

17 ноября 2022 г.

Перебои в нефтегазовой отрасли и сдержанная потребительская активность привели к замедлению роста экономики РК по итогам 9М2022 г. до 2.8% г/г с 3.6% г/г в 1П2022 г. и 4.6% г/г в 1кв2022 г. Несмотря на ускорение темпов инфляции и внешнюю неопределенность, фундаментальные условия для экономической активности пока остаются благоприятными. Сохранение относительно высоких цен на углеводороды, стимулирующая бюджетная поддержка экономики на фоне расширения инвестиционной активности и близкий к рекордному урожай зерновых являются основными драйверами роста в периоде. Вследствие сохранения геополитической напряженности, роста издержек производства и расширения государственных расходов, потребительская инфляция в сентябре ускорилась до 17.7% г/г, что соответствует максимальному значению, достигнутому в предыдущем цикле ускорения инфляции в 2015-2016 гг. На фоне ускорения темпов инфляции НБК повысил базовую ставку в июле на 50bp до 14.5%, сохранив ее на этом уровне в сентябре. В октябре НБК на фоне дальнейшего роста темпов инфляции до 18.8% г/г повысил базовую ставку до 16.0%.

Сохранение благоприятной ценовой конъюнктуры на энергоносители (~70% в структуре экспорта за 9М2022 г.) привели к росту профицита торгового счета в 2.2 раза до \$29.3 млрд, что в свою очередь привело к расширению профицита текущего счета до \$7.9 млрд. Однако значительный приток валюты по текущему счету был нивелирован оттоком по финансовому счету в размере \$9 млрд. Несмотря на благоприятную динамику по внешним счетам, курс тенге ослаб на 10.5% с начала года и составил 476.9 тенге за доллар США (ослабление на 2.5 % кв/кв).

Макроэкономическая динамика в РК, по нашим прогнозам, сложится следующим образом: темпы роста ВВП в текущем году составят 2.9% г/г, динамика инфляции ускорится до 19%-20%, а валютный курс сложится 480 тенге за 1 доллар США по состоянию на конец 2022 г.

Восстановление промпроизводства в сфере нефтедобычи и расширение бюджетного импульса обеспечат рост ВВП РК на 2.9% в 2022 г. Несмотря на коррекцию в третьем квартале 2022 г., нефтяные котировки сохранились на максимальных за последние годы уровнях (\$99.2 за баррель в 3кв2022 г.). Это положительно отразилось как на экспортной выручке, так и на доходах государственного бюджета. Существенный рост доходов бюджета за 9М2022 г. обеспечивает реализацию стимулирующей политики, сглаживая последствия внешних геополитических шоков и оказывая поддержку внутреннему спросу. Плановые и внеплановые ремонтные работы в нефтегазовом секторе, вместе с ограничением нефтедобычи в рамках соглашения ОПЕК+ сдерживали производство нефти, в то же время объемы ее добычи сохранились на уровнях близких к прошлогодним. Прогнозные объемы добычи нефти в РК составят в 2022 г. порядка 85.7 млн тонн против 85.9 млн тонн в прошлом году. Вследствие санкций в отношении РФ, отмечается приток в республику иностранных и российских компаний, наряду с увеличившимся потоком мигрантов, что также стимулирует деловую активность в стране.

Ужесточение денежно-кредитных условий на фоне ускорения инфляции. В течение 3кв2022 г. НБК ужесточил ДКП только в июле, повысив базовую ставку на 50bp до 14.5%. В 3кв2022 г. темпы потребительской инфляции нарастали в течение всего квартала. Несмотря на ускорение темпов инфляции до 17.7% г/г в сентябре, НБК сохранил базовую ставку на уровне 14.5%. Лишь только в октябре, когда темпы потребительской инфляции ускорились до 18.8% г/г, НБК повысил базовую ставку сразу на 150bp до 16%, при этом реальная процентная ставка сложилась негативной на уровне 2.8%. Помимо роста цен на продукты питания на 22.2% г/г в сентябре (23.1% г/г в октябре) и на непродовольственные товары на 17.0% г/г (17.9% в октябре), не меньший вклад в рост темпов инфляции оказало расширение расходов государственного бюджета на 18.9% г/г, рост инвестиционной активности на 7.0% г/г, а также существенный рост чистого экспорта в 2.3 раза за 9М2022 г. Несмотря на рост экономики со стороны потребления, покупательская активность домохозяйств сохраняется сдержанной (рост оборота розничной торговли увеличился только на 1.4% г/г за 9М2022 г.). Высокие темпы инфляции, обесценение национальной валюты и геополитическая неопределенность в мире способствуют постепенному переходу домохозяйств и бизнеса к сберегательной модели, что сказывается на замедлении темпов казахстанской экономики.

Тенге – ослабление на фоне коррекции цен на нефть и роста курса доллара США. По состоянию на конец сентября курс национальной валюты ослаб на 10.5% с начала года и составил 476.9 тенге за доллар США (-2.5 % кв/кв). В 3кв2022 г. курс национальной валюты в моменте достигал 484.2 тенге при среднем значении в 475.3 за доллар США. Ослабление национальной валюты происходило на фоне корректировки стоимости нефти и роста курса доллара США. Так, стоимость нефти скорректировалась на 12% кв/кв, при среднем значении в 99.2 долларов за баррель (\$99 за баррель в 1кв2022 г., \$112.7 во 2кв2022 г.). Курс доллара

США (индекс DXY) увеличился с июня 2022 г. на 7.1% кв/кв (+17.2% с начала года и 19% г/г) до 112.1 п. При этом значительный приток иностранной валюты по текущему счету на уровне \$7.9 млрд был нивелирован оттоком по финансовому счету в размере \$9 млрд. С учетом дальнейшего ужесточения ДКП ФРС США, сохранения высокого курса доллара США и оттока капитала нерезидентов из ГЦБ Казахстана курс тенге на конец 2022 г. сложится на уровне 480 тенге за доллар США.

Основные макроэкономические показатели	2020	2021	Базовый		Пессимистичный		Оптимистичный	
			2022	2023	2022	2023	2022	2023
Цена на нефть, Brent, сред., USD/барр.	42.3	70.4	100.0	80.0	90.0	60.0	110.0	100.0
Реальный ВВП, % за год	-2.5	4.3	2.9	3.2	2.4	1.6	3.4	4.1
Обменный курс USDKZT, на конец периода	420.7	431.7	480.0	510.0	490.0	530.0	470.0	490.0
Обменный курс USDKZT, сред за год	413.0	426.0	462.1	495.0	464.2	510.0	460.5	480.0
ИПЦ, на конец периода, % г/г	7.5	8.4	19.0-20.0	11.5	21.0-22.0	13.5	18.0-18.5	9.5
Базовая ставка, % на конец периода	9.0	9.8	16.5-17.0	12.5	17.0-18.0	14.5	16.0-16.25	10.5
Баланс госбюджета, % ВВП	-4.0	-3.0	-2.6	-3.0	-2.8	-3.6	-2.4	-2.7
Текущий счёт, % ВВП	-3.7	-2.9	4.2	3.5	3.8	1.7	5.0	5.6

