепился на 0.9% (укрепление на 0.5% кв/кв). В течение 3кв2021 г. национальная валюта получила поддержку со стороны продолжающегося роста цен на энергоносители и от валютнообменных операций НБК для НФ, при этом незначительный отток иностранного капитала из ГЦБ (-0.4% кв/кв) и рост импорта (+2.7% г/г за 9М2021 г.) оказал несколько сдерживающее влияние на укрепление тенге.

---

**Дефицит текущего счета сократился.** Текущий счет республики Казахстан за 9М2021 г. сложился с дефицитом в размере \$3.0 млрд, продемонстрировав сокращение по сравнению с дефицитом в \$5.1 млрд за аналогичный период прошлого года. Сокращению дефицита текущего счета способствовало расширение торгового баланса на 76.8% г/г до \$15.1 млрд, сокращение дефицита баланса услуг на 49.8% г/г до \$1.3 млрд. По финансовому счету за 9М2021 г. наблюдалось сокращение притока капитала на 32.5% до \$6.5 млрд. Сокращению положительной динамики притока капитала в РК способствовало сокращение притока капитала по счету прямых инвестиций 60.9% г/г до \$1.9 млрд.

**Международные резервы продолжили сокращение.** Консолидированные резервы за 9М2021 г. сократились на 4.0% (-0.6% г/г) до \$90.6 млрд за счет сокращения объема активов Национального фонда на 6.3% с начала года до \$55.1 млрд (+4.0% г/г) на фоне незначительного сокращения объема валовых ЗВР НБК на 0.3% до \$35.5 млрд (+5.1% г/г).

**Прогноз на 2022 г.: рост ВВП на 4.0%, инфляция 7.5%, курс Т436 за доллар США.** По нашему мнению, достигнутая динамика восстановления экономики в 2021 году создаст необходимую базу для продолжения роста и в 2022 году. В первую очередь благодаря высоким нефтяным котировкам Казахстан как производитель сырья имеет хороший потенциал для увеличения доходов от экспорта, в том числе и за счет постепенного повышения квот на нефтедобычу. Запланированное увеличение расходов госбюджета в 2022 году на Т0.8 трлн до Т18.6 трлн при сохранении программ поддержки бизнеса со стороны Нацбанка создает дополнительные условия для стимулирования внутреннего спроса. Кроме того, продолжится приток пенсионных накоплений в экономику. Соответственно, рост реального ВВП в следующем году по нашим ожиданиям составит 4.0%, что сопоставимо с докризисными показателями. Темпы инфляции на наш взгляд постепенно начнут замедляться, хотя существенно повысившиеся цены на энергоносители будут поддерживать повышенный инфляционный фон еще определенное время и перекладываться на стоимость продовольственных и прочих товаров, а также коммунальных услуг. Однако по итогам 2022 года мы ожидаем замедления темпов инфляции до 7.5%.

Основные макроэкономические показатели	2019	2020	Базовый		Пессимистичный		Оптимистичный	
	Факт	Факт	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Цена на нефть, Brent, сред., USD/барр.	64.2	42.3	70.0	69.0	69.2	50.0	73.0	85.0
Реальный ВВП, % за год	4.5	-2.5	3.7	4.0	3.3	2.5	4.1	4.3
Обменный курс USDKZT, на конец периода	381.2	420.7	433.0	438.0	445.0	451.0	423.0	425.0
Обменный курс USDKZT, сред за год	382.8	413.0	426.9	435.5	427.0	448.0	424.4	424.0
ИПЦ, на конец периода, % г/г	5.4	7.5	8.6	7.5	9.5	8.5	8.2	7.0
Базовая ставка, % на конец периода	9.3	9.0	9.75	9.50	10.0	10.25	9.75	9.25
Баланс госбюджета, % ВВП	-1.8	-4.0	-3.3	-2.9	-3.5	-3.8	-3.1	-2.6
Текущий счёт, % ВВП	-4.0	-3.7	-1.9	-1.6	-2.3	-1.9	-1.6	-0.5

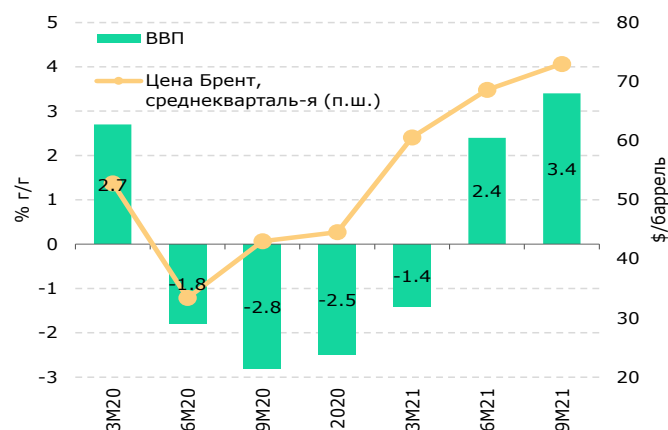
## Вопреки заметному сокращению нефтедобычи, в 3кв21 года наблюдался существенный рост экономики

Рост ВВП Казахстана за 9 месяцев 2021 г. на 3.4% г/г по сравнению с его увеличением на 2.4% г/г за 1П2021 г. свидетельствует о продолжающемся восстановлении экономики в 3 квартале. При этом ВВП за 9 месяцев текущего года составил Т44.5 трлн в постоянных ценах, что на 0.5% выше докризисного показателя за 9 месяцев 2019 года. Таким образом, в достаточно короткие сроки спад, вызванный пандемией, был преодолен. Улучшению состояния экономики способствовало повышение цен на нефть, которые к концу 3 квартала достигли максимального значения за последние три года, закрепившись вблизи отметки \$80 за баррель. Важным фактором достижения высоких темпов роста экономики за 9М2021 г. также выступил технический «отскок» показателя ВВП после спада в прошлом году (-2.8% г/г за 9М2020 г.), что создало условие для реализации эффекта низкой базы. Кроме того, на показатель роста в 3.4% положительно повлиял пересмотр Бюро национальной статистики первоначальной оценки динамики ВВП в первом квартале текущего года с -1.6% г/г до -1.4% г/г, а по итогам второго квартала – с +2.2% г/г до +2.4% г/г.

Ослабление карантинных ограничений положительно сказалось на деловой активности и сопровождалось ростом внутреннего потребления и инвестиций. Положительное влияние на потребление также оказали изъятия населением излишков своих пенсионных накоплений, которые превысили Т1.9 трлн в феврале-сентябре 2021 г. (~2.5% от ВВП).