Перебои в нефтяной отрасли отразились на темпах роста экономики РК

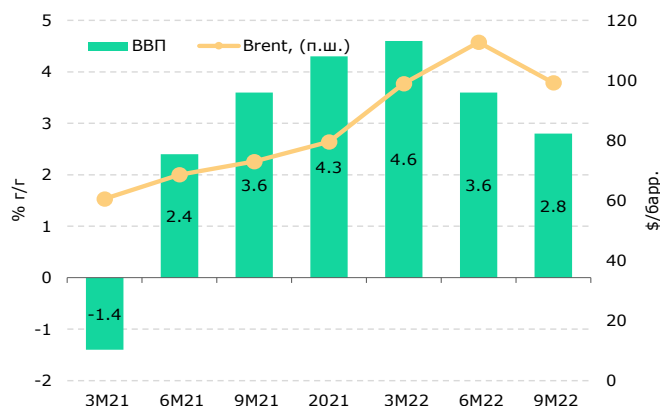
В третьем квартале текущего года темпы роста экономики замедлились до 2.8% г/г после роста на 4.6% г/г в 1кв2022 г. и 3.6% г/г по итогам 1П2022 г. Такого сдержанного роста экономики Казахстана не наблюдалось с 2016 г., не считая пандемического 2020 г. Целый ряд негативных факторов стали причиной замедления деловой активности в республике. Существенным сдерживающим фактором экономического роста в 3кв2022 г. выступил нефтяной сектор, в котором наблюдалось снижение объемов добычи нефти из-за проведения ремонтных работ сразу на трех крупнейших нефтяных месторождениях страны. Кроме того, нефтяные котировки в третьем квартале скорректировались до уровня ниже \$100 за баррель, вернувшись к уровню 1 квартала текущего года.

Несмотря на бесперебойную работу Каспийского трубопроводного консорциума (КТК) на протяжении двух десятилетий, в текущем году неоднократно возникали перебои с транспортировкой нефти по нему из Казахстана в порт Новороссийска. Мы считаем, что ограничение в работе КТК, как форма давления РФ на Европу, не имеет стратегического смысла, так как поставки казахстанской нефти через КТК занимают в общем балансе потребления углеводородов стран Европы менее 10%. В свою очередь, РФ является акционером КТК и получает выгоду от транзита жидких углеводородов по своей территории. По данным Минэнерго РК, восстановление полноценной работы КТК должно было произойти в октябре текущего года.

В связи с принятым странами ОПЕК+ решением по ограничению добычи нефти, квота Казахстана на октябрь составит 1.7 млн баррелей в сутки, т.е. сохранится на уровне августа. Решение о сокращении добычи нефти странами-участницами соглашения ОПЕК+ было принято в условиях ожидаемого замедления глобального экономического роста, что привело к растущему дисбалансу между спросом и предложением на нефтяных рынках. Кроме того, ОПЕК понизил прогноз роста спроса на углеводороды на текущий и следующий годы. Учитывая новое ограничение добычи нефти, а также ремонтные работы на ключевых месторождениях страны, общая нефтедобыча в республике в текущем году скорее всего окажется ниже прогноза Минэнерго РК на этот год в 85.7 млн тонн.

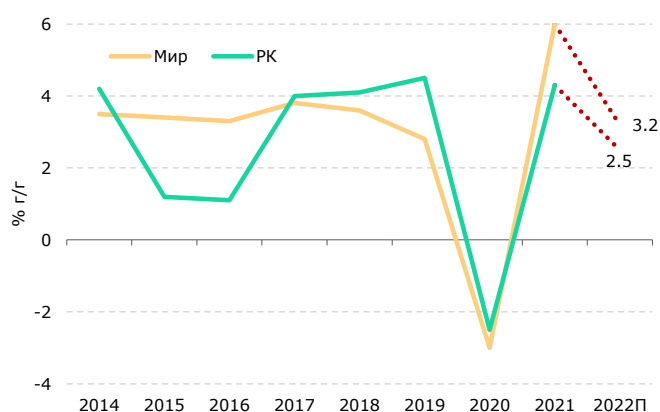
На фоне коррекции стоимости энергоносителей на глобальных рынках национальная валюта ослабла до 475.42 в среднем за 3кв2022 г. и достигла минимального исторического значения. В условиях сохранения геополитической напряженности в мире, ослабления региональных валют к доллару США и на фоне оттока капитала с развивающихся рынков темпы инфляции ускорились до 17.7% г/г в сентябре и сравнялись с темпами роста в предыдущем цикле роста цен в 2015-2016 гг. С целью поддержки темпов роста экономики Правительство прибегло к бюджетному стимулированию внутреннего спроса и оказало поддержку экономической активности в республике. Так, за 9М2022 г. затраты государственного бюджета увеличились на 18.9% г/г до Т14.9 трлн (Т12.5 трлн за 9М2021 г.). При этом, несмотря на принимаемые административные меры регулирования цен и ужесточение денежно-кредитной политики, про-инфляционное давление на экономику сохраняется в том числе и из-за бюджетного импульса. В свою очередь, рост потребительских цен в сочетании с ослаблением национальной валюты оказывали сдерживающий эффект на потребительскую активность домохозяйств в 3кв2022 г.

Рис. 1. ВВП РК и цены на нефть



Источник: БНС, * ВВП кумулятивно

Рис. 2. Динамика мирового ВВП и ВВП РК (прогноз МВФ)



Источник: БНС

На фоне эскалации военных действий на Украине и с учетом значительного экономического влияния РФ на региональные экономики, МВФ в октябре скорректировал прогноз роста мирового ВВП в 2022 г. с замедлением до 3.2% с 6.0% в 2021 г. В 2023 г. значительная часть стран мира будет балансировать на грани рецессии, а

темпы глобального роста замедлятся до 2.7%. Прогноз по темпам роста экономики Казахстана также подвергся пересмотру в сторону снижения до 2.5% в 2022 г. в сравнении с 2.9% в первоначальном прогнозе. Прогноз экономического спада в РФ на текущий год был пересмотрен до 3.4% с 8.5%. По оценке Фонда, средняя стоимость нефти составит \$98 за баррель в текущем году (\$111 за баррель в предыдущем прогнозе) и \$85.5 за баррель в 2023 г. (\$96 за баррель в предыдущем прогнозе).

Санкции в отношении России для экономики Казахстана имеют двоякий эффект. С одной стороны, сворачивается деятельность российских банков в республике, наблюдается волатильность валют и разгон темпов инфляции, с другой стороны, наблюдается релокация компаний из РФ в РК, участились поездки российских граждан в республику и произошел переток капитала из России в Казахстан, что, в свою очередь, оказало определенную поддержку внутреннему спросу.

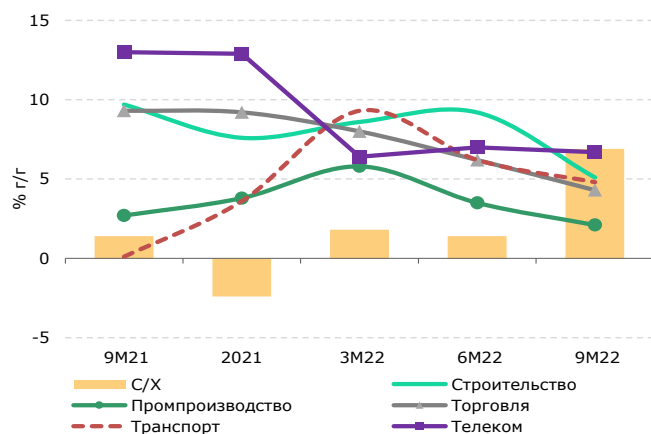
Замедление в секторах экономики продолжилось

В течение всего 3 квартала внешний спрос в целом сохранялся довольно благоприятным для экономики республики. Нефтяные котировки хоть и скорректировались до уровня первого квартала, тем не менее находились на очень комфортных уровнях как для нефтяной отрасли, так и для бюджета страны. Средняя стоимость нефти марки Brent в третьем квартале текущего года сложилась на уровне \$99.2 за баррель (-12% кв/кв), тогда как за 9М2022 г. ее средняя цена составила \$103.6 за баррель, что является максимальным значением с 2014 г. Сохранение устойчивого спроса и относительно высокая стоимость энергоносителей способствовали росту объемов казахстанского экспорта примерно на половину.

В январе-сентябре рост промышленного производства замедлился до 2.1% г/г в сравнении с 3.5% г/г за 6М2022 г. и 5.8% г/г в 1 квартале текущего года. Объем выпуска в горнодобывающей промышленности за период увеличился на 0.1% г/г (+1.9% г/г за 6М2022 г.). Объем добычи сырой нефти за 9М2022 г. сократился на 1% г/г (+1.3% г/г за 6М2022 г.), на что повлияли частичная остановка производства нефти на месторождении Кашаган, где добывается почти 20% всей нефти в стране и плановый ремонт на месторождении Карачаганак, обеспечивающий примерно 13% от общей нефтедобычи.

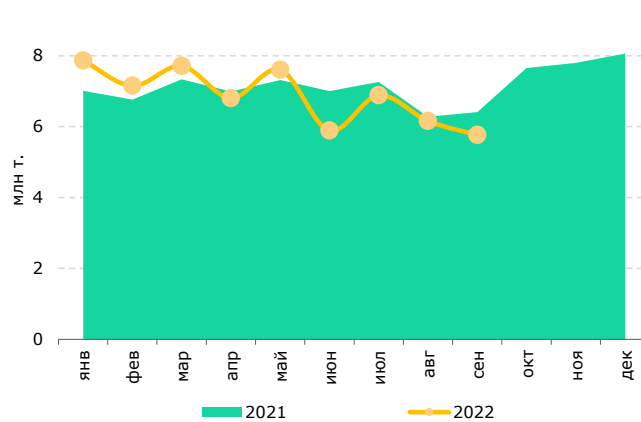
Темпы роста в обрабатывающей промышленности также продемонстрировали замедление, сложившись на уровне 4.6% г/г за 9М2022 г. против 5.8% г/г в 1П2022 г. и 6.5% г/г в 1кв2022 г. Такая динамика в обрабатывающей промышленности была обусловлена замедлением почти по всем подсекторам, хотя необходимо отметить, что рост выпуска пока остается положительным – производство нефтепродуктов (+4% г/г), химическая промышленность (+10.7% г/г), производство металлопродукции (+4.7% г/г) и машиностроение (+7.6% г/г). Количество произведенных легковых автомобилей за 9М2022 г. составило 71.4 тыс. штук (+29.8% г/г).

Рис. 3. Динамика выпуска по отраслям



Источник: БНС

Рис. 4. Динамика нефтедобычи



Источник: БНС

Отрасль сельского хозяйства за 9М2022 г. показала наиболее высокие темпы роста (+6.9% г/г) за счет увеличения выпуска валовой продукции растениеводства (+11% г/г). Согласно заявлению профильного ведомства, сбор зерновых составил 21.6 млн тонн, что почти на треть больше, чем годом ранее и является максимальным показателем с 2011 г. Динамика выпуска валовой продукции животноводства, наоборот, замедлилась до 1.1% г/г (+3.8% г/г за 9М2021 г.).

Отметим, что в этом году на показателях деятельности отраслей казахстанской экономики сказывается эффект высокой базы прошлого года, что выражается в более умеренных темпах роста. Так, объемы внутренней

торговли в январе-сентябре выросли на 4.3% г/г (9.3% г/г за 9М2021 г.). Темпы роста услуг транспортной сферы сложились на уровне 4.8% г/г. В секторе телекоммуникаций за 9М2022 г. темпы роста замедлились до 6.7% г/г с 13% г/г за 9М2021 г. Динамика роста в строительной отрасли также замедлилась. Так, за 9М2022 г. объем строительных работ увеличился на 5.1% г/г по сравнению с 9.7% г/г за аналогичный период прошлого года. При этом строительство нежилых зданий увеличилось на 14% г/г (40% в общем объеме), жилищное строительство на 8.8% г/г, а сооружений на 6.3% г/г (42% в общем объеме).

Расширение объема инвестиций в РК

На фоне замедления темпов роста отраслей экономики инвестиционная активность, напротив, демонстрирует ускорение динамики, превращаясь в один из существенных драйверов роста экономики. Так, инвестиции в основной капитал за 9М2022 г. увеличились на 7% г/г в сравнении с 2.6% г/г в 1П2022 г. В номинальном выражении объем инвестиций составил Т9.9 трлн, увеличившись с Т8.7 трлн за 9М2021 г.

Рост инвестиций в основном по-прежнему происходит за счет сырьевого сектора. Темпы роста инвестиций в основной капитал в добывающей отрасли за 9М2022 г. увеличились на 10.7% г/г до Т3.1 трлн (32% от общего объема). Тогда как, инвестиции в несырьевом секторе продемонстрировали более сдержанный рост на 4.4% до Т4.8 трлн. Среди них можно отметить инвестиции в сферу операций с недвижимостью (+17.5% г/г) при объеме инвестиций в Т2.1 трлн (21% от общего объема). Более половины всего объема инвестиций пришлось на три крупнейших города страны.

Позитивная динамика роста инвестиций отмечалась также в строительстве (+22.9% г/г), в торговле (+23.3% г/г), в сфере транспорта (+9.2% г/г) и в сельском хозяйстве (+7.5% г/г).

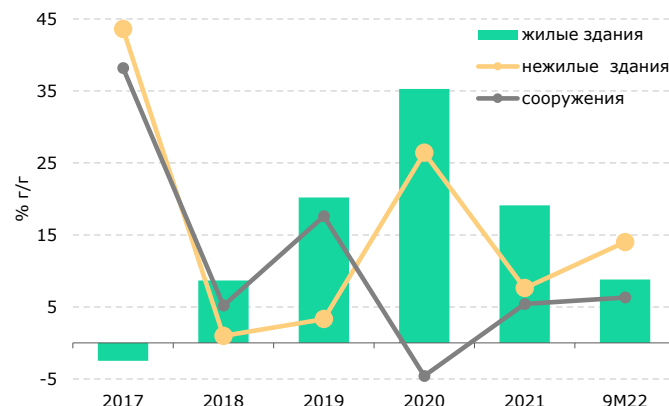
Темпы роста инвестиций в обрабатывающей промышленности сложились отрицательными (-8.3% г/г), чему способствовал эффект высокой базы прошлого года, когда динамика инвестиций отрасли превышала 80% г/г. Объем инвестиций в номинальном выражении сложился на уровне Т1 трлн и был всего на Т35 млрд ниже показателя прошлого года.

Рис. 5. Инвестиции по отраслям (9М2022 г.)