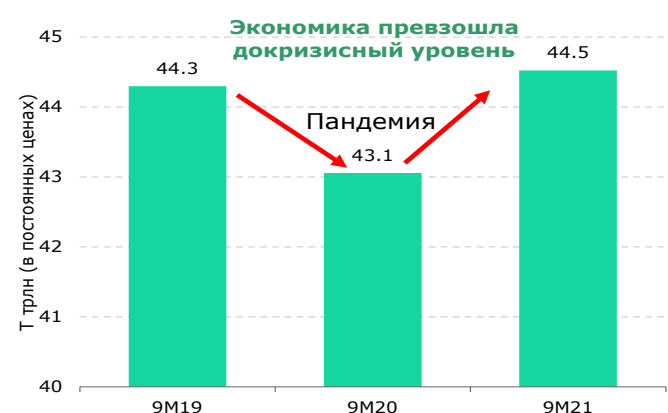
Ослаблению карантинных ограничений в свою очередь способствовал и резко возросший уровень вакцинации населения. Так, если по итогам второго квартала было полностью вакцинировано менее 11% населения страны, то по итогам третьего квартала охват вакцинацией достиг 35%. На конец октября в Казахстане было полностью вакцинировано примерно 40% населения, что превысило среднемировой показатель, составляющий 38%.

Рис. 1. ВВП РК и среднеквартальные цены на нефть



Источник: БНС

Рис. 2. Восстановление экономического роста (ВВП)



Источник: БНС

## Основные отрасли экономики находятся в фазе подъема

По итогам третьего квартала все основные отрасли экономики продемонстрировали положительную динамику роста. Последней из отрицательной зоны вышла транспортная сфера, которая в первом квартале 2021 г. сократилась на 17.4% г/г, а по итогам первого полугодия – на 4.9% г/г. За девять месяцев текущего года отрасль все же смогла продемонстрировать небольшой рост, увеличившись на 0.1% г/г. В транспортной отрасли объемы грузооборота хоть и незначительно, но все же превысили показатель прошлого года (+0.5% г/г), тогда как пассажирооборот из-за действующих ограничительных мер все еще находился на уровне 79.4% от показателя аналогичного периода прошлого года. Наиболее благоприятная ситуация сложилась в секторе воздушных перевозок, где грузооборот в январе-сентябре вырос на 42% г/г, а пассажирооборот – почти на 85% г/г.

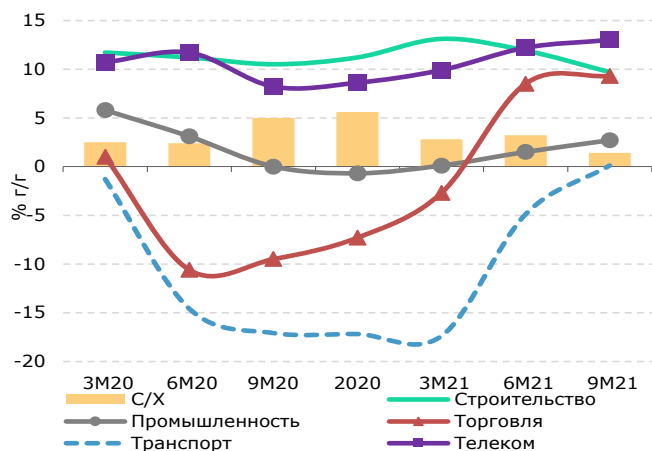
Сектор строительства и сектор связи сохранили высокую динамику роста. В строительной отрасли рост составил 9.7% г/г, на что повлияло расширение объемов инвестиций в жилищное строительство на 25.4% г/г до Т1.6 трлн за счет притока пенсионных сбережений. В сфере связи по итогам 9М2021 года наблюдается рост на 13% г/г благодаря более глубокому проникновению цифровизации во все сферы общества, развитию телекоммуникационной инфраструктуры и росту спроса на услуги интернета.

Темпы роста в промышленности демонстрируют поступательное ускорение с 0.1% г/г в первом квартале до 1.5% по итогам 1П2021 года и 2.7% г/г в январе-сентябре. Спад в горнодобывающей отрасли сократился до -0.8% г/г за 9М2021 года против -10.2% г/г в начале года. В свою очередь в обрабатывающей промышленности наметилось некоторое замедление роста с максимальных 7.7% г/г за 4М2021 года до 5.7% г/г за 9М2021 года. Почти все сектора обрабатывающей промышленности демонстрируют положительную динамику, за исключением текстильной промышленности (-2.8% г/г), производства табака (-2.3% г/г) и цветной металлургии (-2.7% г/г). Двухзначные темпы роста демонстрируют сектора производства машиностроительной продукции (+22.8% г/г), производства мебели (+14.9% г/г) и прочей неметаллической минеральной продукции (10.1% г/г). Производство бензина увеличилось на 8.4% г/г, дизтоплива на 9.6% г/г, а керосина на 43.2% г/г. На фоне пандемии выпуск фармпрепаратов увеличился в 6.9 раз в годовом выражении, а лекарств – на 32.3% г/г. Бум в строительстве стимулирует производство строительных материалов – производство кирпичей увеличилось на 8.6% г/г, а цемента – на 18.3% г/г.

Добыча нефти в августе и сентябре снизилась почти на 2 млн т. в общей сложности относительно июля (9% от квартального объема добычи) в результате планового капитального ремонта на месторождении Тенгиз. За 9М2021 года общий объем добычи нефти и газового конденсата в республике сократился на 3.6% г/г до 62.4 млн т. Согласно данным Минэнерго РК, план по добыче 86 млн т. нефти в 2021 году остается актуальным, что предполагает рост объемов добычи до докризисных уровней прошлого года в последнем квартале текущего года.

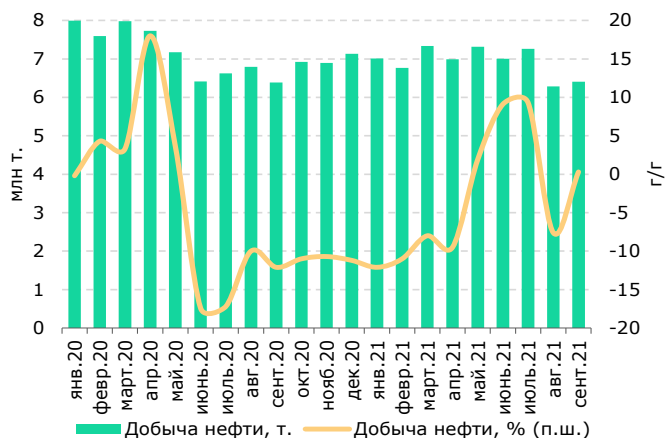
В сельском хозяйстве темпы выпуска замедлились с 3.2% г/г в первом полугодии до 1.4% г/г по итогам 9М2021 года. На замедление показателей повлиял «слабый» урожай в текущем году из-за неблагоприятных климатических условий. По данным Минсельхоза РК, по состоянию на 22 октября текущего года было собрано 16.1 млн тонн зерна, что примерно на 20% ниже показателей за весь прошлый год. Снижение урожая в текущем году – негативный фактор, как для самой экономики, так и для потребительских цен в стране.

Рис. 3. Выпуск по отраслям



Источник: БНС

Рис. 4. Динамика объемов добычи нефти, РК



Источник: БНС

### Инвестиции перешли к росту в 3 квартале

Инвестиционная активность в стране продолжила быстро восстанавливаться. Так, в январе-сентябре текущего года общий объем инвестиций в основной капитал составил Т8.7 трлн, превысив уровень Т8.3 трлн, зафиксированный в аналогичном периоде годом ранее. В реальном выражении рост составил 2% г/г против снижения на 1.8% г/г за 6М2021 г.

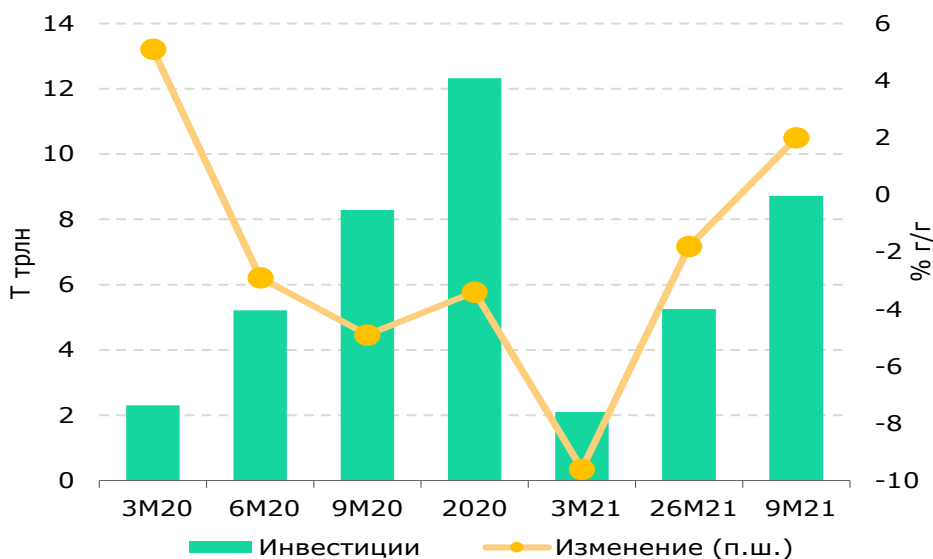
В горнодобывающей отрасли Казахстана все еще сохраняется низкая инвестиционная активность. Так в первом квартале текущего года спад инвестиций составил 42.1% г/г, а по итогам первого полугодия глубина спада уменьшилась до 31.6% г/г. За 9М2021 г. отрицательная динамика сократилась до 18.4% г/г. При этом инвестиции в основной капитал в горнодобывающей отрасли в сумме сложились на уровне Т2.7 трлн, тогда как в обрабатывающей промышленности едва достигли Т1.1 трлн. Объемы инвестиций в нефтедобычу уменьшились с Т2.7 трлн за 9М2020 г. до Т2 трлн за 9М2021 г.

Кроме того, уменьшились и инвестиции, финансируемые из бюджета. За 9М2021 г. их объем составил Т1.2 трлн, что было на 15.8% ниже прошлогоднего показателя. Снижение объема бюджетных инвестиций наблюдается практически по всем направлениям, особенно – инвестиций на инфраструктуру и образование.

Улучшение эпидемиологической ситуации привело к почти двукратному сокращению вложений в систему здравоохранения в годовом выражении.

В условиях сокращения вложений в добывающую отрасль основным направлением инвестиций стала обрабатывающая промышленность, где рост составил 80.6% г/г (Т1.1 трлн против Т0.6 трлн). Основными отраслями, в которых наблюдался существенный рост инвестиционной активности, были химическая промышленность (рост в 4.8 раза в годовом выражении) и металлургическая промышленность (+26% г/г). На эти две отрасли пришлось 68% от объема всех инвестиций в обрабатывающую промышленность соответственно. В сельском хозяйстве рост инвестиций составил 36.7% г/г, в строительстве 126.3% г/г, в торговле 37.8% г/г, в секторе связи и телекоммуникаций 14.3% г/г, а в сфере операций с недвижимым имуществом 18.9% г/г.

Рис. 5. Возобновление роста инвестиций



Источник: БНС

### Постепенное восстановление потребительской активности населения

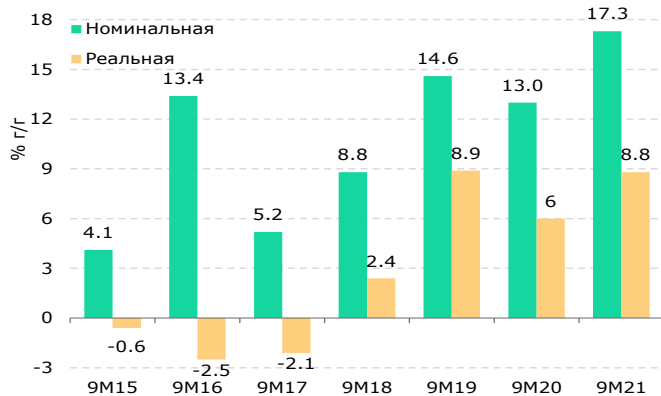
Рост экономики сопровождается ростом средней номинальной заработной платы, которая составила Т243.7 тыс. в 3 квартале текущего года. При этом, если в прошлом году рост практически целиком произошел за счет повышения заработной платы работников бюджетной сферы, то в текущем году рост наблюдался и в частной сфере. В номинальном выражении темп роста заработной платы ускорился до 17.3% г/г, что является рекордным показателем за последние 14 лет. В реальном выражении рост заработной платы ускорился до 8.8% г/г с 6% г/г в аналогичном периоде прошлого года. Расходы бюджета на выплату заработной платы в текущем году повысились на 22.3% г/г (9М2021 г.).

В свою очередь, уровень безработицы находится стабильно на отметке в 4.9% начиная с четвертого квартала 2020 года, что несколько выше 4.8% до пандемии.

На фоне значительного роста заработной платы оборот розничной торговли повысился до Т9.2 трлн с Т8 трлн за 9М2020 года (Т8.1 трлн за 9М2019 г.). В реальном выражении розничный товарооборот вырос на 6% г/г, при этом оборот непродовольственных товаров увеличился на 10.1% г/г, а по продовольственным товарам – сократился на 1.2% г/г. В 2020 году наблюдалась обратная картина – оборот продтоваров увеличился на 7% г/г, но сократился на 10.1% г/г по непродовольственным товарам. Структура розничной торговли по-прежнему смещена в сторону продовольственных товаров (36% против 37.6% за 9М2020 г.). Наиболее быстрый рост объемов торговли отмечается только в сегменте электронной коммерции – на 50% г/г до Т654 млрд в 1П2021 г., однако ее вес пока составляет лишь 12% от всего оборота розничной торговли.