Источник: БНС

Рис. 6. Темпы строительства по сегментам



Источник: БНС

Потребление домохозяйств находится под давлением инфляции и ослабления нацвалюты

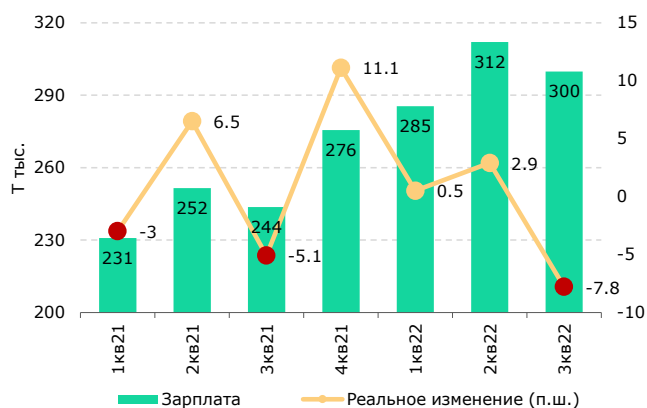
После непрерывного роста три квартала подряд снижение номинальной средней заработной платы в третьем квартале текущего года составило 7.8% кв/кв, а размер заработной платы сложился на уровне Т300 тыс. (\$631). Данное снижение было обусловлено сезонными факторами, в то время как в целом за 9М2022 г. рост заработной платы в республике составил 24.1% г/г (+9.4% г/г в реальном выражении). Наиболее высокие темпы роста заработной платы зафиксированы в строительной отрасли – на 37.9% г/г (+21.6% г/г в реальном выражении) и в транспортной сфере – на 31.6% г/г (+16.0% г/г в реальном выражении). В целом, рост заработной платы наблюдается по всем отраслям экономики как в госсекторе, так и в частной сфере. Таким образом, рост заработной платы стал одним из весомых факторов роста издержек производства и перекладывался в рост цен, которые демонстрировали двузначные темпы роста.

Потребление домохозяйств в текущем году сохраняется сдержанным. В январе-сентябре рост оборота розничной торговли в реальном выражении составил всего 1.4% г/г (+15.7% г/г в номинале), что было немногим выше 1.2% в 1П2022 г. В номинальном выражении оборот торговли составил Т10.6 трлн (Т9.2 трлн за 9М2021 г.), из них на реализацию продуктов питания пришлось Т3.8 трлн, а на непродовольственные товары Т6.8 трлн.

Сокращение реализации продовольственных товаров за 9М2022 г. составило 1.5% г/г, при этом уменьшение оборота было отмечено в примерно половине регионов республики. В свою очередь объем продажи непродовольственных товаров увеличился на 3.1% г/г, что также является довольно скромным результатом. В нормальных условиях оборот розничной торговли растет ежегодно примерно на 5%-6%. Таким образом, несмотря на двузначный рост размера заработной платы и объемов потребительского кредитования (+27.7% г/г), факторы монетарного характера – инфляция, близкая к рекордной, ослабление нацвалюты и рост привлекательности сбережений в форме депозитов предопределили более сдержанное потребление домохозяйств.

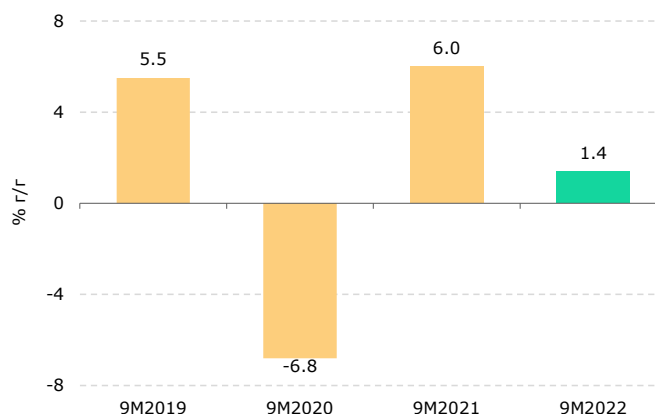
Пик спада потребления очевидно был пройден в первом квартале текущего года (-3.3% г/г), после чего потребительский спрос восстановился и вышел на плато в третьем квартале. В последнем квартале года оборот розничной торговли, как правило, имеет тенденцию к росту. Мы считаем, что в 4кв2022 г. оборот «розницы» выйдет на траекторию роста, хотя динамика будет сдержанной. В то же время ослабление нацвалюты и дальнейшее ускорение темпов инфляции могут существенно отразиться на поведении потребителей.

Рис. 7. Динамика заработной платы и розничной торговли



Источник: БНС

Рис. 8. Оборот розничной торговли



Источник: БНС

Темпы инфляции сохранились на высоком уровне

Темпы потребительской инфляции в сентябре ускорились до 1.8% м/м с 1.4% м/м в августе (+1.1% м/м в июле 2022 г.). В годовом выражении темпы роста потребительской инфляции ускорились до 17.7%. С начала текущего года годовые темпы роста потребительских цен демонстрируют непрерывный рост. Напомним, что в последний раз потребительская инфляция находилась на таком высоком уровне в июле 2016 г., когда она достигла максимального значения в 17.7% г/г. Темпы роста цен по продовольственным товарам в сентябре ускорились до 22.2% г/г (+19.2% г/г в июне), а по непродовольственным товарам - до 17.0% г/г (+13.2% г/г в июне). Рост цен отмечен также и на платные услуги, стоимость которых увеличилась на 12.3% г/г (+9.2% г/г в июне).

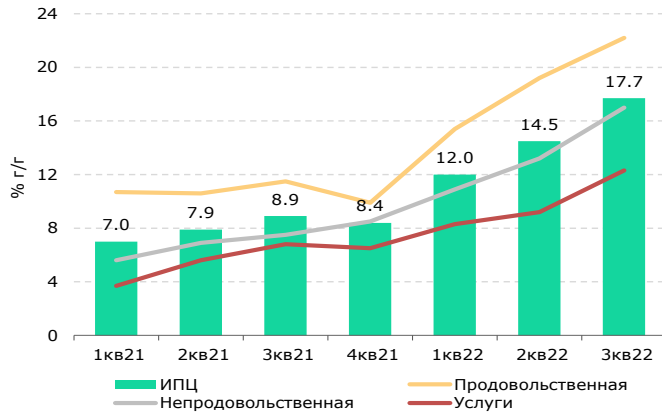
С начала военного конфликта на Украине ситуация на потребительском рынке существенно отличается от предшествующих периодов. Несмотря на хороший урожай, рост цен на продовольствие ускорился по всей номенклатуре товаров, кроме фруктов и овощей, что не типично для этого времени года.

На росте цен на непродовольственные товары отразилось ослабление национальной валюты, которая с начала этого года потеряла 10% своей стоимости к доллару США и 44% к российскому рублю. Учитывая высокую зависимость внутреннего рынка от потребительского импорта, рост цен на непродовольственные товары в Казахстане имеет потенциал для дальнейшего роста.

Существенный рост стоимости платных услуг в сентябре произошел из-за ажиотажа на рынке аренды жилья, спровоцированного существенным притоком граждан из РФ, а также на фоне сезонного роста спроса со стороны иногородних студентов. Кроме того, существенно подорожали образовательные услуги и отдельные виды коммунальных услуг.

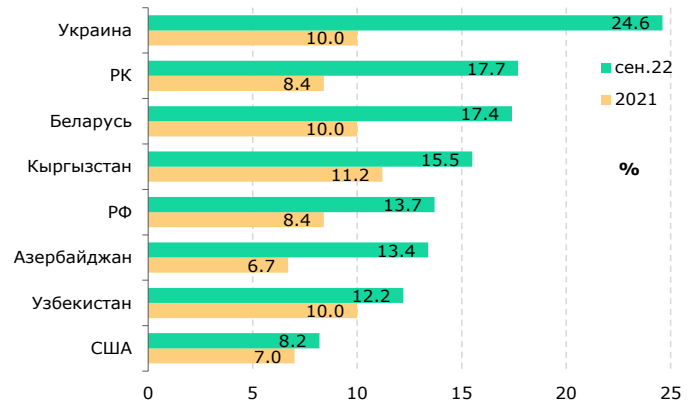
Двузначный рост (+18.9%) расходной части государственного бюджета в текущем году, с фокусом на рост заработной платы бюджетников (+23%), создает существенное инфляционное давление на экономику со стороны спроса. Геополитическая напряженность из-за военных действий на Украине также формирует проинфляционное давление в мире и частично транслируется на экономику Казахстана. Темпы роста потребительской инфляции ускорились до максимального с 2016 г. уровня в 17.7% г/г и признаков ее замедления пока не наблюдается.