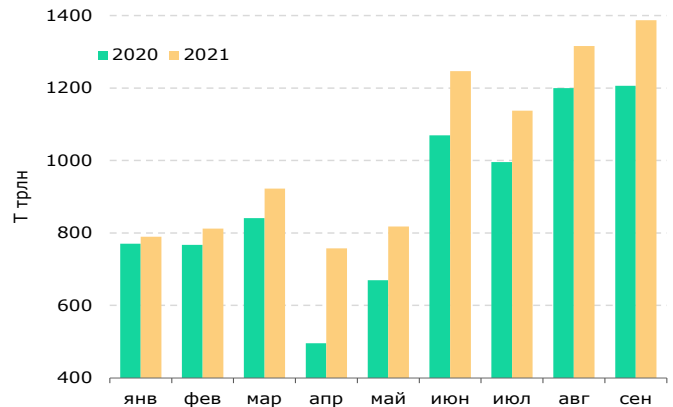
Таким образом, на фоне восстановления деловой активности в стране, роста заработной платы в целом по экономике, а также за счет более низкой базы прошлого года наблюдается постепенное восстановление потребительской активности населения.

Рис. 6. Динамика средней заработной платы в РК



Источник: БНС

Рис. 7. Рост оборота розничной торговли



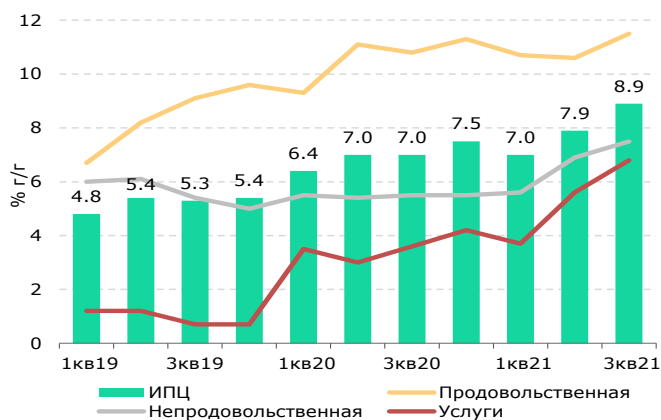
Источник: БНС

### Ускорение инфляции продолжается

Темпы инфляции в сентябре замедлились до 0.4% м/м с 0.5% м/м в августе. В годовом выражении индекс потребительских цен в сентябре достиг очередного максимума в 8.9% (7.9% г/г в июне 2021 г.). Рост цен на продовольственные товары ускорился до 11.5% г/г (11.4% г/г в августе 2021 г.), а стоимость непродовольственных товаров выросла на 7.5% г/г (7.3% г/г в августе 2021 г.). Платные услуги подорожали на 6.8% г/г (6.6% г/г в августе 2021 г.).

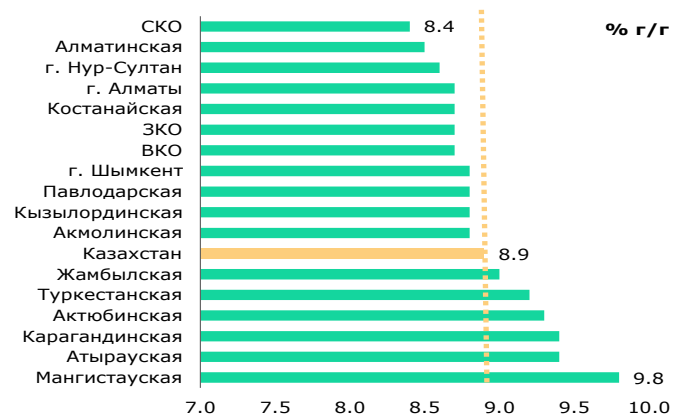
Несмотря на низкую месячную динамику продовольственной инфляции в сентябре, годовой рост цен на продовольствие не только сохранился на двузначном уровне, но и ускорился до 11.5% г/г (11.4% в августе). При этом глобальный индекс цен продовольственных товаров, по сообщению FAO (Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН), в сентябре текущего года вырос на 32.8% г/г. Это ускорение динамики в основном произошло на фоне повышения цен на зерновые культуры (+27.3% г/г) и растительное масло (+60% г/г). Кроме того, дороже стали стоить сахар (+53.5% г/г) и молочные продукты (+15.2% г/г). Таким образом, внешняя инфляция через рост импорта потребительских товаров (+24% за 8М2021 года) транслируются на цены на внутреннем рынке Казахстана.

Рис. 8. Потребительская инфляция



Источник: БНС

Рис. 9. Инфляции в региональном разрезе



Источник: БНС

В свою очередь, темпы роста цен на непродовольственные товары и платные услуги сохранились на высоком уровне, чему способствовал рост цен на энергоносители и заметный рост стоимости образовательных услуг и аренды жилья. Согласно информации представителей Минэнерго РК, республика может увеличить объем импорта дизтоплива из РФ, что уже отразилось на росте стоимости дизельного топлива внутри страны. К тому же, на рынке жилой недвижимости сохраняется стойкая тенденция динамичного роста цен, что на фоне сезонного роста спроса ведет к повышению давления на стоимость аренды жилья. Кроме того, восходящей



динамике годового темпа роста цен на непродовольственные товары (+7.5% г/г) и платные услуги (+6.8% г/г) чисто технически способствует низкая база прошлого года.

Рост цен наглядно отражается и в региональном разрезе, на что, кстати, особое внимание обращал Нацбанк. Так, в Мангистауской области годовая инфляция вплотную приблизилась к 10%, составив 9.8%. Еще в четырех регионах Казахстана темпы инфляции сложились выше 9%. Минимальный уровень инфляция зафиксирован в Северо-Казахстанской области в 8.4% г/г. В городах Нур-Султан и Алматы инфляция сложилась ниже общереспубликанского уровня на уровне 8.6% г/г и 8.7% г/г соответственно.

Таким образом, динамика роста потребительских цен по-прежнему демонстрирует существенное ускорение в текущем году, несмотря на повышение базовой ставки во второй половине этого года. Тем не менее, инфляционные ожидания населения пока находятся на высоком уровне – 9% в сентябре. Затянувшиеся масштабные фискальные и монетарные стимулы в мире и в самой республике выступают серьезными факторами роста инфляционного давления.

### **Процентная политика – начало цикла ужесточения денежно-кредитных условий**

В течение третьего квартала 2021 г. на фоне ускорения темпов инфляции с 7.9% г/г в июне до 8.7% г/г в августе, НБК начал постепенно ужесточать денежно-кредитные условия в стране, повысив базовую ставку на 25 б.п. в августе и сентябре до 9.50%. В октябре регулятор еще раз повысил базовую ставку на 25 б.п. до 9.75% на фоне ускорения инфляции до 8.9% в сентябре.

Существенное ускорение темпов инфляции наблюдается и в странах-торговых партнерах. Так, потребительская инфляция в РФ ускорилась с 6.5% г/г в июне до 6.9% г/г в августе и до 7.4% г/г в сентябре. Несмотря на повышение базовой ставки ЦБ РФ с 4.25% в начале года до 7.5% в октябре, реальная процентная ставка в текущем году оставалась отрицательной (кроме июля и августа). Банк России принял свое последнее решение по повышению ключевой ставки с 6.75% до 7.50%, когда инфляция уже ускорилась до 7.4%. В октябре инфляция в РФ ускорилась до 8.1%, а учетная ставка ЦБ России все еще находилась на уровне 7.50%. В отличие от ЦБ РФ, НБК сохранял реальную процентную ставку положительной. Регулятор повысил базовую ставку до 9.75% в октябре на фоне ускорения инфляции до 8.9% в сентябре и октябре. Заметим, что наблюдаемые темпы инфляции находятся намного выше целевых ориентиров регуляторов двух стран. Так, целевой интервал инфляции у НБК на 2021-2022 гг. составляет 4-6%, а у Банка России на 2022 г. целевой ориентир по инфляции 4-4.5%.

Регуляторы обеих стран подчеркивают, что существенный вклад в ускорение локальной инфляции, с одной стороны, происходит за счет ускорения темпов общемировой инфляции, импорт которой происходит через внешнеторговые каналы, а с другой стороны – за счет роста стоимости энергоносителей и как следствие рост издержек производства в экономике. Наряду с этим происходит ускоренное восстановление экономики после коронакризиса, что выражается в росте зарплат работников бюджетной и частной сферы экономики, повышении деловой активности и инвестиций на фоне сохранения стимулирующего роста потребления за счет роста государственных расходов. В 2021 г. бюджетный импульс в Казахстане сохранился на почти прежнем уровне за счет незначительного уменьшения размера трансферта в бюджет Т4.5 трлн (Т4.8 трлн. в 2020 г.). Таким образом, рост инфляционного давления на экономику обеих стран происходит как со стороны потребления, так и со стороны производства.

В своем пресс-релизе НБК заявил, что повышение базовой ставки имеет ограниченное влияние на шоки со стороны предложения в силу ограниченного влияния трансмиссионного механизма ДКП на них, в то время как, повышение базовой ставки, призвано реагировать на риски со стороны спроса, связанные с повышением инфляционных ожиданий населения. Что же касается инфляционных ожиданий населения, то согласно агрегированному графику НБК, они уже несколько месяцев находятся на 10 б.п. выше фактического уровня инфляции, оставаясь хорошо заякоренными относительно текущих уровней инфляции (9% против 8.9% фактической инфляции). Однако по результатам октября, инфляционные ожидания населения резко возросли и достигли 10.3% против 8.9% фактической инфляции.

Динамика цен производителей промышленной продукции (ЦППП) в 3кв2021 г. продемонстрировали замедление с 50.2% г/г в июне до 39.2% г/г в августе и до 35.4% г/г в сентябре. Напомним, что в феврале текущего года динамика ЦППП составляла 3.9% г/г, а в январе вообще наблюдалась дефляция на уровне 1.2% г/г. При этом в сентябре ЦППП в горнодобывающей промышленности снизились до 48.3% против 80.4% в июне, но остаются достаточно высокими. Хотя значительная часть продукции горнодобывающей промышленности экспортируется за рубеж и напрямую ее удорожание не перекладывается на цены готовых товаров внутри страны, рост издержек производства потребительского импорта напрямую сказывается на ускорении цен непродовольственных потребительских товаров в Казахстане. Таким образом, получается, что страны

экспортеры энергоносителей оплачивают издержки производства индустриальных стран за счет подорожавшего импорта, при сохранении курса национальных валют примерно на одном и том же уровне, что и ускоряет внутреннюю инфляцию. Мы полагаем, что дальнейшему снижению темпов инфляции в Казахстане до конца года будет препятствовать наблюдаемый рост цен на ГСМ, дефицит авиатоплива и дизеля как внутри страны, так и рост стоимости энергоносителей за ее пределами.

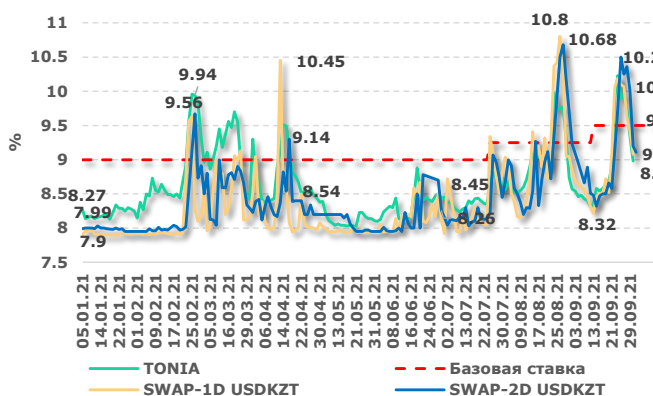
Восстановительный рост экономики, темпы которого Правительство ожидает на уровне 3.7% г/г в 2021 г. (средний рост экономики с 2012-2019 гг. составил 4.1%), также будет стимулировать рост инфляции в стране. Таким образом, с учетом вышесказанного, темпы инфляции в Казахстане до конца текущего года будут формироваться в интервале 8.5-8.7% г/г. Эффект «высокой базы» прошлого года может технически положительным образом сказаться на показателе потребительской инфляции, которая по итогам года может замедлиться до 8.7%. На конец текущего года базовая ставка регулятора при таком развитии событий останется на уровне 9.75% (наш базовый сценарий).

### Ставки денежного рынка

Динамика ставок денежного рынка в течение 3 квартала текущего года была относительно равномерной, а ставки по основным инструментам формировались на среднем уровне 8.80-8.83%, что было немногим выше нижней границы коридора НБК по управлению ликвидностью (8.25%-8.50%). Ставки денежного рынка реагировали на увеличение базовой ставки регулятора с некоторым лагом, демонстрируя в последствии нисходящую динамику к своим минимальным значениям в периоде. В среднем, если исключить кратковременные всплески волатильности ставок денежного рынка в конце августа и сентября, средний спред между нижней границей базовой ставки НБК и значением TONIA составил 39 бп (56 бп без их исключения).

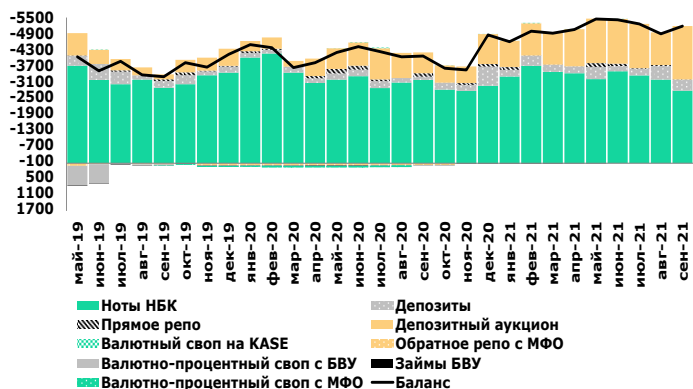
Ставка по операциям автоматического РЕПО (TONIA) в 3кв2021 г. увеличилась на 54 бп. кв/кв до 8.98% (9.63% в 3кв2020 г.) при среднеквартальном значении в 8.80% (8.60% в 3кв2020 г.). Ставка по однодневным свопам USDKZT в 3кв2021 г. увеличилась с 8.13% во 2кв2021 г. до 9.08% (10.76% на конец 3кв2020 г.) при среднем значении ставки в 8.83% (8.68% в 3кв2020 г.). На конец 3кв2021 г. ставка по двухдневным свопам USDKZT увеличилась с 8.16% во 2кв2021 г. до 9.11% (9.96% в 3кв2020 г.) при среднеквартальном значении в 8.81% (9.02% в 3кв2020 г.).