Рис. 9. Потребительская инфляция в РК



Источник: БНС

Рис. 10. Инфляция в РК и других странах



Источник: БНС, Блумберг

Ситуация с ценами на продукты питания в мире начала стабилизироваться. По данным Всемирной продовольственной организации (FAO), индекс цен на продовольствие демонстрирует снижение 6 месяцев подряд. В результате, в сентябре текущего года цены на продовольствие увеличились всего на 5.5% г/г. Цены на такие компоненты индекса, как молочные продукты выросли на 20.7% г/г, на крупы на 11.2% г/г и мясо на 7.7% г/г. Продукты из масла и сахар уже перешли в зону дефляции, подешевев на 9.5% г/г.

Резкий рост цен в Казахстане (17.7% г/г) в настоящее время выглядит иррациональным и среди стран-торговых партнеров республики, а темпы инфляции сложились выше только в Украине (24.6% г/г). В Беларуси, находящейся под западными санкциями, потребительская инфляция в сентябре составила 17.4% г/г, а в РФ, достигнув пика в апреле в 17.8% г/г, уже замедлилась до 13.7% г/г. На этом фоне, помимо высоких темпов инфляции, Казахстан также выделяется обесценением национальной валюты, которая ослабла к доллару США более чем на 13% с начала 2021 г., тогда как в Узбекистане сум потерял лишь примерно 5% своей стоимости, а в остальных странах СНГ национальные валюты даже укрепились к доллару США.

Несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики НБК, двузначный рост заработной платы при стабильно невысоком уровне безработицы и сохраняющихся внешних шоках содействуют дальнейшему раскручиванию инфляционной спирали. При сохранении текущих темпов потребительской инфляции максимальное значение 2008 г. в 20.1% г/г может быть достигнуто уже в этом году.

Процентная политика – базовая ставка не поспевает за инфляцией

В течение 3кв2022 г. НБК повысил базовую ставку только в июле до 14.50%, сохранив коридор по управлению ликвидностью симметричным на уровне +/-1%. Повышение базовой ставки происходило на фоне ускорения темпов инфляции почти вдвое с 8.5% в январе до 15% в июле и 16.1% в августе. При этом темпы роста экономики демонстрировали постепенное замедление с 4.6% за 5М2022 г. до 3.3% за 7М2022 г.

Несмотря на ужесточение ДКП НБК в июле, темпы потребительского кредитования сохранялись на высоком уровне. Так, за 7М2022 г. темпы роста кредитования потребительских целей граждан ускорились до 11.9% (18.2% г/г за 7М2021 г.), при этом темпы роста в годовом выражении составили 32.5% (25.1% г/г). Наряду с ростом потребительской активности домохозяйств наблюдается расширение инвестиционной активности бизнеса с 1.5% г/г за 3М2022 г. до 2.6% за 6М2022 г. и 4.5% за 7М2022 г. Темпы роста государственных расходов за 1П2022 г. на 18.7% г/г выступили существенным импульсом к расширению совокупного спроса. Рост стоимости на энергоносители способствовал росту чистого экспорта республики Казахстана за 6М2022 г. в 2.7 раза до \$20.2 млрд. При этом такая макроэкономическая динамика сопровождалась ослаблением курса национальной валюты к доллару США за 7М2022 г. на 10.5% с начала года, а к российскому рублю на 34.3%. Внешние шоки, связанные с военным конфликтом на Украине, ускорением глобальной инфляции из-за роста цен на энергоносители и разрывы логистических цепочек также создавали высокий инфляционный фон.

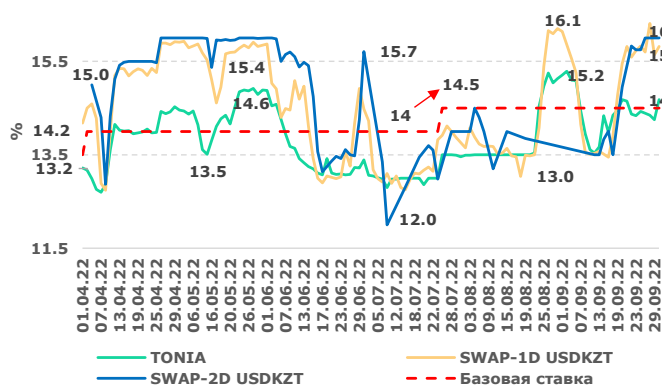
В сентябре НБК принял решение о сохранении денежно-кредитных условий в стране. Решение НБК сохранить базовую ставку было продиктовано тем, что высокие темпы инфляции в стране были обусловлены адаптацией внутренних цен под внешний ценовой шок, а накопленный эффект от повышения ставки с начала года еще не проявился в полной мере. При этом динамика основных макроэкономических показателей сохранилась. Темпы потребительской инфляции достигли 17.7% г/г. Высокие темпы инвестиционной активности наблюдались и в январе-сентябре и составили 7.0% г/г. Потребительское кредитование за 9М2022 г. расширилось на 17.1% г/г (28.3% г/г за 9М2021 г.), при этом в годовом выражении рост составил 27.7% (32.8% г/г). Объем чистого

экспорта в Казахстане за 9М2022 г. увеличился в 2.3 раза до \$28.4 млрд за счет сохранения относительно высокого уровня цен на энергоносители. При этом темпы роста экономики продолжили замедляться и за 9М2022 г. достигли 2.8% г/г. За 9М2022 г. расходы государственного бюджета увеличились на 18.9% г/г. Ослабление по паре USDKZT сохранилось на уровне 10.5% с начала года, а по паре RUBKZT ослабление продолжилось и за 9М2022 г. составило 44.0%. Такое ослабление национальной валюты к валюте основного торгового-партнера (36.7% г/г за 8М2022 г.) транслировалось на рост цен на непродовольственные товары (+17.0% г/г) и продовольственные товары (22.2% г/г). Таким образом, в 3кв2022 г. несмотря на дальнейшее замедление темпов роста экономики, совокупный спрос, незаякоренные инфляционные ожидания, ослабление национальной валюты и внешний инфляционный фон выступили основными факторами дальнейшего ускорения темпов инфляции в республике.

На октябрьском заседании комитета по ДКП НБК принял решение повысить базовую ставку до 16% с сохранением симметричного коридора по управлению ликвидностью на том же уровне. Решению по значительному увеличению ставки способствовало ускорение темпов инфляции, которые в октябре составили 18.8% г/г и превысили прогнозируемый НБК диапазон в 16%-18% на 2022 г. Среди факторов повлиявших на такое решение НБК назвал сохранение эффекта переноса инфляции глобальных цен, бюджетный импульс, высокие инфляционные ожидания, рост издержек производства в связи с переориентацией цепочек поставок, а также сохранение устойчивого внутреннего спроса.