Рис. 10. Ставки денежного рынка



Источник: НБК, Halyk Finance

Рис. 11. Изъятия избыточной ликвидности Нацбанком



Источник: НБК, Halyk Finance

Два всплеска, которые произошли на денежном рынке, совпали с укреплением национальной валюты к доллару США на 2.3 тенге в конце августа и на 1.9 тенге в конце сентября текущего года. Однако последующее восстановление значения курса до среднеквартального значения в 425.7 тенге за доллар США (3кв2021 г.) стабилизировало ставки денежно рынка.

Эффективная ставка первичных размещений краткосрочных нот НБК увеличилась с 9.33% в январе текущего года до 9.72% в сентябре. При этом месячный объем первичных размещений увеличился с Т1 735 млрд в январе до Т1 828.5 млрд в сентябре. Эффективная доходность по нотам НБК в обращении уменьшилась с 10.21% в декабре 2020 г. до 9.56% в сентябре этого года (10.37% в сентябре 2020 г.). В третьем квартале текущего года наблюдается сокращение стерилизации избыточной ликвидности за счет нот НБК на 21.1% кв/кв и на 6.4% с начала года до Т2.7 трлн при одновременном росте стерилизации за счет депозитного аукциона, объемы которого увеличились на 19.3% кв/кв и на 78.3% с начала года до Т2.0 трлн. Несмотря на перетекание



избыточной ликвидности из одного инструмента изъятия НБК в другой, рост избыточной ликвидности с начала года увеличился на 6.9% и составил Т5.2 трлн (-4.4% кв/кв).

### Казахстанский тенге – курс на ослабление

По состоянию на конец 3кв2021 г. национальная валюта ослабла на 1.2% с начала года до 425.67 тенге за доллар США, при этом за год тенге укрепился на 0.9% (укрепление на 0.5% кв/кв). Среднее значение курса национальной валюты уменьшилось с 428.36 тенге во 2кв2021 г. до 425.72 тенге за доллар США в 3кв2021 г.

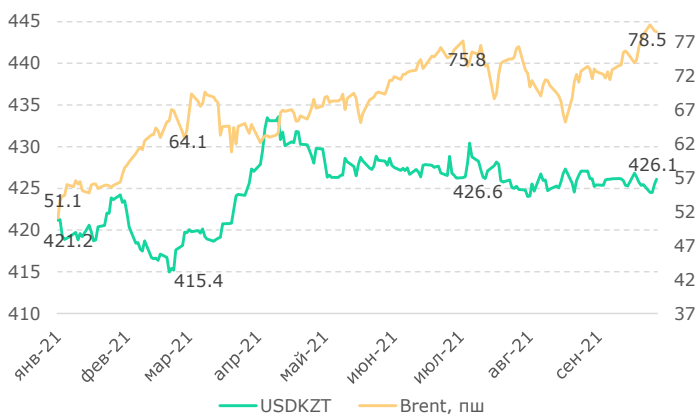
В 3кв2021 г. курс национальной валюты формировался под влиянием ряда разнонаправленных тенденций. Как и прежде, поддержку тенге оказывала поступательная динамика роста цен на нефть марки Brent, стоимость которой с начала года уже увеличилась на 51.6% (+91.7% г/г, +4.5% кв/кв), в конце сентября текущего года достигла \$78.52 за баррель. Даже несмотря на то, что физический объем экспорта сырой нефти и газового конденсата за 8М2021 г. сократился на 11% г/г до 44.3 млн. тонн, стоимость экспорта по этой категории увеличилась на 11.7% г/г до \$19.1 млрд.

Частичное влияние на курс тенге в 3кв2021 г. также оказал отток иностранного капитала из ГЦБ РК. Так, инвестиции нерезидентов достигли в июне Т791.4 млрд, а в сентябре объем номинального владения нерезидентами ГЦБ РК сократился на 0.4% кв/кв до Т788.6 млрд. (+83.4% с начала текущего года). При этом в июле объем номинального владения ГЦБ РК нерезидентами достиг максимального исторического значения в Т821.7 млрд (+91.1% с начала года).

Продажи валюты НБК для НФ РК за 3 квартал составили \$2.9 млрд, увеличившись на \$431 млн по сравнению со 2кв2021 г. (+17.7% кв/кв, +54% к 1кв2021 г.), что также оказывало поддержку курсу национальной валюты.

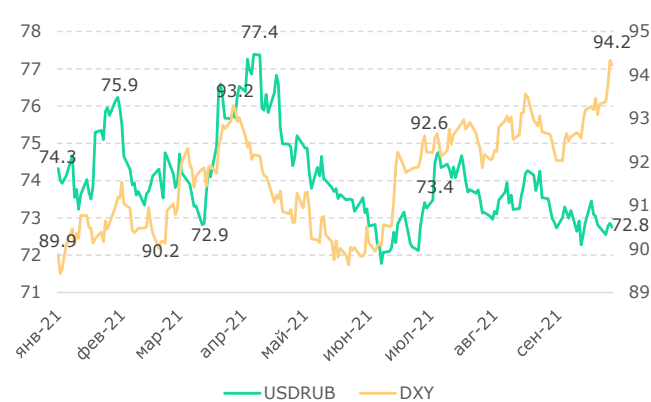
Индекс DXY в третьем квартале 2021 г. укрепился на 1.9% кв/кв до 94.23 п.п., продемонстрировав при этом укрепление на 4.8% с начала года (+0.4% г/г). Влияние укрепления курса доллара США к корзине основных мировых валют на курс тенге также заметно сократилось. Так, коэффициент корреляции сократился с 34.3% во 2кв2021 г. до -1.9% в 3кв2021 г.

Рис. 12. Динамика USDKZT и нефти Brent



Источник: Bloomberg, НБК, Halyk Finance

Рис. 13. Динамика USDRUB и индекса USD



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Таким образом, такое разнонаправленное влияние вышеперечисленных факторов в целом не привело к заметному укреплению курса национальной валюты.

Наиболее существенное влияние на формирование курса национальной валюты по-прежнему оказывает курс USDRUB. Так, прямая зависимость между двумя валютными курсами во 2кв2021 г. хоть и сократилась с 71.7% до 65.1%, но остается безусловно существенной.

По состоянию на конец 3кв2021 г. российский рубль в отличие от казахстанского тенге укрепился на 1.5% с начала года до 72.76 рублей за доллар США, при этом квартальное ослабление рубля составило 0.5% против 0.5% укрепления казахстанского тенге. Укрепление российского рубля за год произошло на 8.7% против 0.9% по казахстанскому тенге. Такая динамика по российскому рублю к доллару США сказалась на том, что паритет

по паре RUBKZT сместился с 5.31 тенге до 6.14 тенге за российский рубль по состоянию на конец 3кв2021 г. В начале 4кв2021 г. российский рубль также как и казахстанский тенге продолжал испытывать на себе благоприятную конъюнктуру цен на международных рынках. Это в свою очередь положительным образом сказалось на номинальном росте объема российского экспорта, что при относительно сдержанном росте импорта из-за подавленного внутреннего спроса на фоне сокращения доходов населения и ужесточения карантинных мер положительным образом транслируется на расширение положительного сальдо текущего счета РФ, профицит которого составит порядка 5.7% от ВВП по прогнозам МВФ. В 3кв2021 г. профицит текущего счета РФ сложился на рекордно высоком уровне и составил \$40.8 млрд (\$4 млрд в 3кв2020 г. и \$11 млрд в 3кв2019 г.). Однако чрезмерному укреплению рубля по-прежнему препятствует бюджетное правило, в рамках которого в ближайшие месяцы предполагается покупать валюту в ФНБ в размере 15.1 млрд рублей в день. Давление на рубль будет также оказывать существенно возросший чистый отток капитала из РФ, который за 9М2021 г. увеличился на 48.2% и составил \$59 млрд (за весь 2020 г. чистый отток капитала из РФ составил \$47.8 млрд).

В связи с поступательным ужесточением денежно-кредитных условий в стране, когда ЦБР увеличил ключевую ставку с 4.25% в начале года до 7.5% на текущий момент, расширяется инвестиционная возможность иностранных инвесторов в рамках сделок кэрри-трейд. Так, на рынке ОФЗ наблюдался приток иностранного капитала на 3.3% в сентябре по сравнению с августом, а доля участия нерезидентов в аукционах составила 27.8% (за последние 5 месяцев доля участия нерезидентов в аукционах стабильно держалась на уровне 20%). Нерезиденты перегруппировали свои инвестиции в ОФЗ, переложившись из краткосрочных и среднесрочных обязательств Минфина в долгосрочные. При этом доля номинального держания нерезидентами ОФЗ практически не изменилась, увеличившись на 10 бп в сентябре этого года и составила 21% (в январе 2021 г. доля составляла 22.7%).

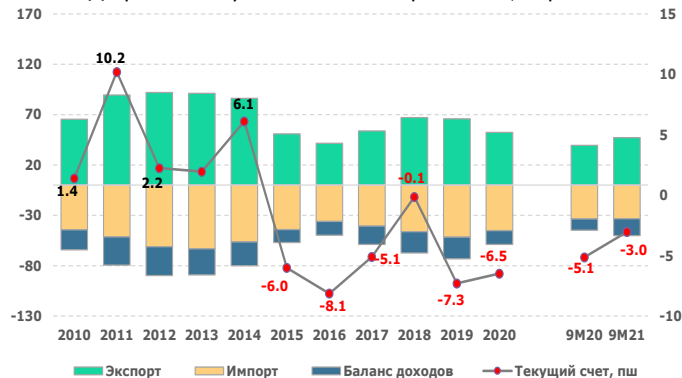
В течение 4 кв2021 г. высокие цены на энергоносители будут продолжать оказывать поддержку курсу казахстанского тенге. В среднем в 2021 г. цены на нефть марки Brent составят порядка \$70 за баррель (\$43.21 в 2020 г.). Укреплению курса национальной валюты также будут способствовать валютнообменные операции НБК для НФ РК. На конец 3кв2021 г. из Т4.55 трлн тенге запланированных трансфертов в бюджет поступило Т3.4 трлн, т.е. НБК конвертировал валюту эквивалентную \$7.2 млрд. Порядка \$1.7-\$1.8 млрд должно поступить на валютный рынок до конца года в 4кв2021 г., что также обеспечит поддержку курсу тенге.

В целом в связи благоприятной внешней конъюнктурой на экспортные товары Казахстана и относительно сдержанными темпами инфляции внутри страны мы полагаем, что курс национальной валюты сложится на уровне 433 тенге за доллар США в конце периода (при среднегодовом значении 425 тенге за доллар США).

### Дефицит текущего счета за 9М2021 г. сократился

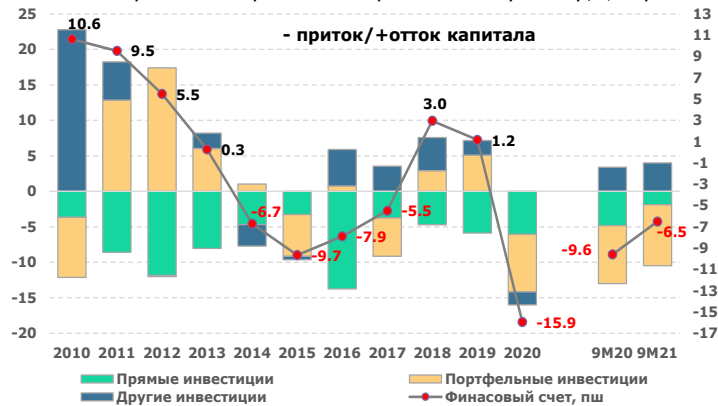
Текущий счет республики Казахстан за 9М2021 г. по предварительным данным сложился с дефицитом в размере \$3.0 млрд, который сократился с дефицита в \$5.1 млрд по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Сокращению дефицита текущего счета способствовало расширение профицита торгового баланса на 76.8% г/г до \$15.1 млрд, сокращение дефицита баланса услуг на 49.8% г/г до \$1.3 млрд. При этом сдерживающее влияние на дальнейшее улучшение дефицита текущего счета оказало расширение дефицита баланса первичных доходов на 48.3% г/г до \$16.6 млрд, а также из-за дефицита баланса вторичных доходов на уровне \$297 млн (\$36.4 млн профицит в 9М2020 г.).

Рис. 14. Дефицит текущего счета сократился \$млрд.



Источник: НБК, Halyk Finance

Рис. 15. Сокращение притока по финансовому счету, \$млрд.



Источник: НБК, Halyk Finance

Расширение профицита торгового счета за 9М2021 г. произошло за счет опережающей динамики роста экспорта на 20.4% г/г до \$43.1 млрд при одновременном росте импорта на 2.7% г/г до \$28.0 млрд. Углублению дефицита по счету первичных доходов способствовал рост доходов к выплате от прямых инвестиций до \$15.3 млрд (+52.5% г/г). В рамках счета первичных доходов наблюдается рост размера вознаграждения по резервам и активам НФ РК на 4.1% г/г до \$713 млн. По счету услуг за 9М2021 г. наблюдалось сокращение дефицита на 49.8% г/г за счет уменьшения импорта международных услуг на 16.4% г/г до \$5.3 млрд и роста экспорта услуг на 6.1% г/г до \$4.0 млрд.

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

Согласно предварительным данным НБК, по финансовому счету наблюдалось сокращение объема притока капитала на 32.5% до \$6.5 млрд за 9М2021 г. Сокращению положительной динамики притока капитала в РК способствовало сокращение притока капитала по счету прямых инвестиций на 60.9% г/г до \$1.9 млрд. За 9М2021 г. приток капитала в рамках ПИИ (принятия обязательств перед нерезидентами) сократился на 45.2% г/г.