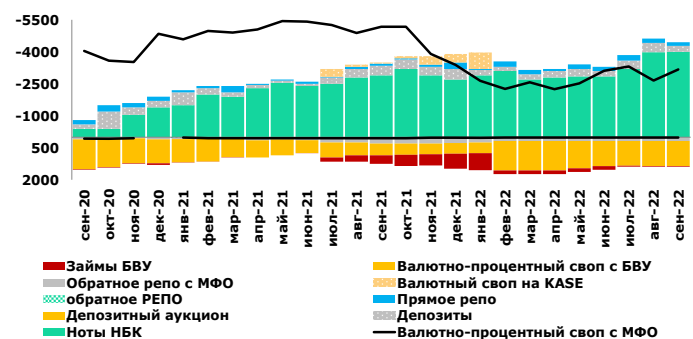
Мы полагаем, что потенциал роста инфляции в республики, как и в мире еще пока не исчерпан и при сохранении текущей внешней и внутренней макроэкономической динамики показатель потребительской инфляции приблизится к максимальному значению в 20.1% г/г, которое сложилось в 2008 г. Судя по риторике НБК, потенциал для повышения базовой ставки на ближайших заседаниях комитета по ДКП сохраняется и регулятор намерен продолжить ужесточение своей политики, исходя из проинфляционных рисков. Согласно нашему текущему прогнозу, динамика потребительской инфляции по итогам года будет формироваться на уровне 19-20%, а размер базовой ставки достигнет 16.5%-17%.

Рисунок 11. Ставки денежного рынка на конец периода



Источник: НБК, Halyk Finance

Рисунок 12. Изъятие избыточной ликвидности



Источник: НБК, Halyk Finance

Денежный рынок - сокращение спроса

Ставка по операциям автоматического РЕПО (TONIA) на конец сентября 2022 г. сложилась на уровне 14.7% (10.56% в конце декабря 2021 г. и 13.4% в конце июня 2022 г.) при среднем значении в 13.8% (13.9% в 2кв2022 г.). Объем сделок по автоматическому РЕПО в 3кв2022 г. сократился на 29.6% кв/кв (-10% г/г) и составил Т31 380 млрд, при этом среднее значение дневных сделок за период составило Т490.3 млрд (Т719.4 млрд во 2кв2022 г.). Максимальный дневной объем сделок по операциям автоматического РЕПО пришелся на последнюю декаду августа и составил Т980.1 млрд.

Объем сделок по однодневным свопам по паре USDKZT в 3кв2022 г. сократился на 38.1% кв/кв до Т4 560.6 млрд. На конец 3кв2022 г. ставка по однодневным свопам сложилась на уровне 15.8% (14.5% на конец 1кв2022 г.) при среднем значении ставки в 14.1% (14.9% во 2кв2022 г.). Максимальный объем сделок по однодневным свопам пришелся на конец августа 2022 г. и составил Т179.3 млрд при среднеквартальном значении в Т74.8 млрд (среднеквартальное значение номинального объема сделок Т122.8 млрд во 2кв2022 г.). Объем сделок по двухдневным свопам по паре USDKZT в 3кв2022 г. сократился на 90.5% до Т296.7 млрд. По состоянию на конец 3кв2022 г. ставка по двухдневным свопам USDKZT сложилась на уровне 16% (15.7% в конце 2кв2022 г.) при среднеквартальном значении в 14.2% (15.3% во 2кв2022 г.). Максимальный объем по двухдневным свопам

пришелся на 1 июля и составил Т42 млрд при среднеквартальном значении в Т10.2 млрд (среднеквартальное значение номинального объема сделок Т54.6 млрд во 2кв2022 г.).

В 3кв2022 г. наблюдалось сокращение объема изымаемой ликвидности при помощи нот НБК (54.3% в структуре инструментов изъятия) на 4.1% кв/кв (-62.8% г/г) до Т1 722 млрд. При этом эффективная доходность по нотам НБК в обращении в сентябре 2022 г. сложилась на уровне 15.5% (9.96% в декабре 2021 г. и 13.7% в июне 2022 г.). Эффективная ставка первичного размещения нот НБК в сентябре 2022 г. составила 14.5% при объеме размещения Т1 722 млрд против ставки в 14.9% и объеме первичного размещения в Т1 711.3 млрд в июне текущего года. В целом объем избыточной ликвидности по системе увеличился на 2.0% кв/кв (-38.7% г/г) и на конец сентября составил Т3 173 млрд.

Сокращение транзакций на денежном рынке в 3кв2022 г. сопровождалось ростом денежного предложения (М3) на 6.8% кв/кв и на 7.9% с начала года при этом в годовом выражении денежное предложение увеличилось на 12.6% г/г и составило Т32.5 трлн. Динамика роста денежного предложения замедлилась по сравнению с 13.4% за 9М2020 г. (+18.9% г/г) и 15.8% за 9М2021 г. (+19.3% г/г), но остается относительно высокой. На фоне удорожания денег в республике (базовая ставка с начала года увеличилась с 9.75% с начала года до 14.50% по состоянию на конец сентября) происходит количественное смягчение, через расширение денежного предложения. Этому расширению способствует рост расходов государственного бюджета (18.9% за 9М2022 г.), т.е. «бюджетная эмиссия» снижает эффективность проводимой денежно-кредитной политики НБК.

В 3кв2022 г. ставка денежного рынка (13.8% среднее значение за 3кв2022 г.) формировалась около нижней границы процентного коридора по управлению ликвидностью НБК в 13.5%, при этом ставка по валютным свопам находилась на уровне 14.1%. На фоне замедления темпов роста экономики, сохранения относительной стабильности курса национальной валюты в течение 3кв2022 г. и ужесточения ДКП спрос на ликвидность на денежном рынке за 3кв2022 г. сократился.

Валютный курс – ослабление продолжится

По состоянию на конец сентября курс национальной валюты ослаб на 10.5% с начала года и составил 476.9 тенге за доллар США (ослабление на 12.0% г/г, 2.5 % кв/кв). В 3кв2022 г. курс национальной валюты в моменте достигал значений 484.2 тенге при среднем значении в 475.3 за доллар США. Ослабление национальной валюты происходило на фоне корректировки стоимости нефти и роста курса доллара США. Так, стоимость нефти скорректировалась на 12% кв/кв и составила \$88 за баррель, при среднем значении в 99.2 долларов за баррель (\$99 за баррель в 1кв2022 г., \$112.7 во 2кв2022). При этом приток иностранной валюты по текущему счету сложился на уровне \$7.9 млрд, но был нивелирован оттоком по финансовому счету в размере \$9 млрд. Таким образом, общий отток капитала за 9М2022 г. составил \$1.1 млрд, что не могло не сказаться на курсе национальной валюты.

Курс доллара США (индекс DXY) увеличился с июня 2022 г. на 7.1% кв/кв (+17.2% с начала года и 19% г/г) до 112.1 п. Максимальное значение курса доллара США сложилось в конце сентября и составило 114.1 п. (максимальное значение с марта 2002 г.). Такое укрепление основной резервной валюты косвенно сказалось на ослаблении курса тенге к доллару США. Согласно консенсус-прогнозу агентства Bloomberg, курс DXY в 2023 г. будет складываться на уровне 106 п., что будет соответствовать максимальным локальным значениям с 2002 г. С учетом растущей геополитической напряженности на Украине, Армении, Ближнем Востоке, Северной Корее и вокруг Тайваня, высоких темпов инфляции издержек производства, а также ужесточения ДКП в крупнейших экономиках мира на фоне замедления темпов их роста стоимость американской валюты будет оставаться на относительно высоком уровне в этом и в следующем году.