По счету портфельных инвестиций наблюдалось расширение притока капитала на 5.6% г/г до \$8.6 млрд. По итогам текущего года мы ожидаем дальнейшего притока капитала по счету портфельных инвестиций, т.к. согласно планам Правительства по привлечению средств за счет внешних государственных заимствований в 2021 г. предполагается привлечь \$1.6 млрд, нарастив таким образом внешний государственный долг до \$8.3 млрд (\$6.9 млрд в 2020 г.).

По счету «Другие краткосрочные потоки инвестиции» наблюдалось увеличение оттока капитала на 95.5% до \$5.8 млрд., в то время как по статье среднесрочные и долгосрочные инвестиции отток прошлого года на уровне 442 млн сменился притоком в размере \$1.8 млрд.

В рамках платежного баланса наблюдается заметное сокращение размера по статье ошибки и пропуски с \$5.9 млрд за 9М2020 г. до \$2.5 млрд за 9М2021 г. Более чем двукратное сокращение по этой статье платежного баланса связано с уменьшением движения неучтенного капитала в рамках финансового и текущего счета.

### Консолидированные международные резервы продолжили сокращение

Консолидированные резервы Казахстана за 9М2021 г. сократились на 4.0% (-0.6% г/г) до \$90.6 млрд за счет сокращения объема активов Национального фонда на 6.3% с начала года до \$55.1 млрд (+4.0% г/г) на фоне незначительного сокращения объема валовых ЗВР НБК на 0.3% до \$35.5 млрд (+5.1% г/г).

В структуре активов НБК наблюдается снижение активов в золоте на 6.3% с начала года до \$22.1 млрд (-4.8% г/г). Сокращение активов НБК в золоте связано прежде всего со снижением стоимости золота на глобальных рынках, которая на начало октября составила с \$1,758 за тройскую унцию, подешевев с начала года на 8.1%. По данным МВФ, за январь-сентябрь физический объем золота НБК увеличился на 2.4% до 12.77 млн тройских унций (+3.6% г/г) или 362 тонн. Доля активов в золоте на 1 октября текущего года составила 62.2% от ЗВР, уменьшившись с 66.2% на начало года.

Рис. 16. Международные резервы НБК

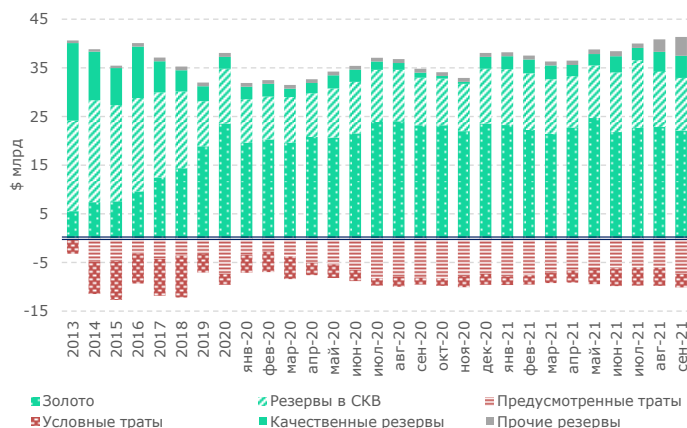
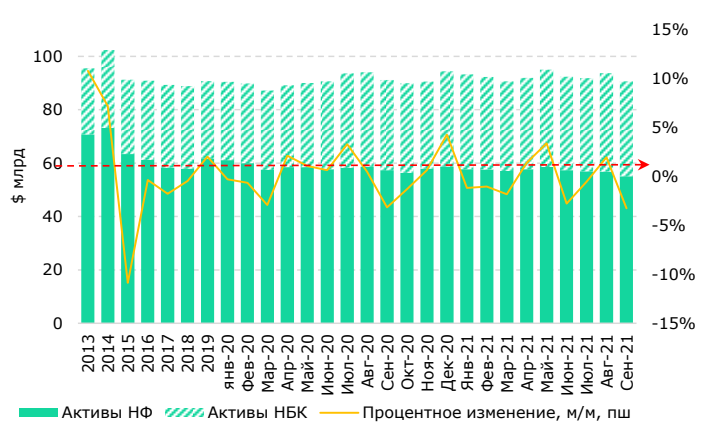


Рис. 17. Консолидированные резервы Казахстана



Источник: МВФ, Halyk Finance

Источник: НБК, Halyk Finance

Активы в СКВ увеличились на 11.3% с начала года до \$13.4 млрд (+26.9% г/г). При этом доля СКВ в структуре ЗВР составила 37.8% против 33.8% в начале года. По данным МВФ, в январе-сентябре 2021 г. в структуре ЗВР наблюдается сокращение активов в ценных бумагах до \$5.5 млрд (-15.3% г/г, -2.7% кв/кв). Активы и депозиты в СКВ с начала года сократились на 4.9% и составили \$5.3 млрд (+62.9% г/г). В структуре активов фонда наблюдается существенный рост активов в СДР на \$1.57 млрд до \$2.1 млрд. Увеличение этого актива произошло в конце августа, когда МВФ распределил дополнительную ликвидность для финансирования нужд стран-членов МВФ пропорционально их квотам в международном институте. Напомним, что у Казахстана квота в МВФ составляет 0.24%, у РФ 2.71%, а у Узбекистана 0.12%.

Поступления средств в Национальный Фонд РК в январе-сентябре текущего года, по данным Министерства Финансов РК, увеличились на 7.0% г/г до Т2.5 трлн (\$6.0 млрд). Рост поступлений в Национальный Фонд РК был вызван увеличением поступлений по прямым налогам на 30.0% г/г до Т1.5 трлн. Поступления по КПН увеличились на 26.5% г/г до Т507 млрд, по рентному доходу на экспорт произошел рост на 83.3% г/г до Т220 млрд. Доход РК в рамках контрактов по разделу продукции по заключенным контрактам увеличилась на 49.1% до Т467 млрд. Налог на сверхприбыль за 9М2021 г. сократился на 66.8% г/г и составил Т32 млрд. Инвестиционные доходы от управления фондом сократились на 16.6% г/г и составили Т1 трлн.

За 9М2021 г. расходы фонда сократились на 17.3% г/г и составили Т3.4 трлн или \$8.0 млрд. За 9 месяцев текущего года размер гарантированного трансферта в государственный бюджет сократился на 46.1% г/г и составил Т2.2 трлн или \$5.2 млрд. Размер целевого трансферта за 9 месяцев текущего года составил Т1.2 трлн (в прошлом году он отсутствовал, в 2019 г. он составил Т370 млрд). В сумме общий трансферт по этим двум позициям сократился к трансферту прошлого года на 17.5% и составил Т3.4 трлн. За 9М2021 г. сальдо поступлений в Фонд сложилось отрицательным на уровне Т852 млрд (\$2.0 млрд).

**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****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