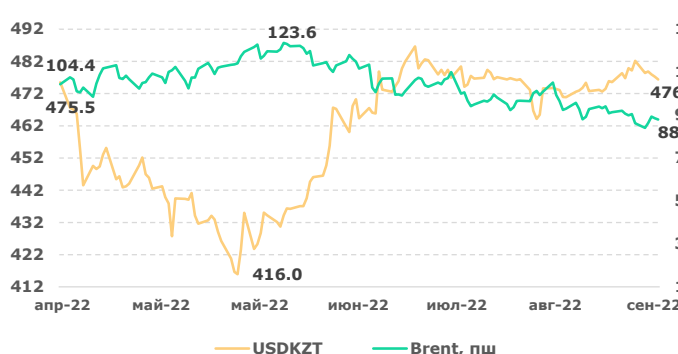
Объем валютнообменных операций НБК для НФ в 3кв2022 г. увеличился на 12.1% кв/кв до \$684 млн (-76.1% г/г). Заметим, что в августе текущего года валютнообменные операции для НФ не проводились. Это происходило на фоне опережающего роста доходов государственного бюджета на 31.1% г/г за 9М2022 г. при росте расходной части на 18.9% г/г. При этом наблюдалось сокращение дефицита бюджета почти в 2.7 раза до Т602.9 млрд. За 9М2022 г. порядка Т3 651 млрд было направлено в бюджет в форме трансфертов, что составило порядка 80% от плана на 2022 г. Таким образом, на 4кв2022 г. НБК осуществит валютнообменные операции в размере порядка Т929.5 млрд тенге (порядка \$2 млрд по среднему прогнозному курсу 462.1 тенге за доллар США).

На валютном рынке в сегменте биржевых торгов по паре USDKZT в 3кв2022 г. наблюдался рост валютнообменных операций на 4.7% кв/кв до \$6.5 млрд (-24.4 г/г). Минимальный объем валютнообменных операций на KASE пришелся на сентябрь и составил Т1 999 млн. Объем покупки долларов США в обменных пунктах за 3кв2022 г. сократился на 22% кв/кв до Т343.8 млрд (\$723 млн при среднем курсе 475.2 тенге за доллар США). За 9М2022 г. объем покупки долларов США увеличился на 4.4% г/г и составил Т1 226.3 млрд (\$2 675 млн).

На фоне ужесточения ДКП ФРС США и ЕЦБ наблюдается снижение интереса иностранных инвесторов к ГЦБ развивающихся рынков и, как следствие, наблюдается отток иностранной валюты. Так, объем ГЦБ, находящихся в номинальном владении нерезидентов, сократился по сравнению со 2кв2022 г. на 20.6% кв/кв до 1379.3 млрд (-36.3% с начала года, -51.9% г/г). Сокращение объема владения нерезидентами государственного долга РК будет наблюдаться и в 4кв2022 г. Это, в свою очередь, не будет оказывать поддержки курсу казахстанского тенге.

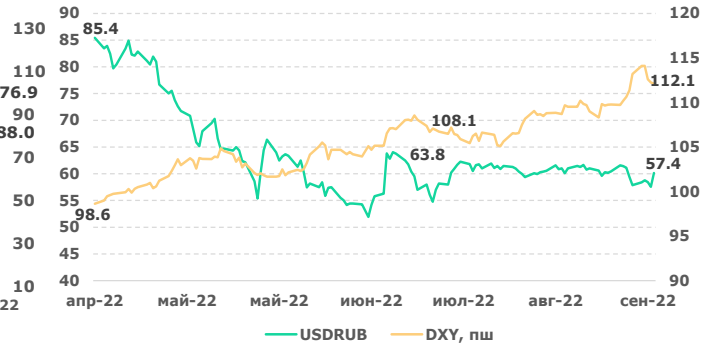
По состоянию на конец сентября российский рубль укрепился на 23.6% с начала года и составил 57.4 рубля за доллар США. Укрепление курса российского рубля происходило на фоне роста профицита текущего счета до \$198.4 млрд (\$75.2 млрд за 9М2021 г.). Расширению профицита текущего счета РФ за 9М2022 г. способствовал рост профицита по счету товаров и услуг до \$238 млрд (\$107.9 млрд за 9М2021 г.). Рост стоимости на основную номенклатуру российского экспорта (нефть, газ, металлы и т.п.) на фоне санкционного ограничения импорта привели к тому, что российский экспорт товаров и услуг за 9М2022 г. увеличился на 27.6% г/г, а импорт сократился до 9.6% г/г за аналогичный период. По финансовому счету, включая резервные активы ЦБ России, наблюдался отток капитала в размере \$195.2 млрд (\$74.5 млрд за 9М2021 г.). По мнению независимых аналитиков, отток капитала из РФ в 2022 г. превысит \$200 млрд (оценка ЦБ до \$246 млрд) при условии сохранения относительно свободного движения капитала. Напомним, что страны основные торговые партнеры с 5 декабря 2022 г. введут санкции против нефти и нефтепродуктов, поставляемые РФ морским путем. Санкции 8-го пакета ЕС подразумевают введение потолка цен на сырую нефть (с 5 декабря 2022 г.) и нефтепродукты (с 5 февраля 2023 г.). Консенсус-прогноз агентства Bloomberg по российской валюте на конец 2022 г. составляет 62 (медиана) при среднем значении в 64 на 4кв2022 г. Аналитики, опрошенные агентством полагают, что российский рубль в 2023 г. ослабнет до 80 рублей за доллар США.

Рисунок 13. Изменение котировок USDKZT vs Brent



Источник: Bloomberg, НБК, Halyk Finance

Рисунок 14. Изменение USDRUB и индекса USD



Источник: Bloomberg, ЦБР, Halyk Finance

Мы полагаем, что приток капитала по текущему счету в РК продолжится в 4кв2022 г. и по состоянию на конец 2022 г. сложится на уровне порядка 4.2% от ВВП (за 9М2022 г. профицит счета составил 3.9% от ВВП). Приток капитала по текущему счету и валютнообменные операции НБК для НФ в размере \$2 млрд также окажут поддержку казахстанскому тенге. Отток капитала с развивающихся рынков, замедление экономического роста в странах торговых партнерах, укрепление курса доллара США будут оказывать давление на курс тенге в сторону ослабления. Исходя из складывающейся внешней макроэкономической динамики курс национальной валюты сложится на уровне 480 тенге за доллар США к концу текущего года.

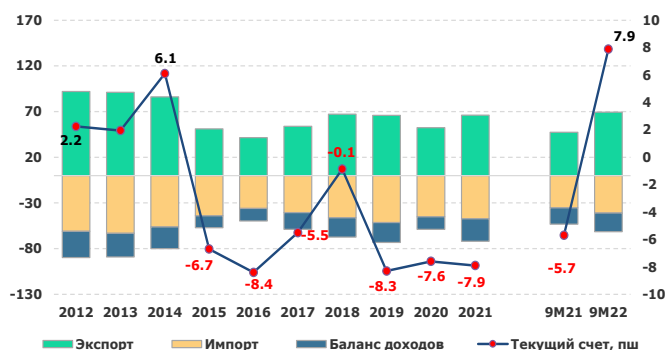
Текущий счет за 9М2022 г. сложился с существенным профицитом

Согласно предварительным данным НБК, текущий счет республики Казахстан за 9М2022 г. сложился с профицитом в \$7.9 млрд (дефицит \$5.6 млрд за 9М2021 г.). Профициту текущего счета за 9М2022 г. способствовало расширение профицита торгового счета в 2.2 раза до \$29.3 млрд, сокращение дефицита по счету услуг на 27.9% г/г до \$893 млн и уменьшение дефицита по счету вторичных доходов на 44.9% г/г до \$295 млн. При этом только рост дефицита по счету первичных доходов на 16.8% г/г до \$20.2 млрд оказал сдерживающее влияние на дальнейшее расширение профицита текущего счета.

Росту профицита по торговому счету до \$29.3 млрд способствовала опережающая динамика экспорта на 47.9% г/г до \$64.0 млрд над импортом, объем которого за 9М2022 г. увеличился на 16.4% г/г до \$34.6 млрд. Такая внешнеторговая динамика последний раз наблюдалась в 2013-2014 гг., когда экспортная выручка за аналогичный период составила \$62-63 млрд, а размер импорта достигал \$31-\$35.7 млрд. Стоимость нефти марки Brent на уровне \$103.7 за баррель в среднем за 9М2022 г. (\$67.4 баррель в среднем за 9М2021 г.) способствовала кратному росту экспортной выручки Казахстана в периоде. Напомним, что в моменте ее стоимость достигала \$127.9 за баррель.

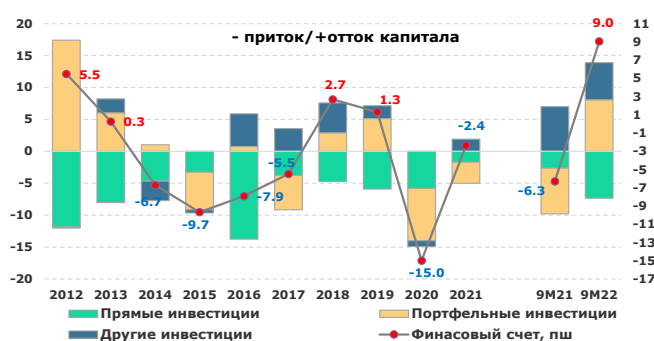
Углубление дефицита первичных доходов, полученных нерезидентами от прямых инвестиций за 9М2022 г. на 18.8% г/г до \$19.0 млрд (нетто), привело к расширению дефицита баланса первичных доходов на 16.8% до \$20.2 млрд. Вознаграждение по резервам и активам НБК в периоде увеличилось на 15.6% до \$825 млн.

Рис. 15. Рост профицита текущего счета, \$млрд



Источник: НБК, Halyk Finance

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



Источник: НБК, Halyk Finance

Сокращение дефицита по счету услуг до \$893 млн произошло за счет опережающей динамики роста экспорта услуг на уровне 29.7% г/г до \$5.5 млрд по сравнению с темпами роста импорта услуг на 16.7% г/г до \$6.4 млрд.

Финансовый счет (без учета резервных активов НБК)

По финансовому счету за 9М2022 г. наблюдался отток капитала в размере \$9.0 млрд (приток \$6.3 млрд за 9М2021 г.). Отток капитала за 9М2022 г. зафиксирован по портфельным инвестициям в размере \$8.1 млрд (\$7.2 млрд приток за 9М2021 г.). По статье прочие краткосрочные потоки капитала наблюдался отток в размере \$7.9 млрд (отток \$7.1 млрд за 9М2021 г.). По статье среднесрочные и долгосрочные инвестиции наблюдался отток в размере \$444 млн по сравнению с притоком в \$3.5 млрд за 9М2021 г. Приток капитала в рамках финансового счета отмечен по прямым инвестициям в размере \$7.3 млрд (приток \$2.6 млрд за 9М2021 г.).

Консолидированные международные резервы – и снова сокращение

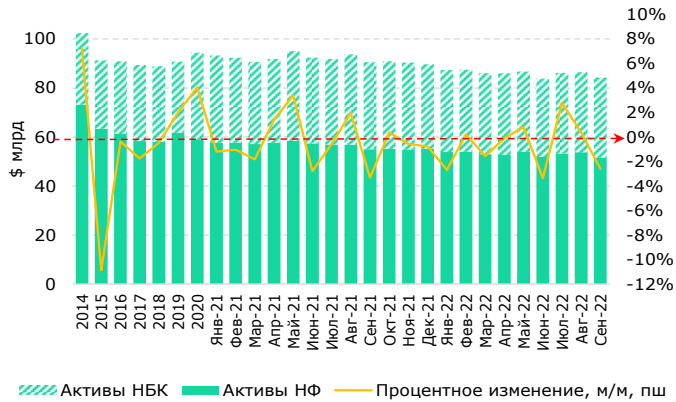
В середине текущего года объем консолидированных международных резервов (КМР) достиг минимального значения с августа 2012 г. и составил \$83.8 млрд. В июне и августе наблюдался рост КМР до \$86.2 млрд и \$86.5 млрд соответственно. Однако в сентябре 2022 г. КМР сократились на 6.1% с начала года и составили \$84.2 млрд (-7.0% г/г).

Сокращение КМР произошло как за счет сокращения номинального объема валовых ЗВР НБК на 5.1% с начала года до \$32.6 млрд (-8.1% г/г), так и за счет сокращения объема активов Национального фонда на 6.7% с начала года до \$51.6 млрд (-6.3% г/г). Квартальная динамика КМР была разнонаправленной. Так, ЗВР НБК увеличились на 2.1% кв/кв в то время, как активы НФ РК сократились на 0.5% кв/кв.

В рамках резервов НБК наблюдался рост активов в СКВ на 26.6% кв/кв до \$12.1 млрд (-9.6% г/г). По данным НБК за 3кв2022 г., в структуре ЗВР наблюдалось увеличение активов в ценных бумагах на 12.3% кв/кв до \$5.4 млрд (-1.8% г/г). Активы и депозиты в СКВ увеличились на 85.3% кв/кв (-19.5% г/г) и составили \$4.3 млрд.

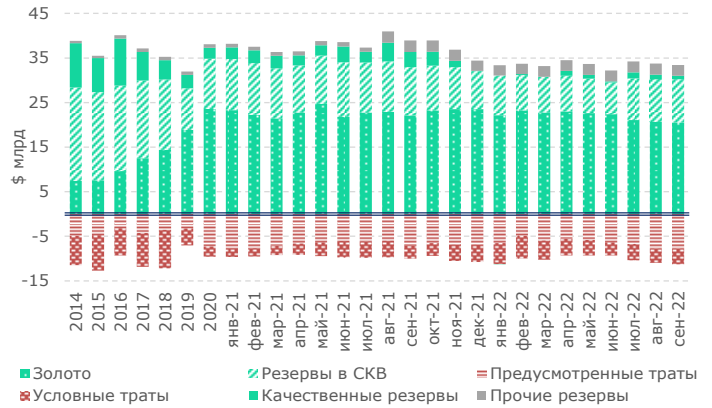
Активы НБК в золоте сократились на 8.4% кв/кв (-12.9% с начала года), уменьшившись за год на 7.2% до \$20.5 млрд. Сокращению ЗВР в золоте способствовало снижение его стоимости на 9.2% с начала года до \$1 661 за тройскую унцию на глобальных рынках. Кроме того, с начала года наблюдалось снижение этого актива в физическом выражении.

Рисунок 17. Консолидированные резервы Казахстана



Источник: НБК, Halyk Finance

Рисунок 18. Международные резервы НБК РК



Источник: МВФ, Halyk Finance

Так, в декабре 2021 г. физический объем золота НБК составил 12.94 (402.5 тонны) млн тройских унций, а по состоянию на конец сентября его объем сократился на 5.2% с начала года до 12.27 (381.6 тонны) млн тройских унций. Такие изменения привели к тому, что доля активов НБК в золоте на конец сентября 2022 г. составила 62.9% (минимальное значение за последние 15 месяцев), сократившись с 68.5% с начала года.

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

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

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

© 2022, все права защищены.

Департамент исследований**E-mail**

research@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance