



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



**ДОКЛАД**

**о денежно-кредитной политике**

**Май 2023**

## ОГЛАВЛЕНИЕ

---

<b>ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН</b>	<b>4</b>
<b>I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ</b>	<b>7</b>
1.1. Предпосылки прогноза	7
1.2. Динамика экономического развития по базовому сценарию	11
1.3. Альтернативные сценарии прогноза	13
1.4. Риски в среднесрочной перспективе	15
1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса	17
<b>II. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА</b>	<b>20</b>
2.1. Решения по базовой ставке	20
2.2. Денежно-кредитные условия	21
2.3. Денежное предложение	24
2.4. Денежный рынок	24
2.5. Валютный рынок	25
2.6. Фондовый рынок	27
2.7. Депозитный рынок	32
2.8. Кредитный рынок	35
<b>III. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ</b>	<b>39</b>
3.1. Внешний сектор	39
3.2. Развитие внутренней экономики	42
3.3. Рынок труда	49
3.4. Инфляция	53
3.5. Фискальная политика	59
<b>ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ</b>	<b>61</b>
<b>СПИСОК ОСНОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ</b>	<b>64</b>
<b>БОКСЫ</b>	
Бокс 1. Количественная оценка эффективности функционирования процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Казахстана	21
Бокс 2. Может ли фондовый рынок выступать в качестве канала воздействия на инфляцию?	29
Бокс 3. Продовольственная инфляция в ЕС	40
Бокс 4. Динамика сберегательного поведения населения	47
Бокс 5. Анализ рынка труда Казахстана после пандемии	51
Бокс 6. Анализ цикличности компонентов индекса потребительских цен	57



**Доклад о денежно-кредитной политике** является квартальным изданием Национального Банка, который содержит анализ основных макроэкономических факторов, влияющих на инфляцию, а также прогноз макроэкономических параметров в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Документ публикуется в электронной версии на официальном интернет-ресурсе Национального Банка на казахском, русском, английском языках.

Прогноз и анализ макроэкономических показателей подготовлен на основе статистической информации по состоянию на **15 мая 2023 года**

## ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН



Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка принял решение сохранить базовую ставку на уровне 16,75% годовых с коридором +/- 1 п.п. Решение основано на анализе фактических данных и обновленных прогнозов с учетом влияния новых факторов.

Оценки свидетельствуют о слабом смещении баланса рисков в дезинфляционную сторону. Давление на цены со стороны внешнего сектора несколько ослабло вследствие снижения мировых цен на продовольствие и заметного

замедления инфляции в странах – торговых партнерах Казахстана. Более медленный рост внешних цен на фоне стабильного реального обменного курса создает благоприятные условия для замедления инфляции в стране. При этом сохраняется проинфляционное влияние внутренних факторов, связанных с продолжающимся фискальным стимулированием, устойчивым внутренним спросом, высокими инфляционными ожиданиями, а также повышением цен на горюче-смазочные материалы и жилищно-коммунальные услуги.

Текущее решение будет способствовать дальнейшему охлаждению инфляционных процессов в стране с целью снижения и стабилизации роста цен в среднесрочной перспективе.

В апреле 2023 года годовая инфляция продолжила начавшийся в марте тренд на снижение и составила 16,8%. При этом различные оценки базовой инфляции свидетельствуют о постепенном замедлении устойчивых компонент роста цен как результат воздействия проводимой денежно-кредитной политики. Тем не менее, впоследствии на их динамику окажут влияние косвенные эффекты повышения цен на ГСМ и ЖКУ. Инфляционные процессы носят инерционный характер на фоне устойчивого внутреннего спроса. На росте цен отражается продолжающийся процесс перестройки логистических и производственных цепочек вследствие изменившейся геополитической обстановки. Значимыми проинфляционными факторами также остаются стимулирующая фискальная политика и высокие инфляционные ожидания населения.

Темп роста реального ВВП Казахстана за январь-апрель т.г. составил 5,0%, сложившись выше прогнозных оценок. Потребительский спрос населения остается устойчивым. Это подтверждается данными по розничному товарообороту, импорту потребительских товаров и безналичным платежам населения за товары и услуги. Отмечается рост номинальных заработных плат и доходов населения. Вместе с тем, реальные доходы населения снижаются на фоне высокой инфляции, что сдерживает более активную реализацию потребительского спроса. Высокая инвестиционная активность, которая стимулируется государственными программами поддержки экономики, также выступает одним из драйверов внутреннего спроса.

Прогнозы инфляции с учетом имеющихся внешних и внутренних факторов, а также новых предпосылок пересмотрены в сторону повышения. Так, по обновленным прогнозам, годовая инфляция сложится в пределах 11-14% в 2023 году, 9-11% в 2024 году и 5,5-7,5% в 2025 году. Изменение прогнозных оценок по росту цен, в первую очередь, связано с влиянием прямых и

косвенных эффектов от повышения стоимости ГСМ и ЖКУ. Из-за инерции они приведут к более медленному снижению инфляции до среднесрочной цели. Фискальный импульс в текущем году оценивается как проциклический. При этом, исходя из тех параметров, которые заложены в ПСЭР, он будет ослабевать на фоне планируемого возврата к соблюдению контрциклического бюджетного правила в 2024-2025 годах. Сдерживающее влияние на инфляцию окажут ограничительный характер денежно-кредитных условий и улучшение внешнеэкономической конъюнктуры, которое будет выражаться через дальнейшее снижение цен на продовольствие и низкую инфляцию в странах – торговых партнерах.

К рискам прогноза инфляции можно отнести усиление фискального стимулирования, более сильные вторичные эффекты от повышения цен на ГСМ и ЖКУ, продолжительное влияние перестройки логистических и производственных цепочек на ценообразование, а также вероятность закрепления инфляционных ожиданий на высоких уровнях.

Прогнозы по развитию экономики Казахстана на 2023 год улучшены. Рост ВВП в 2023 году будет формироваться в диапазоне 4,2-5,2%. Прогноз роста экономики на 2024-2025 годы остался без изменений на уровне 3,5-4,5%. Оценки по текущему году пересмотрены с учетом фактической динамики ВВП, на которую оказывает влияние стимулирующая фискальная политика, устойчивый внутренний спрос и ожидания более высокого внешнего спроса. При этом положительная динамика импорта, реальная процентная ставка вкупе с более крепким реальным обменным курсом тенге будет балансировать экономическую активность, отчасти снижая давление на инфляцию.

По оценкам Национального Банка, с учетом позитивной динамики фактической инфляции денежно-кредитные условия выходят на уровень сдерживания. В этой связи, во втором полугодии т.г. Национальный Банк рассмотрит целесообразность плавного и осмотрительного снижения базовой ставки. Наши решения будут во многом зависеть от соответствия фактического роста цен прогнозным оценкам, устойчивости замедления базовой инфляции на фоне умеренного влияния косвенных эффектов повышения цен на ГСМ и ЖКУ, динамики инфляционных ожиданий, а также соблюдения бюджетного правила при формировании бюджета на 2024-2025 годы. При этом вероятность снижения базовой ставки уже в рамках следующего решения оценивается как невысокая.

**Председатель Национального Банка Республики Казахстан  
Галымжан Пирматов**

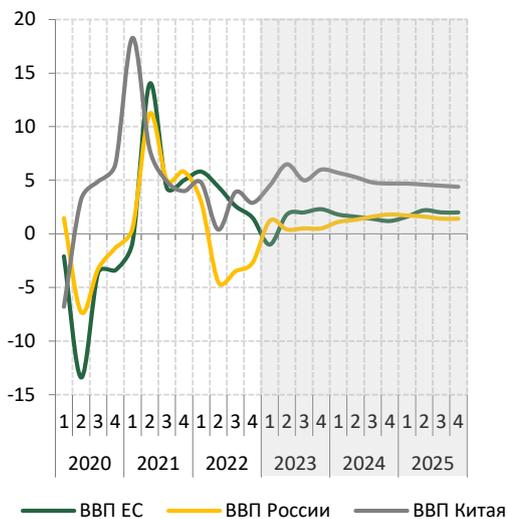


01

# ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

## I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

График 1. Темпы роста ВВП Китая, ЕС, России в реальном выражении, г/г, %



Источник: Eurostat, National Bureau of Statistics of China, Росстат, Consensus Ecs., ЦБ РФ, оценка НБ РК

### 1.1. Предпосылки прогноза

В сравнении с прогнозным раундом «Февраль 2023 года» предпосылки по перспективам развития мировой экономики немного изменились. МВФ на 2023 год снизил прогноз роста глобальной экономики с 2,9% до 2,8%, а на 2024 год – с 3,1% до 3,0%. Ожидается, что развитые страны под давлением повышенного инфляционного фона и высоких процентных ставок замедлят рост с 2,7% в 2022 году до 1,3%-1,4% в 2023-2024 годах. Экономическая активность в развивающихся странах в указанном периоде составит в среднем 4,0%, тогда как до пандемии рост находился на уровне 4,4-5,0%.

Вдобавок к ожиданиям более слабого роста мировой экономики возникшие проблемы в банковском секторе США и Европы усилили опасения по поводу рецессии. Неопределенность также добавляют сохраняющиеся риски более устойчивой инфляции, дальнейшего ужесточения глобальных финансовых условий, слабого восстановления экономики Китая после пандемии, а также ухудшения геополитической обстановки в мире.

Обновленные прогнозы по ЕС предполагают более умеренное замедление экономического роста в 2023 году и более слабый рост в течение 2024-2025 годов (график 1). Улучшение оценок по 2023 году произошло на фоне более позитивного, чем ожидалось второго полугодия 2022 года и начала 2023 года, чему, с одной стороны, способствовало снижение цен на энергоносители, а с другой стороны, сильный рынок труда. На среднесрочном горизонте оценки были снижены, так как ожидается, что устойчивая инфляция в ЕС приведет к дальнейшему ужесточению монетарных условий, что в конечном итоге негативно скажется на потребительском спросе, доступности заемных средств и активности в производящих секторах. Кроме того, не исключается, что сдерживающее влияние также будет исходить от прогнозируемого более слабого роста в США, нехватки рабочей силы и возможного распространения финансового стресса в банковском секторе ЕС.

В сравнении с предыдущим прогнозным раундом по экономике Китая на 2023 год в результате выхода из пандемии прогноз повышен с 4,6% (г/г) до 5,5% (г/г) (график 1).

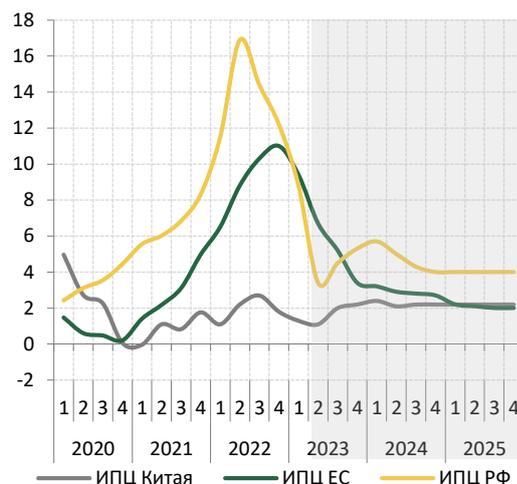
Между тем, принимая во внимание текущие оперативные данные по промышленности, инвестициям, импорту и почти нулевому росту потребительских цен, восстановление после пандемии может занять больше времени, чем предполагается. В результате прогнозируемый на этот год стремительный рост в конечном итоге может оказаться ниже. Оценки на 2024-2025 годы существенно не изменились. Как и прежде, ожидается, что к 2025 году рост экономики Китая замедлится до потенциальных уровней.

По экономике России прогнозы также существенно улучшены. Если ранее предполагалось, что экономика России вернется к росту только к концу 2023 года, теперь ввиду умеренного сокращения экспорта, улучшающихся экономических настроений, стабильного роста в обрабатывающей промышленности, ожидаемого увеличения бюджетных расходов и более сильного потребительского спроса, восстановление будет происходить на более ранних этапах. Ожидается, что экономический рост в 2023 году составит 1,3% (г/г), а к концу 2025 года ускорится до 2,0% (г/г) (график 1). Рисками более слабого роста остаются узкий рынок труда и усиление санкций.

МВФ ожидает, что в ближайшей перспективе глобальная инфляция останется более устойчивой, чем ранее предполагалось. В 2023 году на фоне снижения цен на энергоносители глобальная инфляция замедлится с 8,7% в 2022 году до 7,0% (предыдущий прогноз составлял 6,6%), а в 2024 году до 4,9% (предыдущий прогноз составлял 4,3%). Базовая инфляция, при этом, как ожидается, будет замедляться более медленными темпами. МВФ ожидает, что до 2025 года странам вряд ли удастся достичь целевых значений.

Согласно обновленным прогнозам, инфляция в Китае и России в краткосрочном периоде будет складываться несколько ниже, чем ранее прогнозировалось. Далее на фоне восстановления внутреннего спроса и ожидаемого ослабления курса рубля к доллару США инфляция в России сначала ускорится, а затем к концу прогнозного периода стабилизируется на уровне 4,0%. В ЕС достижение таргета произойдет только к концу 2025 года. В Китае инфляция немного ускорится, но даже несмотря на это, до конца прогнозного горизонта будет складываться ниже целевого уровня (график 2) (таблица 1).

График 2. Инфляция в Китае, ЕС, России, г/г, %



Источник: Eurostat, National Bureau of Statistics of China, Росстат, ЦБ РФ, Consensus Ecs., оценка НБ РК

График 3. Динамика мирового рынка нефти



Источник: EIA

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом внешние монетарные условия на краткосрочном горизонте из-за устойчивой инфляции стали немного жестче. Между тем, возникшие проблемы в банковском секторе США и ЕС усилили ожидания завершения цикла повышения ставок в мире. Участники рынка ожидают, что повышение ставки ФРС США в летний период будет временно приостановлено. При этом, начиная с осени текущего года, возможно начало постепенного снижения ставки. Смягчения монетарной политики со стороны ЕЦБ пока не ожидается.

Также, как и в прогнозном раунде «Февраль 2023 года» EIA ожидает, что на мировом рынке нефти в 2023-2024 годах предложение нефти будет складываться несколько выше, чем ее потребление. По оценкам агентства, общий профицит нефти в 2023 году может составить 0,4 млн. баррелей в сутки, в 2024 году – 0,5 млн. баррелей в сутки (график 3).

Учитывая текущие факторы и прогнозы международных организаций, при базовом сценарии цены на нефть марки Brent к концу 2023 года составят 80 долл. США за баррель, что несколько ниже значений прогнозного раунда «Февраль 2023 года». В 2024 году цены стабилизируются на уровне 80 долл. США за баррель, а к 2025 году продолжат снижаться до 75 долл. США за баррель. Параметры по оптимистичному и пессимистичному сценариям сохранены без изменений. При оптимистичном сценарии цена на Brent составит 110 долл. США за баррель, а при пессимистическом сценарии – 50 долл. США за баррель (график 4) (таблица 2).

Таблица 1. Предпосылки прогнозов по базовому сценарию

	2023	2024	2025
<b>ВВП, г/г, %</b>			
Китай	5,5 (4,6)	5,1 (5,3)	4,6 (4,7)
ЕС	0,7 (0,2)	1,5 (1,6)	1,5 (2,0)
Россия	1,3 (-2,6)	1,5 (2,0)	2,0 (1,4)
<b>Инфляция, г/г, %</b>			
Китай	2,2 (2,1)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)
ЕС	3,4 (3,5)	2,7 (2,3)	2,0 (1,7)
Россия	5,3 (5,0)	4,0 (4,0)	4,0 (4,0)

Источник: прогнозы Consensus Ecs, расчеты НБРК

\* – в скобках указан предыдущий прогноз в рамках прогнозного раунда «Февраль 2023 года»

Таблица 2. Предпосылки прогнозов по цене на нефть

	2023	2024	2025
Пессимистичный сценарий	68,1 (58,6)*	50,0 (50,0)	50,0 (50,0)
Базовый сценарий	82,2 (87,7)	80,0 (85,0)	77,3 (77,3)
Оптимистичный сценарий	95,6 (103,6)	110,0 (110,0)	110,0 (110,0)

Источник: расчеты НБРК

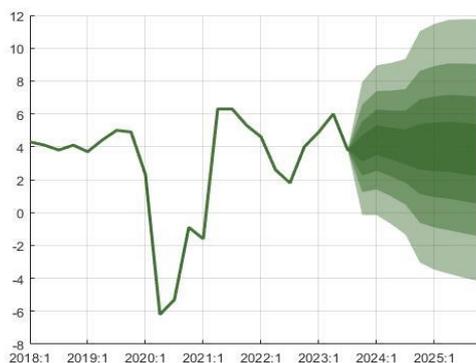
\* – в скобках указан предыдущий прогноз в рамках прогнозного раунда «Февраль 2023 года»

График 4. Сценарии по цене на нефть Brent, долл. США за баррель



Источник: EIA, расчеты НБРК

График 5. ВВП, г/г, %



Источник: прогноз НБРК, перцентили на уровне 80%, 60%, 40%, 20%

## 1.2. Динамика экономического развития по базовому сценарию

**Прогнозы по росту экономики Казахстана в текущем году были пересмотрены в сторону повышения на фоне более высоких фактических темпов роста экономики, расширения внутреннего спроса в условиях фискального стимулирования, а также увеличения экспорта.**

С конца февраля 2023 года деловая активность в отраслях экономики значительно ускорилась, превысив ожидания Национального Банка. По итогам января-апреля 2023 года производство товаров выросло на 4,8% (г/г), объем предоставленных услуг – на 4,9%. Данная динамика отражает устойчивую реализацию потребительского спроса, расширение инвестиционного спроса, поддерживаемого государственными программами по развитию экономики.

В рамках базового сценария в краткосрочном периоде ожидается сохранение тенденции роста внутреннего спроса, который будет вносить основной вклад в рост экономики. Рост расходов домохозяйств будет высоким в связи с ожидаемым ростом реальных заработных плат и доходов населения на фоне замедления инфляции, а также эффектом низкой базы прошлого года. Спрос государственного сектора также будет сохраняться высоким с учетом поддержания социальной направленности государственных расходов и фискального стимулирования. Расширение инвестиционной активности будет обеспечиваться реализацией крупных инфраструктурных проектов, что, в свою очередь, обусловило пересмотр фискального импульса в сторону повышения в 2023 году. Положительный вклад в рост инвестиций также окажет завершение строительных работ по проекту завода на ТШО. Вместе с тем, высокий внутренний спрос будет сопровождаться ростом импорта, который будет стабилизировать рост ВВП. Помимо спроса на импорт будет способствовать крепкий реальный курс тенге. Экспорт будет вносить положительный вклад в рост экономики ввиду увеличения объемов добычи нефти до 90,5 млн. тонн в 2023 году, а также улучшения внешнего спроса на фоне более высоких темпов роста экономик стран-торговых партнеров Казахстана. **Таким образом, по итогам 2023 года реальный рост ВВП ожидается в пределах 4,2-5,2% (график 5).**

Прогнозы по росту ВВП на среднесрочную перспективу не претерпели значительных изменений по сравнению с предыдущим прогнозным раундом. В 2024-2025 годах в условиях роста добычи нефти, в т.ч. на месторождении Тенгиз, темпы роста экспорта продолжают оставаться высокими. Внутренний спрос будет поддерживаться продолжением реализации инфраструктурных проектов. **Рост ВВП ожидается в пределах 3,5-4,5% в 2024-2025 годах.**

Разрыв выпуска, определяемый как процентное отклонение фактического уровня ВВП от своего потенциального уровня, будет находиться в положительной зоне на протяжении 2023-2025 годов с постепенным закрытием. Это связано с положительной динамикой внутреннего спроса на фоне фискального стимулирования, а также роста экспорта ввиду увеличения добычи нефти. Таким образом, разрыв выпуска будет оказывать проинфляционное давление в экономике на прогнозном горизонте.

**Прогнозы по инфляции были пересмотрены в сторону повышения ввиду планируемого увеличения предельных цен по тарифам на регулируемые услуги, вторичных эффектов от удорожания бензина на общий уровень цен, а также более высокого фискального импульса. Так, в базовом сценарии в 2023 году годовая инфляция сложится в диапазоне 11-14% с дальнейшим замедлением до 9-11% в 2024 году и 5,5-7,5% в 2025 году (график 6).**

Планируемое повышение цен на регулируемые жилищно-коммунальные услуги, а также прямые и косвенные эффекты от роста цен на горюче-смазочные материалы выступили основными факторами пересмотра прогнозов по инфляции. По оценкам Национального Банка, косвенный вклад повышения цен на ГСМ и ЖКУ в индекс потребительских цен составит от 1 до 2,5 п.п. Из-за инерции в инфляционных процессах они приведут к более медленному замедлению годовой инфляции до среднесрочной цели. Наряду с этим, ожидается проинфляционное давление со стороны проциклического фискального импульса, который будет поддерживать внутренний спрос. При этом, на фоне возврата к соблюдению контрциклического бюджетного правила в 2024-2025 годах фискальный импульс в среднесрочном периоде будет ослабевать.

График 6. Инфляция, в среднем за квартал, г/г, %



Источник: прогноз НБРК, перцентили на уровне 80%, 60%, 40%, 20%.

Сдерживающее влияние на инфляцию окажут ограничительный характер денежно-кредитных условий, улучшение внешнеэкономической конъюнктуры, которое будет выражаться через дальнейшее снижение роста цен на продовольствие и низкую инфляцию в странах – торговых партнерах.

На прогнозном периоде инфляционные ожидания после стабилизации во второй половине 2023 года будут плавно снижаться. Это обусловит стремление инфляции к среднесрочной цели на прогнозном горизонте.

Таблица 3. Прогнозы по базовому сценарию

	2023	2024	2025
ВВП, г/г, %	4,2-5,2 (3,5-4,5)	3,5-4,5 (3,5-4,5)	3,5-4,5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	11-14 (9-12)	9-11 (6-8)	5,5-7,5 (4-6)
Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год	82	80	77

Источник: расчеты НБРК

\* –здесь и далее в скобках указан предыдущий прогноз в рамках прогнозного раунда «Февраль 2023 года»

### 1.3. Альтернативные сценарии прогноза

**Ввиду сохранения неопределенности касательно развития мировой экономики на фоне нестабильной геополитической ситуации Национальный Банк кроме базового сценария при принятии решения по базовой ставке рассматривал и другие альтернативные сценарии – пессимистичный и оптимистичный.**

При реализации **пессимистичного** сценария предполагается постепенное снижение цен на нефть до 50 долл. США за баррель и их сохранение на этом уровне до конца 2025 года. Такая динамика цен на нефть будет обусловлена снижением мирового спроса на нефть ввиду отрицательной динамики экономик стран – импортеров (продолжительная мировая рецессия на фоне осложнения геополитической ситуации) при одновременном повышенном уровне добычи нефти вследствие прекращения действия соглашения ОПЕК+ о сокращении добычи нефти и роста добычи нефти в странах вне ОПЕК.

В случае развития событий по пессимистичному сценарию спрос на экспортные товары Казахстана, в первую очередь, на нефть, будет приглушенным. Данный фактор вместе с меньшей ценой на нефть ограничит деловую активность в добывающих отраслях, что также негативно отразится на смежных отраслях строительства, транспорта, торговли и прочих услуг и в целом на инвестициях в экономике. Более слабая активность в экономике приведет к меньшим доходам населения и соответствующему ослаблению потребления. Тем не менее, в рамках действия с 2023 года нового контрциклического бюджетного правила, такая динамика внутреннего спроса будет менее подавленной. В результате, **темпы роста ВВП составят 3,2-4,2% в 2023 году, 3-4% в 2024-2025 годах.**

При пессимистичном сценарии инфляция будет замедляться меньшими темпами, чем при базовом сценарии. Несмотря на более низкую активность в экономике, более слабый реальный эффективный курс тенге и более высокие инфляционные ожидания обусловят повышенное инфляционное давление. **В 2023 году инфляция составит 13-15%, в 2024 году – 11-13%, в 2025 году – 7-9%.**

В случае развития мировой экономики по **оптимистичному сценарию** предполагается, что цены на нефть постепенно повысятся до 110 долл. США за баррель и останутся на этом уровне

до конца прогнозного горизонта. Повышению цен на нефть и в целом на сырьевые товары будет способствовать более быстрый рост мировой экономики на фоне снижения геополитической напряженности, восстановления активных торговых отношений и замедления инфляции в развитых и развивающихся странах при сохранении умеренной мировой добычи нефти.

Высокие мировые цены на сырье и сильный внешний спрос будут более положительно сказываться на деловой активности в Казахстане, чем при базовом сценарии. **Рост экономики в 2023 году составит 4,7-5,7%, в 2024 году – 4,5-5,5%, 2025 годах – 4-5%.**

При оптимистичном сценарии инфляция будет снижаться к целевым значениям быстрее, чем при базовом сценарии. Этому будут способствовать крепкая динамика обменного курса тенге и меньшее внешнее инфляционное давление. **В 2023 году инфляция будет складываться в пределах 10,5-13,5%, в 2024 году – 8-10%, в 2025 году – 5-7%.**

Таблица 4 (а). Прогнозы по пессимистичному сценарию

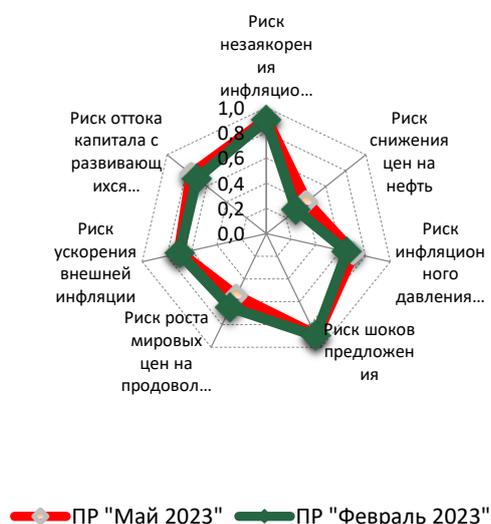
	2023	2024	2025
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>3,2-4,2</b> (2,5-3,5)	<b>3-4</b> (3-4)	<b>3-4</b> (3-4)
<b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>	<b>13-15</b> (11-14)	<b>11-13</b> (7-9)	<b>7-9</b> (5-7)
<b>Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год</b>	68	50	50

Таблица 4 (б). Прогнозы по оптимистичному сценарию

	2023	2024	2025
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>4,7-5,7</b> (4-5)	<b>4,5-5,5</b> (4,5-5,5)	<b>4-5</b> (4-5)
<b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>	<b>10,5-13,5</b> (8,5-10,5)	<b>8-10</b> (5-7)	<b>5-7</b> (3-5)
<b>Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год</b>	96	110	110

Источник: расчеты НБРК

График 7. Карта рисков, основанная на экспертном подходе



#### 1.4. Риски в среднесрочной перспективе

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом совокупность рисков ускорения инфляции немного уменьшилась, что в большей степени связано с внешними факторами. При этом риски со стороны внутренних факторов остаются высокими (график 7).

Такие факторы, как тяжелая геополитическая ситуация в мире, возможная глобальная рецессия вследствие нарастания проблем в финансовом секторе в ряде развитых стран, а также степень влияния тарифообразования ГСМ и регулируемых жилищно-коммунальных услуг на внутренние цены, являются причиной значительной неопределенности в динамике прогнозов макроэкономических показателей Казахстана. Таким образом, несмотря на небольшое снижение рисков со стороны внешнего сектора, риски отклонения инфляции от своих прогнозных значений остаются на высоком уровне.

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом в некоторой степени снизился риск импорта высокой мировой продовольственной инфляции на фоне продолжающейся дезинфляционной динамики мировых цен на основные продукты питания. Тем не менее, длительное недоиспользование посевных площадей в Украине, неблагоприятные погодные условия ввиду меняющегося климата могут послужить в среднесрочной перспективе причиной высокого роста мировых цен на продовольствие. Более того, сохранение высоких издержек производства на продукты питания в Казахстане может препятствовать переложению низких мировых цен на внутренние цены.

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом несколько снизился риск импорта внешней инфляции на фоне ее замедления в мире. Однако устойчивая часть инфляции (базовая инфляция) в мире все еще остается высокой, что в дальнейшем может обусловить длительное нахождение инфляции на высоких значениях. Более того, в России, одном из основных торговых партнеров Казахстана, несмотря на низкие темпы роста как годовой, так и месячной инфляции, возможен более сильный рост цен в условиях наблюдаемого ослабления рубля, роста расходов бюджета и повышения издержек экономики ввиду смены источников поставок.

В то же время несколько усилился риск оттока капитала с развивающихся рынков в пользу развитых. Так, по причине сохранения устойчивого инфляционного давления в мире центральные банки развитых стран могут продолжить проводить жесткую денежно-кредитную политику, тем самым усиливая давление на обменные курсы развивающихся рынков. Другим фактором риска может стать увеличение количества дефолтов финансовых организаций в мире, что может привести к глобальному финансовому кризису и дальнейшему ослаблению курсов развивающихся рынков. Кроме того, влияние эмбарго на экспорт российской нефти со стороны ЕС, а также возможные проблемы с Каспийским трубопроводным консорциумом могут негативно отразиться на экспорте казахстанской нефти и снижении валютной выручки, что также может быть негативным фактором для обменного курса тенге.

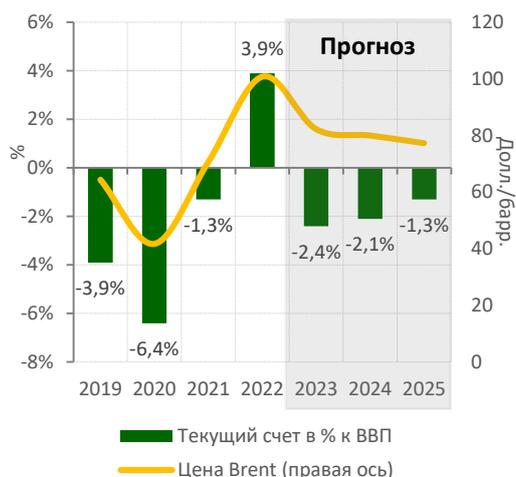
Проблемы в финансовом секторе могут стать также существенным фактором торможения роста мировой экономики и обусловить существенное падение цен на нефть и другие сырьевые товары. Тем не менее, продолжающийся рост мировой экономики, меры ОПЕК+ по предотвращению накопления дисбаланса на рынке нефти в некоторой степени ограничивают появление серьезного профицита нефти в мире, в связи с чем риск существенного падения цен на нефть хотя и усилился, но выглядит менее выраженным, чем остальные риски.

Внутренние факторы риска существенно не изменились, но продолжают находиться на высоких уровнях. Так, повышение цен на ГСМ и регулируемые жилищно-коммунальные услуги, кроме прямого влияния на инфляцию (через присутствие в потребительской корзине), может оказать также и мультипликативный эффект на цены широкого набора товаров и услуг. Кроме того, длительная перестройка связанных с Россией логистических связей может снизить предложение товаров или привести к росту их себестоимости. Перечисленные риски являются факторами со стороны предложения и могут стать причиной существенного роста цен на конечную продукцию.

В связи с этим остается существенным и риск якорения инфляционных ожиданий на высоких уровнях вследствие высокой текущей инфляции и чувствительности к динамике цен на продовольствие и ГСМ.

Наконец, остается высоким риск инфляционного давления со стороны внутреннего спроса на фоне усиления фискального стимулирования в текущем году. Учитывая низкую фискальную дисциплину и периодический пересмотр в сторону увеличения государственных расходов в предыдущие годы, не исключается, что параметры бюджета в последующие годы могут быть дополнительно пересмотрены в сторону расширения расходной части, что может стать дополнительным источником проинфляционного давления в экономике. Более того, сохраняется риск усиления спроса на потребительские товары со стороны граждан России на фоне действия санкций и геополитической эскалации.

График 8. Текущий платежного баланса



Источник: прогноз НБРК

## 1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса

При базовом сценарии текущий счет платежного баланса перейдет из зоны профицита 2022 года в зону дефицита в среднесрочной перспективе. Переход в дефицитную зону в 2023-2025 годах будет обусловлен продолжающимся существенным ростом импорта и сокращением прогнозных цен на нефть и металлы.

Ожидаемый переход текущего счета с профицита в размере (+)3,9% к ВВП в 2022 году к дефицитным значениям в размере (-)2,4% к ВВП в 2023 году, (-)2,1% к ВВП в 2024 году и (-)1,3% к ВВП в 2025 году будет следствием следующих факторов (график 8).

**Импорт товаров** по методологии платежного баланса на прогнозном горизонте продолжит расти существенно, превысив исторический максимум 2022 года в размере 49,8 млрд долл. США. Рост будет обусловлен недостаточностью объемов внутреннего производства для покрытия нарастающих потребностей населения и бизнеса, реализацией фискальных стимулов через государственные программы по поддержке экономики и инфраструктурные проекты, постепенным восстановлением челночной торговли в связи с открытием МЦПС «Хоргос». Источником финансирования высокого внутреннего спроса на импортную продукцию, помимо личных и заемных средств населения и бизнеса, будут нарастающие фискальные расходы.

**Экспорт товаров** по методологии платежного баланса в среднесрочной перспективе будет формироваться под воздействием разнонаправленных факторов. Давление на экспорт будут оказывать прогнозные постепенное снижение цен на нефть с фактических 100,8 долл. США за баррель в 2022 году до 77,3 долл. США за баррель к концу 2025 года, корректировка высоких среднеконтрактных цен прошлого года на металлы, газ и зерновые, а также перенаправление газа на внутренний рынок по мере роста внутреннего потребления. Поддержку экспорту, согласно базовому сценарию, окажут увеличение объемов добычи нефти на трех крупных месторождениях, планы по наращиванию производства урана и рост производства черных металлов ввиду завершения строительства ферросплавного завода.

Дефицит **баланса доходов** будет расширяться умеренно, оставаясь на достаточно высоких уровнях. Умеренное расширение дефицита на прогнозном горизонте будет следствием нивелирования прогнозируемого снижения цен на нефть и металлы увеличением объемов добычи нефти. Начисленные проценты к выплате достигнут исторического максимума в 2023 году и начнут снижаться с 2024 года в связи с ожидаемым смягчением денежно-кредитной политики центробанками-эмитентами резервных валют.

Дефицит **баланса услуг** на прогнозном горизонте увеличится вследствие превышения темпов роста импорта услуг над их экспортом. Экспорт услуг будет расти за счет транспортных услуг ввиду умеренного роста трубопроводного транзита среднеазиатского газа в Китай и увеличения объемов поставок автомобильным и железнодорожным транспортом через территорию Казахстана, а также за счет поездок ввиду роста количества въехавших иностранных граждан. В свою очередь, импорт услуг вырастет за счет фрахта вследствие ожидаемого роста объемов импорта товаров, роста поездок и умеренного роста потребления деловых услуг.



02

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

## II. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

### 2.1. Решения по базовой ставке

Во втором квартале 2023 года было принято два решения по базовой ставке.

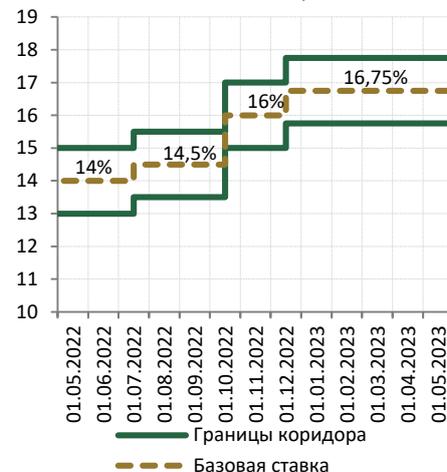
7 апреля 2023 года Комитет по денежно-кредитной политике сохранил базовую ставку на уровне 16,75%. Решение принято в условиях замедления фактической инфляции при сохранении давления на цены со стороны внешнего сектора и внутренней экономики.

Наблюдалась реализация внутренних факторов в виде нестабильных инфляционных ожиданий, увеличения государственных расходов, повышения цен на ГСМ. Внешние факторы были связаны с сохранением глобальной инфляции на высоких значениях, несмотря на ее постепенное замедление. Соответственно, баланс факторов обусловил необходимость поддержания базовой ставки на неизменном уровне.

В марте-апреле 2023 года началось постепенное снижение годовой инфляции после достижения пика в феврале. По итогам апреля она составила 16,8%.

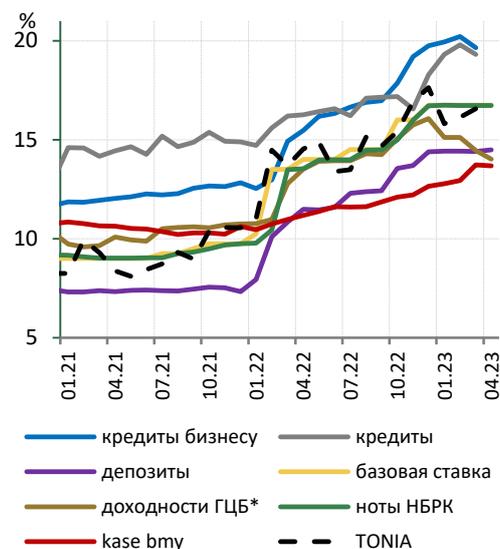
26 мая 2023 года Комитет по денежно-кредитной политике принял решение о сохранении базовой ставки на уровне 16,75% годовых с коридором  $\pm 1$  п.п. (график 9) Баланс рисков инфляции слабо сместился в сторону дезинфляционных факторов на фоне ослабления давления со стороны внешнего сектора, вызванного замедлением роста мировых продовольственных цен и инфляции в странах-торговых партнерах. При этом проинфляционное давление внутри экономики сохраняется. Это связано со стимулирующей фискальной политикой, устойчивым внутренним спросом, высокими и нестабильными инфляционными ожиданиями, а также ростом цен на ГСМ и ЖКУ.

График 9. Коридор базовой ставки в 2022-2023 гг., %



Источник: НБРК

График 10. Динамика изменений базовой ставки и ставки на рынках, %



Источник: КФБ, НБРК

\* средневзвешенная доходность по размещенным ГЦБ МФ РК

## 2.2. Денежно-кредитные условия

Риторика Национального Банка об окончании цикла повышения базовой ставки в декабре 2022 года привела к повышению спроса на ГЦБ, которое оказало понижающее влияние на формирование ставок на рынке ГЦБ. Так, средневзвешенная доходность ГЦБ в апреле 2023 года снизилась на 1,1 б.п. по сравнению с январским значением и сформировалась на 2,7 б.п. ниже базовой ставки (график 10). Снижению доходности ГЦБ способствовал высокий спрос со стороны участников рынка.

Индекс доходности корпоративных облигаций (KASE\_BMY<sup>1</sup>) в феврале-апреле 2023 года также формировался ниже нижней границы коридора базовой ставки, но при этом, апрельское значение индекса показало рост относительно январского на 0,9 б.п.

С начала года средневзвешенная ставка по тенговым кредитам бизнесу сохранилась на уровне 19,7% в марте 2023.

На фоне неизменности базовой ставки в течение 2023 года общие ставки по депозитам в тенге корпоративного сектора и населения изменились незначительно. При этом сузился спред между ставкой TONIA и общей ставкой по тенговым вкладам: с 3,04 п.п. в апреле 2022 года до 2,43 п.п. в апреле 2023 года.

### Бокс 1. Количественная оценка эффективности функционирования процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Казахстана

Основным каналом трансмиссионного механизма в рамках режима инфляционного таргетирования является процентный канал. Процентный канал отражает влияние решений по денежно-кредитной политике на рыночные ставки, изменения которых воздействуют на выбор заемщиков и вкладчиков между текущим и будущим потреблением.

В рамках анализа эффективности процентного канала в Казахстане проведена оценка трансмиссии ставки TONIA<sup>2</sup> на ставки по вкладам и кредитам физических и юридических лиц в разбивке по срокам. Анализ проводился путем применения моделей векторной авторегрессии с использованием месячных данных в период инфляционного таргетирования – с начала 2016 года по февраль 2023 года. В качестве эндогенных переменных наряду со ставкой TONIA и анализируемой процентной ставкой дополнительно были включены изменение обменного курса тенге к доллару США и краткосрочный экономический индикатор.

<sup>1</sup> В представительский список KASE\_BMY также входят облигации квазигосударственного сектора, доходность которых может быть ниже рыночной

<sup>2</sup> Ставка TONIA – представляет собой средневзвешенную процентную ставку по сделкам открытия РЕПО сроком на один рабочий день, заключенным на бирже в секторе автоматического РЕПО с государственными ценными бумагами.

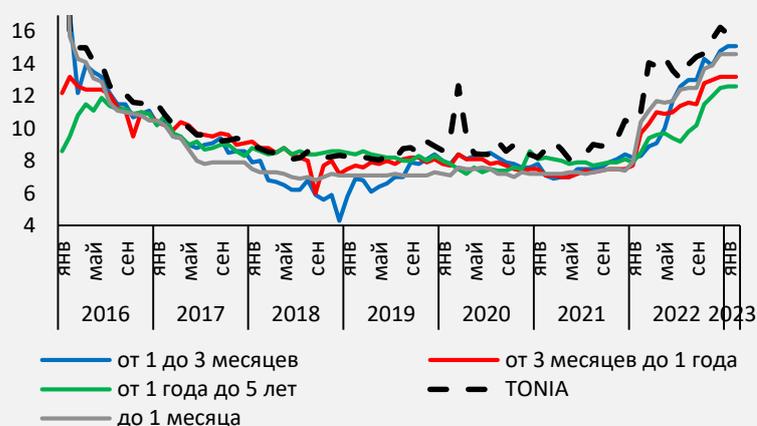
**График 1. Реакция ставок по депозитам на 1 п.п. шока ставки TONIA**



**Ставки по вкладам юридических лиц.** Среди ставок различной срочности наиболее чувствительными к ставке TONIA являются **ставки по краткосрочным депозитам юридических лиц.** При этом наибольшее влияние TONIA происходит на ставку вкладов юридических лиц **до 1 месяца** и от 1 до 3 месяцев. Так, однопроцентный положительный шок ставки TONIA приводит к росту ставок по вкладам юридических лиц со сроком до 1 месяца и от 1 до 3 месяцев на **0,89 п.п. и 0,88**

**п.п.**, соответственно, в течение 1 года после шока. При этом, по мере удлинения срока депозита отклик ставок по депозитам юридических лиц постепенно ослабевает (график 1). Вероятно, это связано с тем, что банки закладывают в ценообразование ставок по вкладам более высокую неопределенность в экономической ситуации в Казахстане на более длительном горизонте.

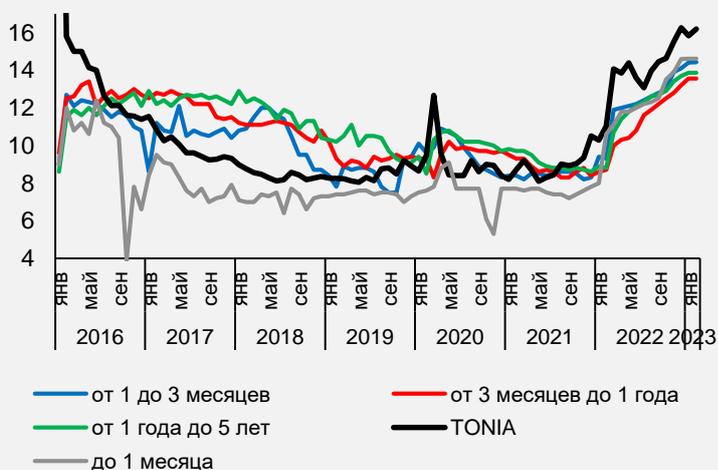
**График 2. Динамика ставок по срочным тенговым депозитам юридических лиц в разбивке по срокам**



**Ставки по вкладам физических лиц.**

Перенос ставки TONIA на ставки по вкладам **физических лиц** происходит слабее по сравнению со ставками юридических лиц. Тем не менее влияние ставки TONIA на ставки физических лиц остается значительным. Шок ставки TONIA в размере 1 п.п. приводит к росту ставок по вкладам физических лиц со сроком до 1 месяца на **0,76 п.п. (в течение года после шока)**, при этом реакция ставок физических лиц сроком до 3 месяцев на аналогичный шок немного слабее – рост на **0,54 п.п.** (график 1). Стоит отметить, что графический анализ ставок по всем вкладам юридических лиц и населения также демонстрирует корреляцию с динамикой ставки TONIA (графики 2,3).

**График 3. Динамика ставок по срочным тенговым депозитам физических лиц в разбивке по срокам**



С учетом полученных результатов можно отметить, что операционный ориентир – ставка TONIA, оказывает **значительное влияние** на стоимость фондирования БВУ. В дальнейшем ставки денежного рынка сильнее влияют на ставки по кредитам юридических лиц.

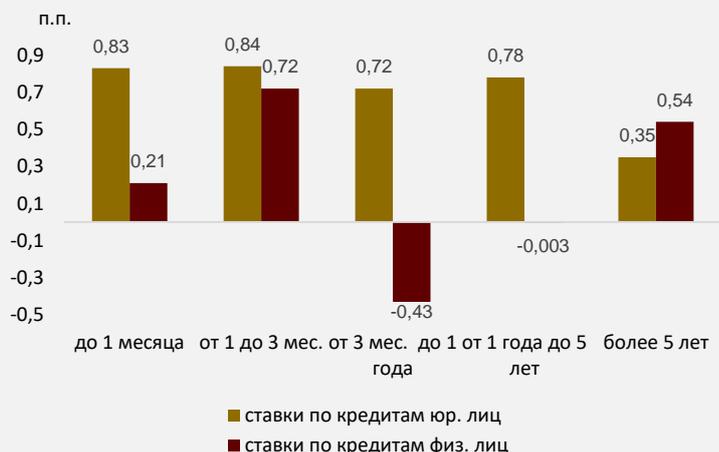
**Ставки кредитования юридических лиц.** Положительный шок ставки TONIA в размере 1 п.п. приводит к значительному росту ставок – на **0,83 п.п. и 0,84 п.п.** по кредитам юридических лиц со сроком до 1 месяца и до 3 месяцев, соответственно, в течение 1 года после шока. Более того, TONIA демонстрирует достаточно

сильное влияние также на ставки до года и от одного года до 5 лет (на **0,72 п.п.** и на **0,78 п.п.**, соответственно). В разрезе ставок кредитов сроком более 5 лет влияние TONIA слабее (график 4).

Данный результат является ожидаемым, так как стоимость долгосрочного кредитования зависит не только от денежно-кредитных условий, но от и долгосрочных инфляционных ожиданий, потенциальных темпов экономического роста, степени неопределенности в экономической ситуации в долгосрочной перспективе и т.д.

**Ставки кредитования физических лиц.** Положительный процентный шок ставки TONIA приводит к росту ставок по кредитам со сроком от 1 до 3 месяцев на **0,72 п.п.**, по кредитам со сроком до 1 месяца – на **0,21 п.п.** в течение года после шока (график 4).

**График 4. Реакция ставок по кредитам на 1 п.п. шока ставки TONIA**



По ставкам физических лиц в другой срочности влияние ставки TONIA с корректным знаком не наблюдается. Стоит отметить, что основную долю в выдаче кредитов населению занимают **потребительские кредиты**. Согласно полученным импульсным откликам, общая ставка по потребительским кредитам является малоэластичной к изменению базовой ставки и TONIA, что вероятно обусловлено следующими причинами:

1) по данным типам кредитов эффективная ставка вознаграждения находится существенно выше ставки TONIA;

2) стоимость потребительских кредитов искажается значительной долей покупки товаров в рассрочку и маркетинговыми акциями от многих банков.

Вместе с тем, с начала 2022 года, вслед за ростом ставки TONIA, наблюдается тенденция роста ставок по потребительским кредитам в БВУ. Таким образом, влияние базовой ставки и ставки TONIA на стоимость потребительских кредитов не исключается.

Помимо потребительских кредитов, ипотека также входит в перечень кредитов, выдаваемых физическим лицам. Согласно оценкам, реакция ставки по ипотеке прослеживается, однако является ограниченной ввиду льготного кредитования («7-20-25», Отбасы Банк и т.д.) по ставкам ниже рыночных уровней. В результате высокой доли льготных ипотек, шок ставки TONIA в 1 п.п. увеличивает ставку по ипотеке на 0,24 п.п. в течение года после шока.

Однако вслед за ростом ставки денежного рынка с 2022 года также наблюдается рост ставок по ипотечным займам, за исключением ставок Отбасы Банк, что свидетельствуют о функционировании трансмиссии ставки TONIA на нельготные ипотечные ставки.

С учетом вышеотмеченного, процентная ставка денежного рынка TONIA играет существенную роль в трансмиссии ДКП и оказывает влияние на стоимость фондирования БВУ и ставок кредитования. Трансмиссия происходит более эффективно по ставкам краткосрочных вкладов юридических и физических лиц, а также по ставкам краткосрочных займов юридических лиц. Кроме того, на потребительские и ипотечные займы ставка TONIA также оказывает влияние, но воздействие более умеренное и вероятно ограничено льготными ипотечными программами и рассрочками от БВУ.

### 2.3. Денежное предложение

Темп роста денежного предложения после замедления в феврале ускорился в марте-апреле 2023 года. Основной вклад в увеличение денежной массы продолжил вносить кредитный канал за счет роста кредитования населения и бизнеса. Денежная база в апреле продолжила сжиматься в годовом выражении.

В апреле 2023 года денежная масса в экономике увеличилась на 16,1% г/г (в апреле 2022 года – 7,9%) и составила 33,6 трлн. тенге (график 11).

Основной вклад в годовой рост денежной массы продолжило кредитование населения (12,3 п.п.) и в меньшей степени бизнеса (2,5 п.п.). Вклад чистых внешних активов составил 5,6 п.п. в результате увеличения их валютной части. Фискальный канал также способствовал росту денежной массы (3,6 п.п) на фоне роста выпуска ГЦБ Правительством.

Тенговая денежная масса после сезонного замедления роста в феврале 2022 года резко ускорила темпы увеличения до 25% в марте на фоне более низкой базы в марте прошлого года и начисления компенсации на тенговые депозиты физических лиц. В апреле объемы тенговой денежной массы не изменились по отношению к марту 2023 года, при этом годовой рост сохранился на уровне 25% (график 12).

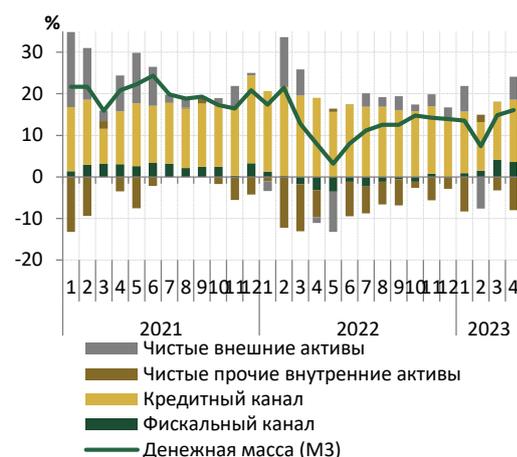
Денежная база в апреле сжалась за год на 1,1%, с начала года – на 17%.

### 2.4. Денежный рынок

В период февраля-марта 2023 года наблюдалось увеличение сальдо по операциям НБРК (профицит ликвидности) на фоне роста дефицита бюджета. При этом в апреле сальдо снизилось до уровней января 2023 года в условиях роста средств Правительства на депозите в НБРК, в том числе из-за роста выпуска государственных ценных бумаг. Ставки денежного рынка продолжали формироваться ближе к нижней границе коридора, за исключением отдельных периодов.

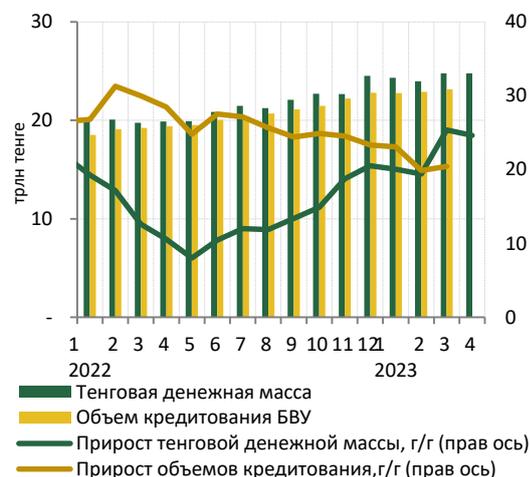
Наибольший прирост сальдо по операциям НБРК на 12,1% м/м (60,5% г/г) произошел в марте 2023 года вследствие увеличения ликвидности на фоне роста дефицита бюджета, а также возмещения компенсации по депозитам в рамках программы защиты тенговых

График 11. Денежная масса, г/г, %



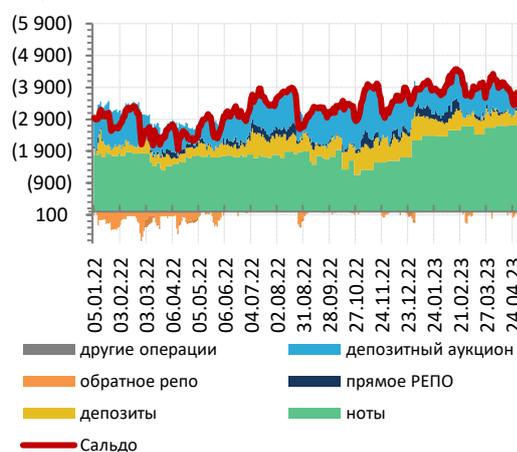
Источник: НБРК

График 12. Тенговая денежная масса и объемы кредитования БВУ



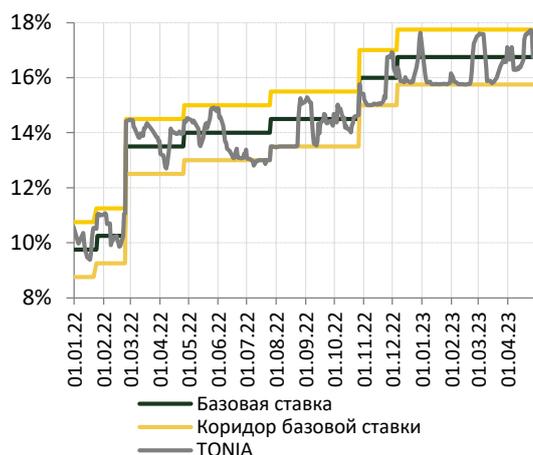
Источник: НБРК

График 13. Открытая позиция по операциям Национального Банка, млрд тенге



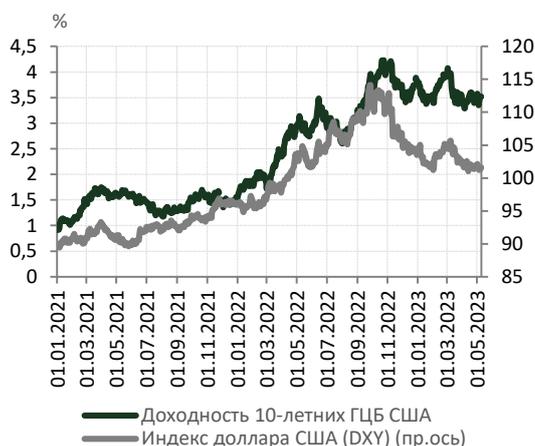
Источник: НБРК

График 14. Коридор процентных ставок и ставка TONIA



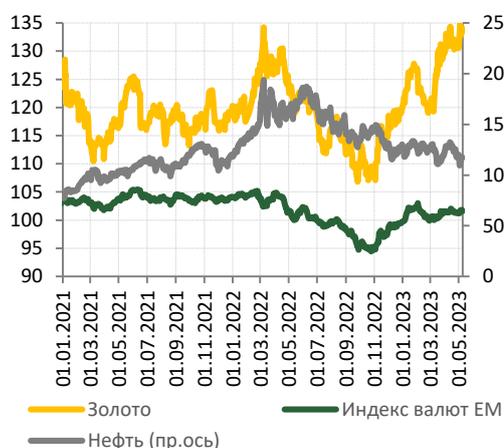
Источник: НБРК, КФБ

График 15. Доходность 10-летних ГЦБ США, индекс доллара США



Источник: Refinitiv

График 16. Динамика индекса валют EM, стоимости золота и нефти (31.12.2019г.=100)



Источник: Refinitiv

Основной объем ликвидности в среднем за февраль-апрель изымался нотами в размере 2,6 трлн. тенге, депозитными аукционами – 0,8 трлн. тенге и депозитами – 0,4 трлн. тенге (график 13).

Ставка денежного рынка TONIA за февраль-апрель складывалась преимущественно у нижней границы коридора, за исключением периодов на фоне налоговых периодов (конец февраля – начала марта, а также вторая половина апреля). Среднее значение TONIA за февраль-апрель составило 16,6% (график 14). Спред между TONIA и базовой ставкой в среднем за февраль-апрель 2023 года сложился на уровне (-) 0,2 п.п.

## 2.5. Валютный рынок

В феврале-апреле 2023 года обменный курс тенге укрепился на 1,6% с 460,5 до 453,2 тенге за доллар США. Этому способствовали приток капитала от иностранных инвесторов на рынке ГЦБ, глобальное ослабление доллара США, а также сохранение высокого дифференциала ставок между тенговыми и валютными депозитами.

В условиях замедления темпов общего роста цен центральные банки развитых стран в феврале-апреле 2023 года сдерживали темпы ужесточения монетарных условий, повышая ключевую ставку меньшими темпами.

Банкротство отдельных банков США в середине марта, ставшее крупнейшим с 2008 года, повысило риски рецессии. Это привело к снижению доходностей казначейских облигаций США и глобальному ослаблению доллара США. По итогам марта 2023 года индекс доллара снизился на 2,3% с 104,9 до 102,5 пунктов, доходность 10-летних облигаций США снизилась с 3,9% до 3,5% (график 15).

Риски ухудшения финансовой стабильности банковского сектора США и Европы и неопределенность касательно перспектив глобальной экономики способствовали удорожанию золота на 9,5% до 1983 долл. США в апреле 2023 года (график 16).

Нефтяные котировки в апреле снизились по сравнению с январем на 5,9% до 79,5 долл. США за баррель.

Небольшой оптимизм на нефтяном рынке в феврале из-за спроса на топливо в Китае сменился рисками

рецессии в марте, оказывая давление на нефтяные котировки.

Снижению нефтяных котировок способствовали текущие слабые данные экономической активности в Китае.

В начале апреля на фоне объявления добровольного сокращения добычи нефти странами ОПЕК+ для поддержания стабильности нефтяного рынка котировки демонстрировали рост. Однако из-за усиления опасений рецессии после выхода слабых макроэкономических данных рынка США нефть начала дешеветь.

Реализация валютной выручки субъектами квазигосударственного сектора способствует поддержанию предложения на валютном рынке. Их средняя доля участия в торгах за период февраль-апрель 2023 года составила 9,6%.

Более значимую поддержку предложения на валютном рынке оказывали продажи инвалюты из Национального фонда в рамках обеспечения трансферта в бюджет. Их доля участия в среднем за февраль-апрель составила 21,8% от общего объема торгов, в абсолютном выражении – 1,9 млрд долл. США.

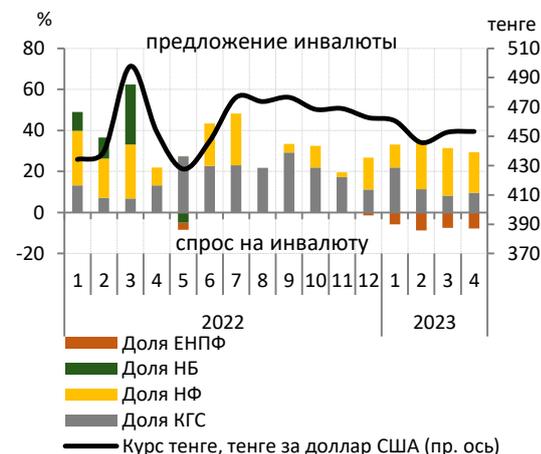
Важно отметить, что в целях поддержания валютной доли пенсионных активов ЕНПФ на уровне 30% Национальный Банк в феврале-апреле осуществлял покупку иностранной валюты на сумму 698 млн. долларов США.

В целом обменный курс тенге формируется под влиянием рыночных факторов.

Диапазон колебаний обменного курса в феврале-апреле расширился до 431-466 тенге (25 тенге) за доллар США, при этом в ноябре 2022г.-январе 2023 г. диапазон составлял 459-474 тенге (15 тенге) за доллар США (график 17).

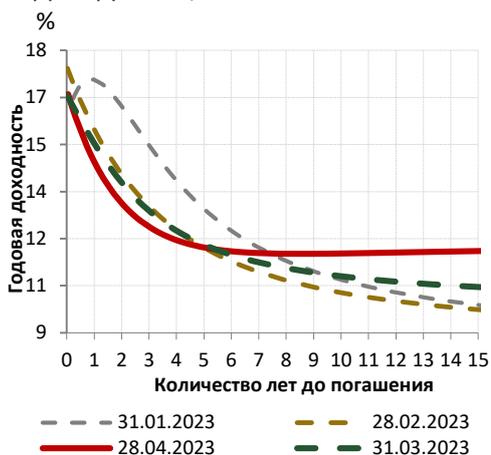
Среднедневной объем биржевых торгов в феврале-апреле 2023 года вырос на 11,6% г/г и составил 148,4 млн долл. США (в ноябре 2022-январе 2023 года – 125,7 млн долл. США, в феврале-апреле 2022 года – 133,0 млн долл. США).

График 17. Доля отдельных участников в продаже валюты



Источник: КФБ, НБРК

График 18. Безрисковая кривая доходности, %



Источник: КФБ, НБРК

График 19. Объем сделок на рынке ГЦБ, млрд тенге



Источник: КФБ, НБРК

## 2.6. Фондовый рынок

В феврале-апреле 2023 года объем торгов на рынке ГЦБ значительно вырос относительно аналогичного периода прошлого года. В апреле 2023 года отмечается рекордный объем торгов на первичном рынке ГЦБ. Государственный долг, торгуемый на казахстанской фондовой бирже, продолжает увеличиваться (с начала года на 5,6%).

Безрисковая кривая доходности после январской «горбатой» формы в феврале-апреле 2023 года приобрела «инвертированную» (обратную) форму. На фоне увеличения спроса на ГЦБ и роста доли участия нерезидентов на рынке ГЦБ отмечалось снижение доходности на кратко- и среднесрочных отрезках кривой доходности.

Индекс доходности корпоративных облигаций (KASE\_BMY) с начала 2023 года вырос на 1,03 б.п. до 13,69 пунктов. Объем торгов на рынке корпоративных облигаций в феврале-апреле 2023 года снизился после высоких значений в ноябре 2022 года - январе 2023 года на фоне крупных размещений со стороны АО «Казахстанский фонд устойчивости».

В апреле 2023 года индекс KASE по сравнению с январем вырос на 7,5% до 3 542,8 пунктов.

На фоне ожиданий по смягчению денежно-кредитной политики и роста участия нерезидентов наблюдалось увеличение спроса на первичном рынке ГЦБ МФ РК. В результате апрельские доходности ГЦБ в отрезке от 1 года до 5 лет заметно снизились (в среднем на 188,2 б.п.) на безрисковой кривой доходности относительно января 2023 года (график 18).

По состоянию на конец апреля 2023 года объем ГЦБ в обращении в национальной валюте увеличился с начала года на 1,6 трлн тенге и составил 18,5 трлн. тенге, рост связан с увеличением размещений МФ РК.

Объем торгов ГЦБ МФ РК в феврале-апреле 2023 года продолжил расти относительно ноября 2022г.-января 2023г. преимущественно за счет первичного рынка (график 19).

Выпуск ГЦБ на первичном рынке в феврале-апреле 2023 года увеличился на 6,05% относительно ноября 2022г.-января 2023г. и составил 1 400 млрд тенге. Из них значительную часть занимают привлечения МФ РК на сумму 1 393,4 млрд тенге (рост на 6,6% относительно ноября 2022г.-января 2023г.) под 11,5-17,7%. Оставшийся объем приходится на местные исполнительные органы.

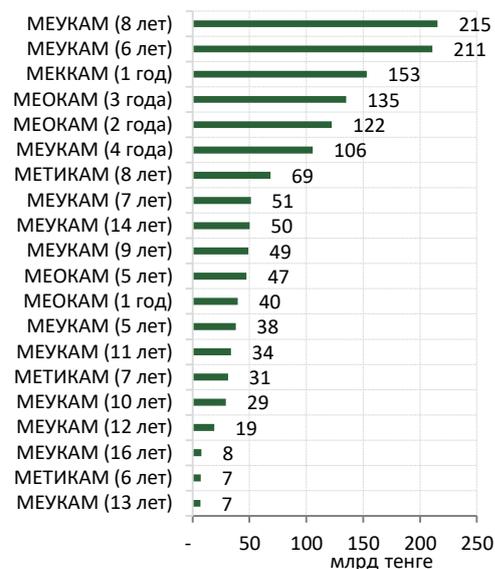
Основной объем торгов на первичном рынке ГЦБ в феврале-апреле пришелся на кратко- и среднесрочный период от 1 года до 8 лет в размере 1 197 млрд тенге с доходностью 11,6%-17,71%, а на более длинных отрезках от 9 до 16 лет – 195,9 млрд тенге под 11,5%-15,55% (график 20). В апреле на первичном рынке ГЦБ отмечается рекордный объем торгов за месяц в размере 672,6 млрд тенге (апрель 2022г. - 256,7 млрд тг.), размещено 17 выпусков со сроком до погашения от 1 до 14 лет. Следует отметить, что на конец апреля МФ РК выпустило 37,3% от планируемого выпуска ГЦБ<sup>3</sup> на 2023 год на первичном рынке.

Доля участия нерезидентов выросла до 2,7% в апреле с 2,2% в январе (график 21). В целом меры по повышению ликвидности ГЦБ, начатые с 2020 года, в том числе широкий дифференциал доходности казахстанских ГЦБ с облигациями других стран, являются фактором привлекательности ГЦБ РК для иностранных инвесторов.

Объем торгов на рынке корпоративных облигаций, после высоких значений в ноябре 2022 года - январе 2023 года (939,7 млрд тенге) на фоне крупных размещений со стороны АО "Казахстанский фонд устойчивости", снизился до 502,9 млрд тенге в феврале-апреле 2023 года. Объемы размещений на первичном рынке снизились в 2 раза, объемы сделок на вторичном рынке на 37% (график 22). Индекс доходности корпоративных облигаций KASE\_BMY с начала 2023 года вырос на 1,06 б.п. до 13,69 пунктов. Капитализация рынка акций KASE на конец апреля 2023 года составила 22,8 трлн тенге, что на 5,1% выше января.

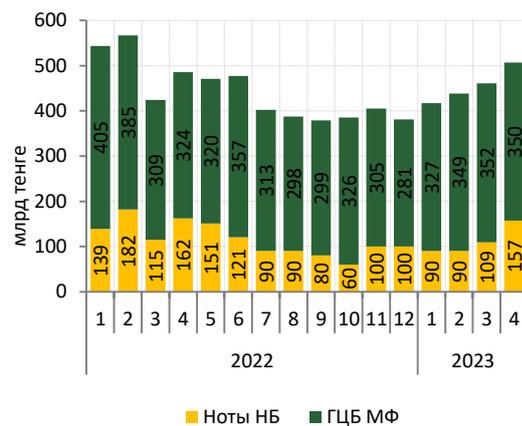
Объем торгов на рынке акций снизился до 86 млрд тенге в феврале-апреле 2023 года (из них 4,7 млрд тенге приходится на KASE Global) с 229,1 млрд тенге в ноябре 2022г.-январе 2023г. (график 23). Однако в условиях публичного размещения акций АО НК

График 20. Размещенные ГЦБ МФ в разрезе сроков до погашения, млрд тенге



Источник: КФБ

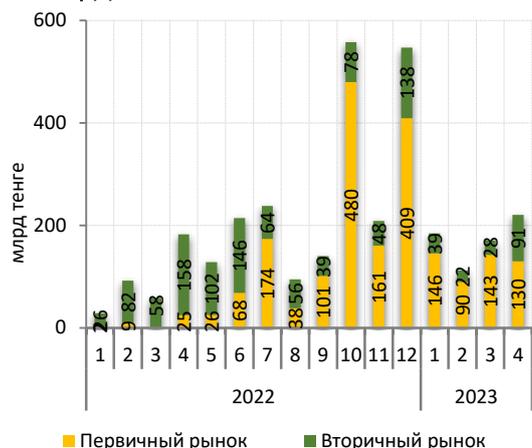
График 21. Объем ГЦБ у нерезидентов, млрд тенге



Источник: КФБ

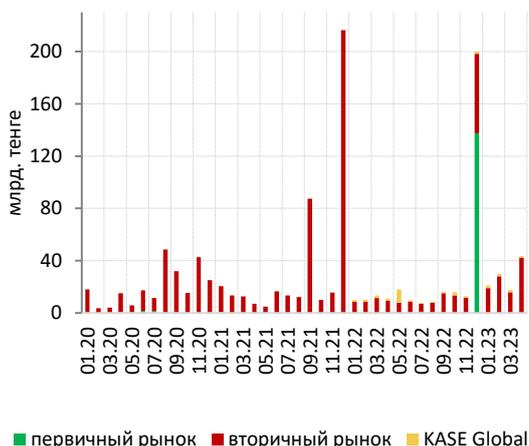
<sup>3</sup> <https://www.gov.kz/memleket/entities/minfin/documents/details/391888?lang=ru>

График 22. Объем сделок на рынке корпоративных облигаций, млрд тенге



Источник: КФБ

График 23. Объем торгов на рынке акций

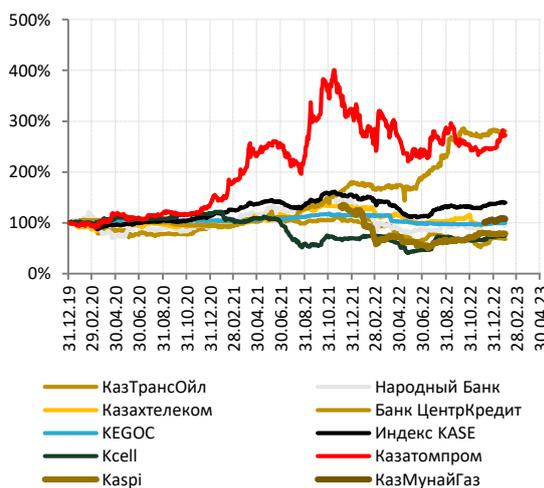


Источник: КФБ

«КазМунайГаз» и последующей активной торговли ими общий объем торгов акциями вырос г/г практически в 3 раза. Следует отметить, что доля участия нерезидентов на рынке акций в брутто обороте существенно выросла с 13,8% в декабре 2022 года до 35,7% в апреле 2023 года (32,8% в январе).

В апреле индекс KASE относительно января вырос на 7,5% до 3 542,9 пунктов (график 24). Наибольший объем торгов пришелся на простые акции АО "НК "КазМунайГаз" более 80% от общего объема торгов с индексными акциями.

График 24. Индекс KASE и компоненты (дек.2019=100)



Источник: КФБ, Thomson Reuters

### Бокс 2. Может ли фондовый рынок выступать в качестве канала воздействия на инфляцию?

За последние два десятилетия в целях развития фондового рынка Казахстана реализован ряд крупных мер: создан Региональный финансовый центр Алматы в 2005 году, Международный финансовый центр Астана (МФЦА) в 2018 году, проведена серия «Народного IPO» (Initial Public Offering) крупных национальных компаний, которая продолжается до настоящего времени, активно внедряется цифровизация.

В последние несколько лет был расширен список инструментов фондового рынка (сняты ограничения на допуск паев инвестиционных фондов на биржу, создана инфраструктура для выпуска «зеленых» облигаций и т.д.)<sup>4</sup>. Также были запущены торги зарубежными акциями в новом секторе – KASE Global, где в настоящее время торгуются акции 41 компаний, в т.ч. бумаги компаний Amazon, Boeing, Netflix и других, ранее недоступных на казахстанских площадках.

<sup>4</sup> Если на начало 2020 года на площадке KASE предлагалось только 7 ценных бумаг инвестиционных фондов, то уже по состоянию на 1 июня 2021 года их перечень расширился до 17 наименований, за счет включения Паевых инвестиционных фондов под управлением АО «Halyk Finance», АО «BCC Invest», АО «First Heartland Jysan Invest», ООО «Восток-Запад», а также двух ETF.

Несмотря на это, рынок ценных бумаг (далее – РЦБ) Казахстана остается в значительной степени слаборазвитым. Так, совокупная доля РЦБ (с учетом сделок с ГЦБ и корпоративных облигаций) в общем объеме торгов на KASE за 2018-2022 годы в среднем составляла 4,3%. Более того, в общем объеме ценных бумаг доля акций незначительна. В частности, по итогам 2022 года объем торгов ГЦБ составил 6,0 трлн тенге, корпоративных облигаций – 2,5 трлн тенге, тогда как рынок акций – всего 0,3 трлн тенге.

Недостаточная развитость РЦБ лишает многих участников рынка выгодных возможностей: производители товаров и услуг могли бы иметь альтернативное финансирование банковским кредитам, инвесторы – дополнительный инструмент вложения. Кроме того, развитие фондового рынка позволило бы расширить объемы финансирования инфраструктуры, а также рост объемов всего финансового рынка. В плане производства прямым следствием появления дополнительного источника фондирования был бы рост выпуска, повышение занятости, рост поступлений налогов. Таким образом торможение в развитии фондового рынка приводит к упущению этих возможностей.

В контексте реализации эффективной монетарной политики – фондовый рынок, наряду с другими каналами, мог бы также выступать эффективным каналом трансмиссионного механизма. Так, если операционным таргетом для центрального банка в режиме инфляционного таргетирования служит ставка денежного рынка по однодневному репо, то аналогом на фондовом рынке выступает доходность акций (в реальном выражении). Влияние денежно-кредитной политики (далее – ДКП) на фондовый рынок происходит в рамках цепочки «доходность-инфляция». Данная цепочка предполагает, что повышение инфляции превращается в своего рода «инфляционный налог» для акционеров, которые «требуют» от эмитентов ценных бумаг (т.е. фирм, производящих товары и услуги) повышения реальной доходности их акций. Для выполнения требований акционеров управляющим компаний приходится повышать эффективность, менять комбинацию задействованных факторов производства, вследствие чего меняется общий объем выпуска в экономике, занятость, наконец, и инфляция<sup>5</sup>.

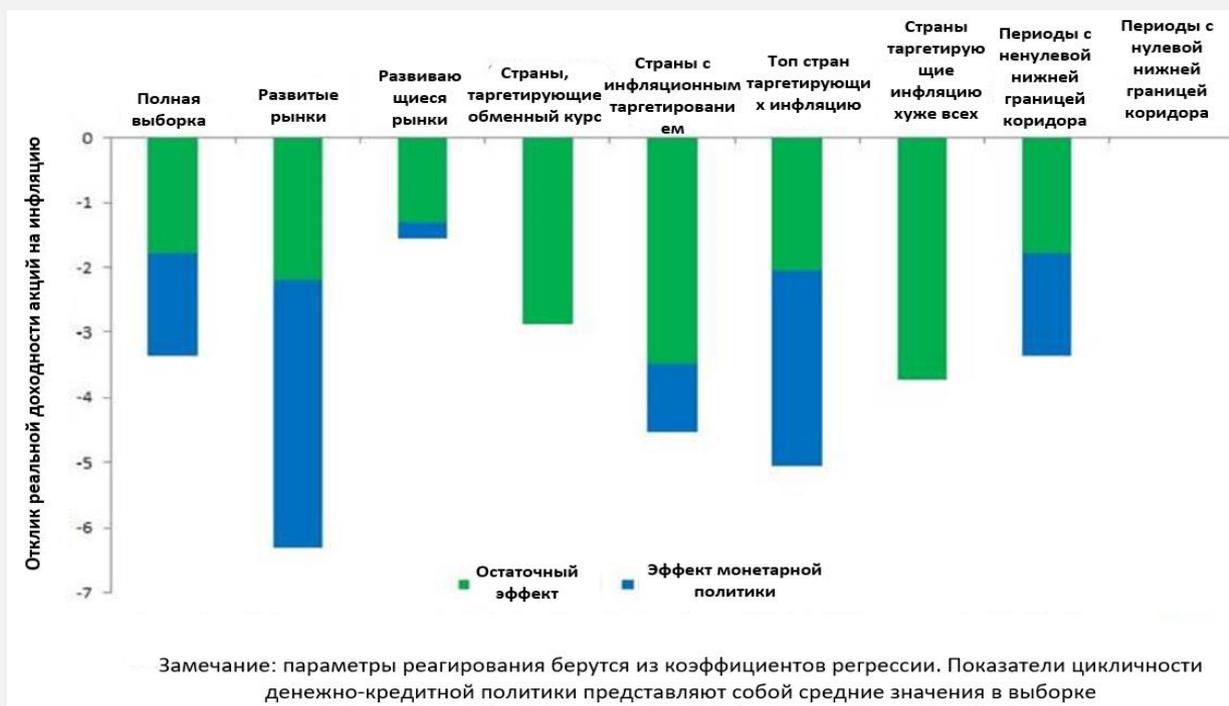
В работе Zhongxia Zhang «Stock Returns and Inflation Redux: an Explanation from monetary policy in advanced and emerging markets» (2021) приводятся результаты моделирования, согласно которым в зависимости от цикличности проводимой ДКП (контрциклическая, проциклическая, ациклическая) отклик реальной доходности акций на инфляцию, а значит эффективность политики, в разрезе стран различается. Если центральный банк проводит активную контрциклическую ДКП, взаимосвязь доходности акций и инфляции становится более отрицательной. Это связано с тем, что рынок закладывает ожидаемую эффективность ДКП в условиях разных режимов: фиксированный обменный курс, инфляционное таргетирование и нулевая нижняя граница процентных ставок. Согласно полученным результатам исследования, лучше всего задействование канала доходности акций в ходе воздействия на инфляцию получается у развитых стран, при этом наиболее оптимальным для этого режимом ДКП является инфляционное таргетирование. Соответственно, у этих стран повышение процентной ставки оказывает более сильное понижающее влияние на доходность акций.

Кроме того, в отношении гибкости монетарной политики по результатам наблюдений сделан вывод о том, что, если диапазон изменений процентной ставки ограничен нулевой нижней границей, т.е. недостаточно гибкий, рынки игнорируют инфляцию и цикличность денежно-кредитной политики. Другими словами, ограниченная гибкость денежно-кредитной политики изменяет реакцию доходности акций на инфляцию (график 1).

---

<sup>5</sup> Подробнее в работе «The stock market channel of monetary policy», Ralph Chami, Thomas F. Cosimano, Connel Fullencamp, IMF working paper, february 1999

**График 1. Реакция реальной доходности акций на инфляцию в развитых и развивающихся странах (2021)**



Источник: Zhongxia Zhang «Stock Returns and Inflation Redux: an Explanation from monetary policy in advanced and emerging (2021)

В 2008 году Paul De Grauwe опубликовал работу «Stock prices and monetary policy», где рассмотрел стратегию практического влияния на инфляцию через доходность акций компаний. Он сделал вывод, что центральные банки вполне могут влиять на цены акций, следуя стратегии «движение против ветра» на фондовом рынке, которая заключается в проведении в отдельных случаях и краткосрочном периоде более жесткой денежно-кредитной политики в целях обеспечения финансовой стабильности, с принятием в расчет не только уровня инфляции, но более широкого круга показателей и факторов. В исследовании сделан вывод о том, что следование стратегии «движение против ветра» центробанки могут улучшить баланс между выпуском и инфляцией, снижая их волатильность.

В целом, по итогам изучения международного опыта о том, как, при каких условиях, и каким центральным банкам удастся использовать такой канал трансмиссионного механизма, как фондовый рынок, можно заключить, что обязательным условием эффективной работы данного канала являются доверие рынка к регулятору, к проводимой им антиинфляционной политике, умению достигать объявленных целей по инфляции.

С учетом полученных результатов в рамках изучения международного опыта, была предпринята попытка выявления взаимосвязи денежно-кредитной политики и фондового рынка в Казахстане с точки зрения сопоставления динамики индекса KASE, доходности депозитов физических лиц и безрисковой ставки TONIA<sup>6</sup>. Согласно графическому анализу, отмечается достаточно высокая однонаправленность между депозитными ставками и ставкой TONIA, что может свидетельствовать о заметной чувствительности ценовых условий банковских продуктов к изменениям денежно-кредитных условий (график 2). При этом в отношении индекса KASE и TONIA можно отметить, что в отдельные периоды (начало 2016 года - середина 2017 года, конец 2021 года – середина 2022 года) наблюдалась отрицательная корреляция, которая может говорить о некотором корректном с точки зрения трансмиссии ДКП влиянии в рамках канала цен на активы. Вместе с тем, однозначно

<sup>6</sup> Средневзвешенное значение доходности операций однодневного репо с ценными бумагами корзины ГЦБ с отсечением 5% сделок с наименьшей и с наибольшей доходностью.//www.kase.kz

утверждать о наличии количественного влияния изменения денежно-кредитных условий на показатели фондового рынка сложно, так как динамика индекса KASE в отмеченные периоды могла зависеть от изменения ситуации на мировых рынках сырьевых товаров и геополитической ситуации. Так в 2017 году наблюдалось восстановление роста нефтяных котировок, с февраля 2022 года – резкое ухудшение геополитической ситуации.

**График 2. Индекс Kase (сезонно очищенный), TONIA, и ставки вознаграждения по депозитам физлиц за период с января 2016 по март 2023 года**



Источник: НБРК и KASE

С учетом отмеченного, утверждать, что динамика отечественного фондового рынка в существенной мере находится под влиянием денежно-кредитных условий, в полной мере нельзя. Тем не менее, перспективы развития фондового рынка в рамках усиления трансмиссионного механизма ДКП вполне достижимы по мере его роста и развития. Так, в 2023 году KASE намерена масштабировать технические решения и создать дочернюю компанию для осуществления функций центрального контрагента, который гарантирует оплату сделок с ценными бумагами, что должно повысить надежность фондового рынка, способствовать притоку инвесторов и расширить спектр оказываемых услуг. Таким образом, можно ожидать, что упрощение доступа для участия широкого круга инвесторов в операциях фондового рынка, повышение прозрачности и гарантий в осуществлении сделок, совершенствование инфраструктуры устранят имеющиеся препятствия для развития РЦБ и создадут

задел для его интенсивного роста. Тогда можно будет усилить трансмиссионный механизм ДКП и соответственно, воздействие ДКП через фондовый рынок на выпуск и инфляцию.

## 2.7. Депозитный рынок

В апреле 2023 года общий объем депозитов резидентов в депозитных организациях продолжил годовой рост.

Общая долларизация в банковской системе снизилась в апреле 2023 года до минимального значения за последние 15 лет на фоне сохранения опережающего роста тенговых вкладов по сравнению с валютными. Снижение общего показателя связано с сокращением долларизации по вкладам как физических, так и юридических лиц. На фоне сохранения базовой ставки общие рыночные ставки вознаграждения по депозитам изменились незначительно.

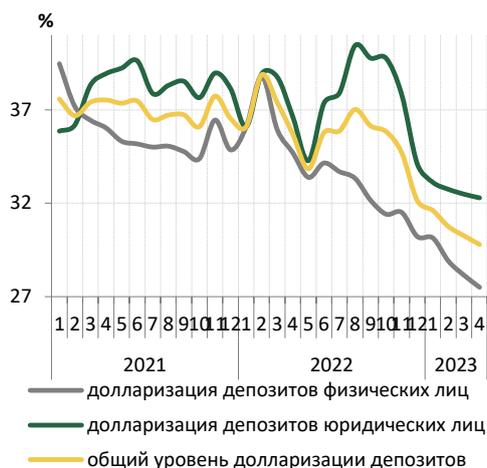
**Депозитный портфель.** В условиях высокой базы февраля прошлого года продолжилась тенденция роста депозитного портфеля, увеличение в апреле 2023 года составило 17,0% г/г (в апреле 2022 года – 8,0%) (график 25).

**График 25. Депозиты резидентов в депозитных организациях, г/г, %**



Источник: НБРК

График 26. Долларизация депозитов, %



Источник: НБРК

Объем депозитов достиг 30,3 трлн тенге по итогам апреля 2023 года. В структуре депозитов увеличились тенговые вклады, валютные - продемонстрировали снижение.

В годовом выражении депозиты в национальной валюте в апреле 2023 года выросли на 27,7% вследствие роста вкладов юридических лиц на 17,1%, физических лиц – на 38,3%. Росту тенговых вкладов физических лиц частично способствовало начисление компенсации в марте 2023 в рамках Программы защиты тенговых вкладов.

Депозиты в иностранной валюте снизились на 2,6% г/г. За год наблюдалось снижение валютных вкладов юридических лиц на 3,5%, физических лиц на 1,6% (в валютном эквиваленте общее снижение валютных вкладов составило 4,1%). Отток валютных вкладов наряду с ростом тенговых может свидетельствовать о частичном перетоке средств из депозитов в иностранной валюте на депозиты в тенге на фоне высокого дифференциала ставок между ними.

В структуре депозитов населения (с учетом нерезидентов) значительная часть тенговой депозитной базы по итогам апреля 2023 года приходилась на несрочные вклады<sup>7</sup> – 55,2% (в апреле 2022г. – 47,1%), доля сберегательных вкладов составила 9,6% (в апреле 2022г. – 11,7%). Рост по несрочным вкладам в тенге г/г составил 64,0% или 2,5 трлн тенге, в то время как по сберегательным депозитам рост составил 15,5% (или 151,3 млрд тенге).

**Долларизация депозитов.** В 2023 году продолжилась тенденция снижения долларизации депозитов до 29,3% по итогам апреля, в апреле 2022 года - 35,2% (график 26).

Долларизация вкладов юридических лиц снизилась за год с 36,1% в апреле 2022 года до 31,8% в апреле 2023 года, физических лиц – с 34,2% до 27,0% (график 26). Дедолларизация происходила на фоне высоких ставок по вкладам в тенге и низких – в иностранной валюте. Стоит отметить, что в наибольшей степени понижающее влияние на долларизацию депозитов оказал эффект как нетто-приток новых тенговых вкладов, так и нетто-отток валютных вкладов (график 27).

<sup>7</sup> По методике КФГД по определению и установлению максимальных ставок по депозитам физических лиц

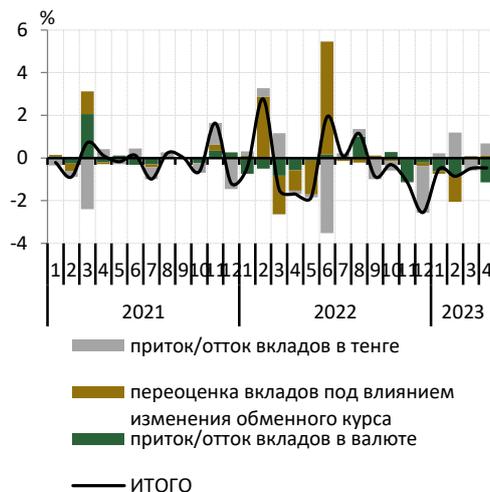
Долларизация вкладов физических лиц (с учетом нерезидентов) снизилась почти по всем сегментам в разрезе сумм. Тем не менее, долларизация крупных счетов осталась высокой. Так, доля валютных депозитов физических лиц на счетах от 50 до 500 млн тенге составила 54,0% в апреле 2023 года, в то время как по счетам от 1 до 3 млн тенге составила всего 11,7%.

**Ставки по депозитам.** На фоне сохранения уровня базовой ставки в 2023 году, краткосрочные рыночные ставки вознаграждения по депозитам юридических лиц практически не изменились, за исключением долгосрочных вкладов, рыночные ставки по вкладам физических лиц продемонстрировали рост.

Так, ставки по вкладам юридических лиц со сроком до 1 месяца, занимающие основную долю в привлекаемых вкладах (85,0% от всех срочных тенговых вкладов юридических лиц), с начала года сохранились практически на прежнем уровне и составили 14,6% в апреле 2023 года (в апреле 2022 года - 11,7%). Ставки по депозитам со сроком от 3 месяцев до 1 года (доля – 10,8%) увеличились с 11,0% в апреле 2022 года до 13,8% в апреле 2023 года. Ставки по долгосрочным вкладам со сроком от 1 года до 5 лет (доля – 0,5%) за год увеличились с 9,6% до 11,8% (график 28).

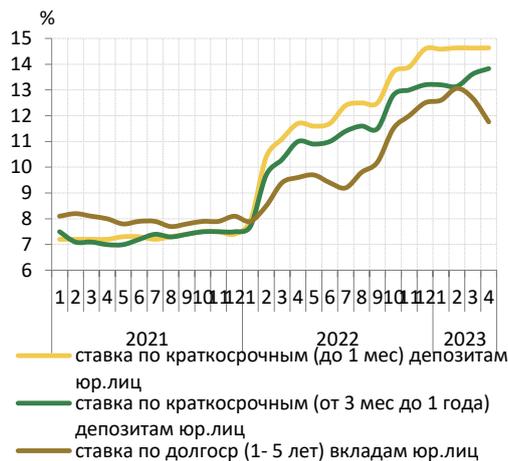
Ставки по срочным вкладам физических лиц также демонстрировали повышение по отношению к соответствующему периоду 2022 года: по краткосрочным тенговым вкладам до 1 месяца (доля – 15,5% от всех срочных тенговых вкладов физических лиц) повысились до 14,7% в апреле 2023 года с 11,8% в апреле 2022 года. Ставки по вкладам от 3 месяцев до 1 года (доля – 32,2%) выросли до 13,9% с 10,3%, по вкладам со сроком от 1 года до 5 лет (доля – 47,4%) повысились до 14,0% с 11,4% (график 29).

График 27. Факторы, влияющие на изменение долларизации в банковской системе, м/м, %



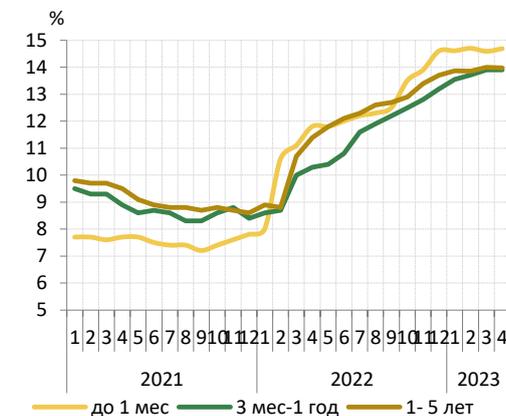
Источник: НБРК

График 28. Ставки по депозитам юридических лиц, %



Источник: НБРК

График 29. Ставки по вкладам физических лиц, %



Источник: НБРК

## 2.8. Кредитный рынок

**Кредитование экономики (остаток) в первом квартале 2023 года продолжило замедляться на фоне снижения темпов роста кредитования как населения, так и субъектов бизнеса.**

**Положительные темпы увеличения общего кредитования поддерживаются ростом кредитования населения и бизнеса в национальной валюте.**

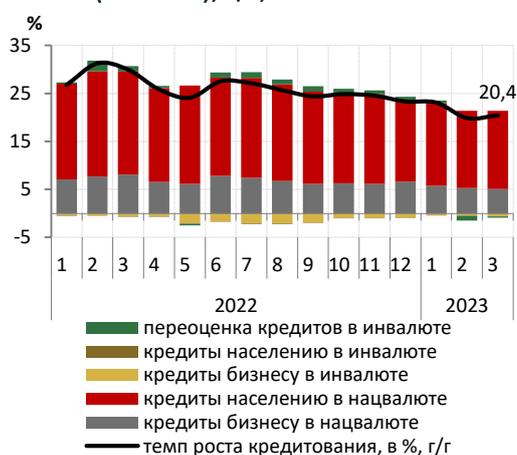
В структуре кредитов населения значительно замедлился рост ипотечных кредитов на фоне высокой базы в прошлом году. Потребительское кредитование несколько ускорилось, в том числе на фоне низкой базы в 2022 году.

Рост кредитования бизнеса зафиксирован во всех отраслях, кроме связи и сельского хозяйства.

Изменение политики по промежуточным займам от Отбасы Банка в конце 2022 года, а также введение лимитов по программе «7-20-25» с начала 2023 года привели к увеличению стоимости ипотечных кредитов. После окончания крупных маркетинговых акций в первом квартале 2023 года ставка по потребительским кредитам показала незначительный рост. Ставки по кредитам бизнесу постепенно выросли в первом квартале 2023 года практически по всем отраслям экономики, за исключением сельского хозяйства и промышленности.

Годовой рост кредитования экономики (остаток) замедлился до 20,4% в марте 2023 года с 23,3% в конце 2022 года (график 30). Рост кредитования сохранился на высоком уровне в большей степени за счет кредитования населения в национальной валюте. Значительный положительный вклад также внесли кредиты бизнесу в тенге, увеличившись в годовом выражении на 14,1% в марте 2023 года ввиду существенного расширения кредитования малого предпринимательства.

График 30. Кредиты экономике от БВУ (остаток), г/г, %



Источник: НБРК

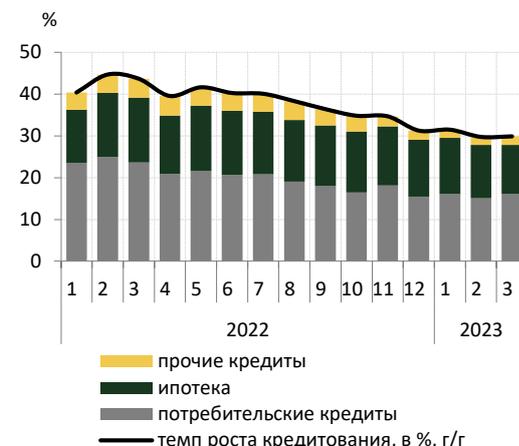
**Кредиты населению.** Годовой рост кредитов населению продолжил замедление до 29,9% в марте 2023 года с 31,3% по сравнению с кварталом ранее (график 31), в том числе, ипотечных кредитов замедлился с 41,8% до 35,1%. Несмотря на значительный рост накопленного ипотечного портфеля, объем новых выданных ипотечных займов за первый квартал 2023 года снизился на 33,3% г/г (график 32). Снижение объемов ипотечного портфеля связано с введенными с начала 2023 года лимитами по программе «7-20-25», ужесточением правил по промежуточным займам Отбасы Банка, а также с высокой базой 2022 года. Данные факторы повлияли также и на увеличение ставки по ипотечным займам с 9,5% в декабре 2022 года до 11,0% в марте 2023 года (график 33).

Потребительские кредиты продолжили рост, ускорившись в годовом выражении с 25,3% в декабре 2022 года до 26,9% в марте 2023 года. Увеличение зафиксировано на фоне низкой базы в 2022 году в связи с январскими событиями, а также резким ухудшением геополитической ситуации в феврале 2022 года.

После окончания крупных маркетинговых акций в конце 2022 года средневзвешенная ставка по новым потребительским кредитам в тенге за первый квартал 2023 года выросла на 1,5 п.п. и в марте составила 18,8% (ставка в марте 2022 года – 19,4%) (график 33).

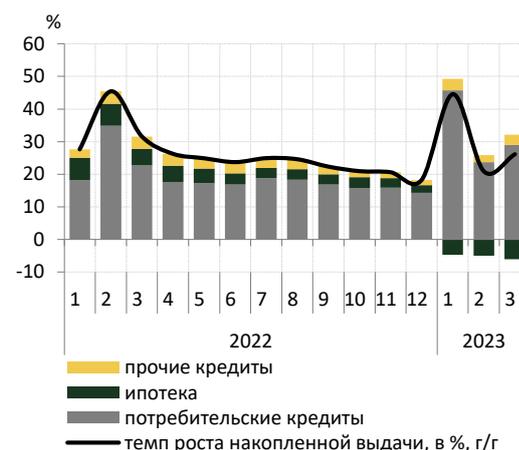
**Кредиты бизнесу.** В марте 2023 года годовой рост кредитования бизнеса (остатки) замедлился до 9,2% с 13,9% в декабре 2022 года (график 34). Рост зафиксирован во всех основных отраслях, кроме связи (-24,5%) и строительства (-15,9%). Более половины кредитов в структуре бизнеса по отраслям экономики составили займы субъектам промышленности и торговли, которые выросли за год на 7,9% и 10,6%, соответственно.

График 31. Кредиты населению от БВУ (остаток), г/г, %



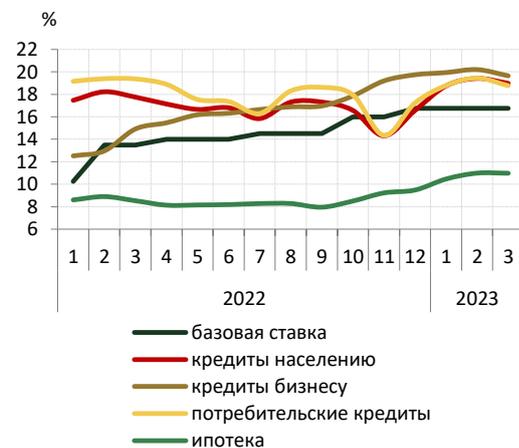
Источник: НБРК

График 32. Новые выданные кредиты населению от БВУ, г/г, %



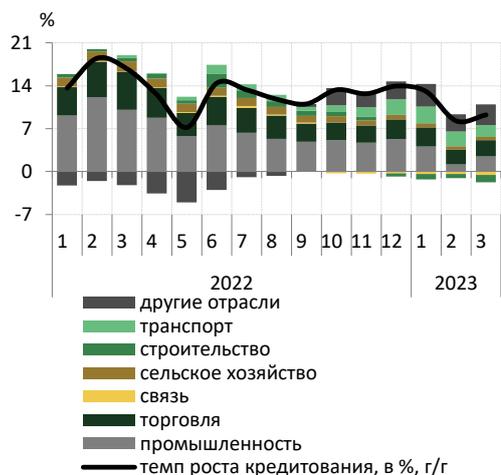
Источник: НБРК

График 33. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



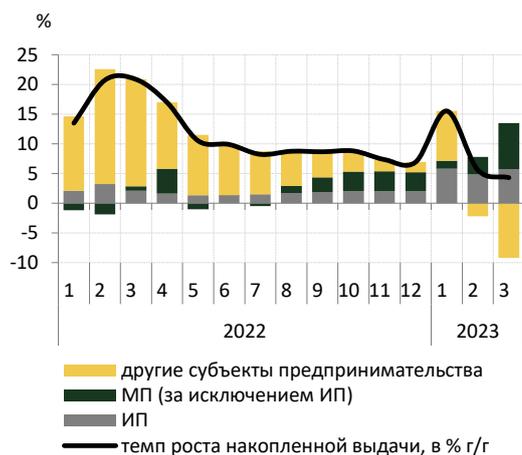
Источник: НБРК

График 34. Кредиты бизнесу от БВУ (остаток), г/г, %



Источник: НБРК

График 35. Новые выданные кредиты бизнесу от БВУ, г/г, %



Источник: НБРК

В первом квартале 2023 года кредитная активность субъектов бизнеса находится в положительной зоне в большей мере за счет расширения кредитования субъектов малых предприятий. За первый квартал 2023 года выдача новых кредитов малым предприятиям (за исключением ИП) и индивидуальным предприятиям выросла по сравнению с первым кварталом 2022 года на 36,2% и 97,3%, соответственно. Вместе с тем, это частично нивелируется суммарным снижением выдачи новых кредитов субъектам среднего и крупного бизнеса на 12,6% (график 35).

На фоне проводимой денежно-кредитной политики и высокой неопределенности во внешнеэкономической ситуации средневзвешенная ставка по тенговым кредитам бизнесу увеличилась до 19,7% в марте 2023 года с 14,9% в марте 2022 года (в декабре 2022 года - 19,7%). С начала 2023 года также наблюдался рост по ставкам бизнесу по всем отраслям, за исключением незначительного снижения ставок субъектам промышленности и сезонного снижения ставок сельскому хозяйству.

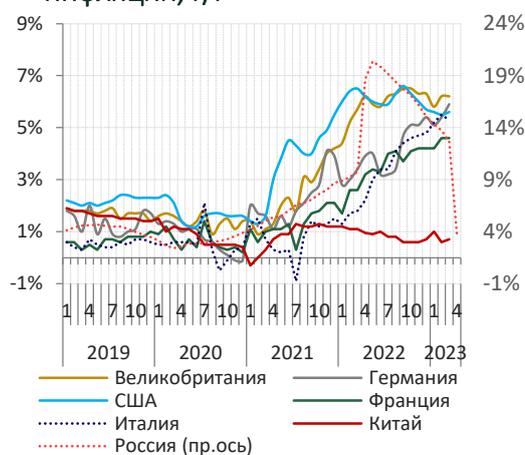


03

## МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

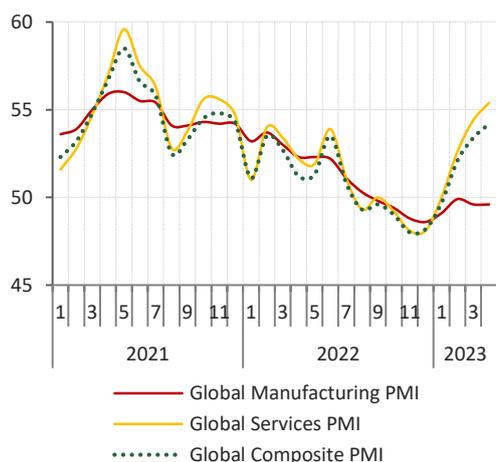
### III. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

График 36. Динамика базовой инфляции, г/г



Источник: национальные службы статистики

График 37. Глобальная деловая активность



Источник: PMI by S&P Global

#### 3.1. Внешний сектор

На мировых энергетических рынках в сравнении с прошлым годом цены продолжают стремительно снижаться. Так, цветные металлы в среднем за год снизились в цене от 10,0% до 35,0%, цены на нефть марки Brent в марте 2023 года снизились почти на 33,0%, природный газ и уголь – более чем на 50,0%.

На фоне снижения давления на мировых энергетических рынках в структуре потребительской инфляции многих стран наблюдается резкое замедление роста цен на энергию. Так, в странах ЕС в марте 2023 года стоимость энергии замедлилась до 2,6% (г/г) с 16,6% (г/г) в феврале 2023 года. В США по итогам апреля 2023 года снижение цен на энергию достигло 5,1% (г/г).

Несмотря на отмеченное резкое замедление/снижение роста цен на энергию, потребительская инфляция в странах по-прежнему существенно превышает целевые уровни. О том, что инфляционный фон в мире все еще остается повышенным свидетельствует динамика базовой инфляции, которая в марте 2023 года во многих странах продолжила ускоряться (график 36).

Из-за неопределенности, связанной с высокой инфляцией и нестабильным геополитическим фоном в мире, объемы производства в промышленности продолжают сокращаться, о чем свидетельствуют опережающие индикаторы деловой активности Manufacturing PMI. При этом сектор услуг продолжает расти (график 37).

В условиях повышенного инфляционного фона в мае 2023 года, как и ожидалось, ФРС США в очередной раз повысила ключевую ставку. В этот раз повышение составило 25 б.п. до 5,0%-5,25% годовых. В свою очередь, ЕЦБ замедлил темпы повышения ставки до 25 б.п. до 3,75% годовых.

### Бокс 3. Продовольственная инфляция в ЕС

С ноября 2022 года мировые цены на продовольствие снижаются. Однако несмотря на это, в странах ЕС цены на продукты питания продолжают расти. В связи с тем, что производство продуктов питания преимущественно сосредоточено внутри ЕС, влияние внешних цен является ограниченным. На текущий рост цен продовольствия повышательное влияние оказали выросшие производственные затраты и более низкие объемы производства товаров.

**Текущая ситуация.** В марте 2023 года потребительская инфляция в ЕС замедлилась до 8,3% (г/г) с 9,9% (г/г) в феврале 2023 года. Во многом на это повлияло резкое замедление роста цен на энергию (с 16,6% (г/г) в феврале 2023 года до 2,6% (г/г) в марте 2023 года). Однако более низкие цены на энергию не смягчили давление на продовольствие в ЕС. В марте 2023 года темпы роста цен на продукты питания в ЕС достигли исторически максимальных значений и составили 19,6% (г/г) (в феврале 2023 года 19,5%, г/г) (График 1). Общий вклад в годовую инфляцию возрос до 3,12 п.п. (График 2).

График 1. Динамика инфляции в ЕС,



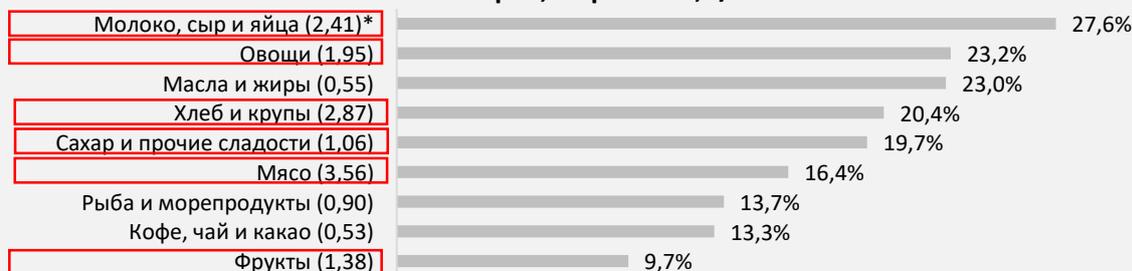
Источник: Евростат

График 2. Вклад компонентов в годовую инфляцию, п.п.



Повышение цен происходит по всей продовольственной корзине. При этом в марте 2023 года наиболее заметное повышение цен отмечается по следующим группам товаров (График 3):

График 3. Темпы роста цен на некоторые группы продовольственных товаров, март 2023г, г/г



Источник: Евростат

\* в скобках указаны веса товаров в потребительской корзине ЕС на 2023 год по данным Евростат

Выделенные на графике 3 товары в марте 2023 года внесли в общий рост потребительских цен в ЕС от 0,11 п.п. (фрукты) до 0,56 п.п. (молоко, сыр, яйца). Суммарный вклад составил 2,26 п.п. В страновой разбивке наиболее высокий рост цен по рассматриваемым товарам наблюдается в странах Балтии и Восточной Европы (Таблица 1). Среди крупных европейских стран Германия лидирует по ценам на молоко, яйца, овощи, хлеб и крупы.

Таблица 1

Страны ЕС с максимальным и минимальным ростом цен на продовольствие, март 2023г., г/г

Мясо		Хлеб и крупы		Молоко, сыр и яйца		Овощи		Фрукты		Сахар	
Венгрия	35,6%	Венгрия	56,4%	Венгрия	64,4%	Венгрия	41,9%	Венгрия	27,1%	Венгрия	33,6%
Словакия	30,5%	Литва	32,0%	Сербия	42,5%	Португ.	35,5%	Португ.	20,7%	Чехия	32,2%
Латвия	26,6%	Латвия	29,2%	Словакия	35,7%	Словакия	32,1%	Сербия	18,9%	Латвия	30,7%
Эстония	26,0%	Словакия	27,2%	Германия	34,8%	Сербия	31,7%	Польша	17,4%	Словакия	28,9%

Швейц.	2,5%	Швейц.	8,1%	Швейц.	8,5%	Швейц.	9,1%	Австрия	2,9%	Швейц.	5,3%
Италия	9,2%	Норвегия	10,1%	Норвегия	5,8%	Греция	8,5%	Греция	0,7%	Норвегия	2,0%

Источник: Евростат

**Факторы роста цен.** Определение основных драйверов роста цен проводилось по товарам (график 3) с наиболее высоким ростом цен по итогам марта 2023 года, имеющим высокий вес в корзине (мясо, молоко, хлеб и хлебобулочные изделия, овощи и фрукты, сахар).

**Внешние факторы.** Европейские страны обладают высоким уровнем самообеспеченности продуктами питания (Таблица 2). Как результат, влияние мировых цен на продовольствие в ЕС является ограниченным.

Таблица 2

**Уровень самообеспеченности\* в ЕС, %**

	2021	2022	2023
Мясо, говядина	117,3%	114,2%	113,7%
Свежие молочные продукты	103,8%	102,7%	103,0%
Сливочное масло	110,6%	109,6%	109,3%
Сыр	112,3%	111,4%	112,0%
Помидоры, свежие	95,5%	93,8%	-
Персики, нектарины	103,8%	103,2%	-
	Сезон 2020/2021	Сезон 2021/2022	Сезон 2022/2023
Зерновые	113,0%	104,7%	113,3%
Яблоки, свежие	116,2%	116,4%	111,6%
Сахар	91,3%	97,6%	90,4%
Масла	60,0%	59,6%	63,0%
Кукуруза	84,4%	83,4%	84,0%

Источник: Еврокомиссия

\* отношение между производством и потреблением

**Внутренние факторы.**

Среди внутренних факторов, прежде всего, стоит выделить цены производителей продуктов питания. В феврале 2023 года их годовой рост составил 20,3% (г/г). Цены производителей сахара выросли на 77,3%, хлеба – на 19,9%, мяса – на 19,0%, молочных продуктов – на 18,9%.

Большинство европейских предприятий работают на природном газе. Учитывая, что производство многих продуктов питания является энергоемким процессом, одним из первых катализаторов роста цен производителей стал газ, существенно выросший в цене после ввода санкций в отношении России. После роста цен на газ по цепной реакции стали дорожать электричество, отопление и транспортные услуги, также являющиеся неотъемлемой частью в производственной цепочке.

Еще одну крупную статью расходов производителей продуктов питания, оказавшую повышательное влияние, составляют корма и удобрения (например, при производстве яиц затраты на корма могут достигать до 60-70% от себестоимости продукции), производство которых снижается. Так, производство кормов с декабря 2021 года неизменно снижается. Снижение объемов производства объясняется удорожанием коммунальных услуг (производство кормов является одним из энергоемких производств), усилением технологических требований со стороны правительства, а также сокращением производства кукурузы, являющейся важным ингредиентом в кормах. Производство удобрений с апреля 2022 года также снижается. В текущем году падение усилилось и в феврале 2023 года составило 21,5% (г/г).

Помимо выросших издержек на энергию, корма и удобрения цены производителей продуктов питания также повышались под давлением более высоких затрат на рабочую силу.

На фоне удорожания основных производственных затрат объемы производства продуктов питания в ЕС с осени 2022 года неизменно сокращались. В январе-феврале 2023 года ситуация немного улучшилась, но несмотря на это, рост остался вялым (в феврале 2023 года – рост на 0,4%, г/г). Сокращение объемов производства также объясняется неблагоприятными погодными условиями в ЕС и в странах-поставщиках продукции (Индия, Бразилия), а также распространением птичьего гриппа.

Некоторые аналитики считают, что цены на продукты питания в ЕС повышаются из-за влияния «необъяснимой» части инфляции (не связана с ценами производителей и энергоносителей), когда крупные производители или продавцы продуктов питания используют инфляцию как предлог для необоснованного повышения цен (данное понятие получило название «greedflation»). Данная гипотеза возможна, поскольку согласно финансовым отчетам большинство крупнейших европейских

производителей продовольственных товаров (Nestle, Unilever, Kraft, Mars, JBS, FrieslandCampina) вопреки возросшим производственным затратам по итогам 2022 года смогли получить высокую чистую прибыль.

**Меры по стабилизации цен.** Страны ЕС всячески пытаются минимизировать последствия высоких цен. Так, например, Португалия решила временно снизить налог на добавленную стоимость до нуля на основные продукты питания, Испания – на хлеб и оливковое масло. Венгрия применила более агрессивные меры и на некоторые продукты ввела предельные цены. Франция, в свою очередь, заключила соглашение с основными ритейлерами по продаже товаров первой необходимости с дисконтом.

**Прогнозы.** Различные международные организации ожидают, что цены на продовольствие в ЕС в 2023 году продолжат расти, но более медленными темпами. Замедление роста будет происходить по следующим причинам – цены на энергию достигли потолка, Украина продолжит экспортировать зерно, а засухи носят сезонный характер и вряд повторятся два года подряд.

ЕЦБ в мартовском прогнозе в сравнении с прогнозами в декабре 2022 года снизил прогноз по инфляции в ЕС на 2023 год с 6,3% (г/г) до 5,3% (г/г). На 2024 год оценка улучшена с 3,4% (г/г) до 2,9% (г/г). По продовольственной инфляции ЕЦБ также ожидает замедление роста цен, что будет сопровождаться снижением цен на энергоносители, более низкими ценами производителей сельхозпродукции.

### 3.2. Развитие внутренней экономики

**Устойчивый потребительский спрос подтверждается данными по розничному товарообороту и безналичным платежам за товары и услуги. Вместе с тем, более активная реализация потребительского спроса сдерживается снижением реальных доходов населения на фоне высокой инфляции.**

Несмотря на относительную волатильность, годовые темпы роста розничного товарооборота в реальном выражении демонстрируют положительный тренд. По итогам января-апреля 2023 года розничная реализация товаров и услуг выросла на 10,2% (г/г) в реальном выражении, в апреле 2023 года рост составил 5,8% (г/г), достигнув допандемийных значений 2019 года. Наряду с этим, наблюдается высокая корреляция динамики розничного товарооборота и платежей за товары и услуги по картам. Платежи населения по товарам и услугам в первом квартале 2023 года выросли на 37% (график 38).

В структуре розничного товарооборота основная доля приходится на непродовольственные товары (72% в первом квартале 2023 года), реализация которых в январе-апреле 2023 года существенно выросла на 18,7% (6,6% в 2022 году). В условиях снижения реальных доходов населения данный рост поддерживается ростом потребительского кредитования (на 39,2% в первом квартале 2023 года, г/г), покупками в рассрочку, а также спросом со стороны граждан Российской Федерации. В свою очередь, повышенный спрос обуславливает

График 38. Динамика розничного товарооборота и платежей за товары и услуги по картам, г/г, %



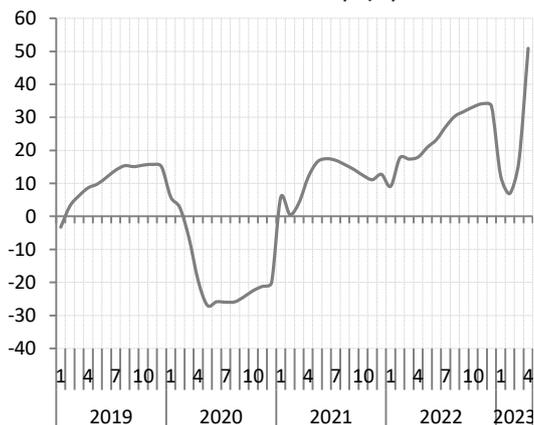
Источник: БНС АСПР, НБРК

График 39. Структура розничного товарооборота, г/г наколенным итогом, %



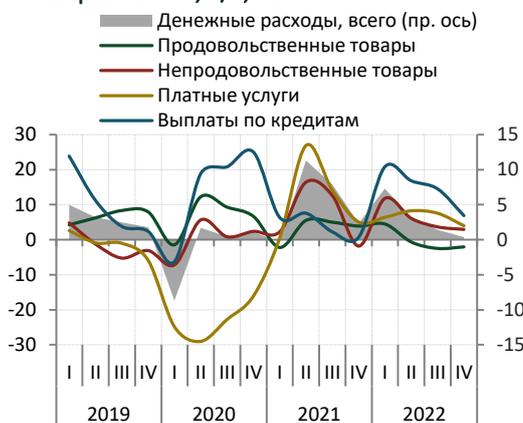
Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 40. Услуги по предоставлению и обеспечению питанием и напитками, г/г, %



Источник: БНС АСПР

График 41. Денежные расходы домашних хозяйств в реальном выражении, г/г, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

увеличение импорта непродовольственных товаров, рост которого в первом квартале 2023 года составил 67,2% в годовом выражении. Вместе с тем, сохраняется тенденция снижения розничной торговли продуктами питания, наблюдавшаяся со второго квартала 2021 года (график 39). Несмотря на рост оптовой торговли продовольственными товарами на 1,2% (г/г) в январе-апреле 2023 года, розничная продажа продуктов питания сократилась на 5,5% (г/г) за аналогичный период. По данным БНС АСПР РК, в 2022 году снизилось потребление населением практически всех основных видов продуктов питания, в том числе хлебопродуктов и крупяных изделий на 4,4% (г/г), мяса, рыбы и морепродуктов, фруктов – на 5%, овощей – на 3,7%, молочных изделий – на 7,1%, сахара и кондитерских изделий – на 6,7%.

Это может быть обусловлено постпандемийным восстановлением спроса населения на «питание вне дома», в частности услуги кафе, ресторанов, проведения торжественных мероприятий. Так, услуги общественного питания демонстрируют стабильный рост с начала 2021 года. После замедления в феврале объем данных услуг в апреле 2023 года увеличился на 50,9% в годовом выражении (график 40).

Реальные расходы населения на продукты питания сокращаются третий квартал подряд (график 41). С одной стороны, данная динамика подтверждает тенденцию изменения потребительских предпочтений. Темпы роста реальных расходов на платные услуги остаются в положительной зоне. С другой стороны, снижение расходов на продовольственные товары может быть также обусловлено значительным удорожанием продуктов питания за последний год. В целом темпы роста реальных расходов населения остаются положительными, несмотря на тренд на замедление. Стоит отметить, что в структуре расходов населения в 2022 году существенно выросли выплаты по кредиту (рост на 14,7%, г/г).

Вместе с тем, высокие инфляционные процессы и соответствующее снижение реальных доходов населения сдерживали более активную реализацию потребительского спроса. Несмотря на рост номинальных доходов в экономике, реальные доходы оставались на низких уровнях, с переходом в негативную зону в первом квартале 2023 года (график 42).

В структуре реальных денежных доходов наблюдается снижение всех видов доходов, за исключением оплаты труда наемных работников, что обусловлено ростом номинальных заработных плат в реальном секторе (график 43).

**Рост инвестиционной активности в экономике в первом квартале 2023 года ускорился. По итогам января-апреля 2023 года инвестиции в основной капитал увеличились на 18% (г/г).**

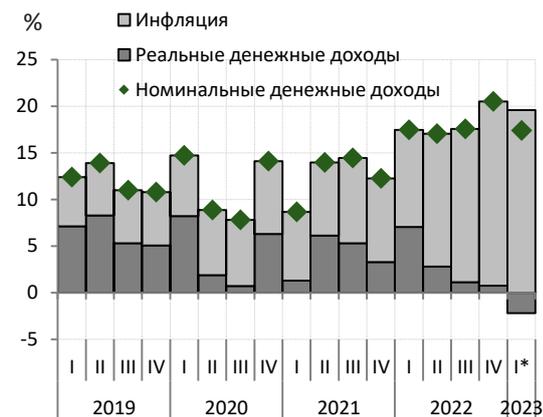
В структуре инвестиций отмечается рост по всем компонентам (график 44). Большая часть инвестиций приходится на работы по строительству и капитальному ремонту (доля – 58%), рост которых составил 19,9% (г/г) в январе-апреле 2023 года. Стоит отметить, что в данной категории половина инвестиционных вложений (45%) была направлена на строительство сооружений (дорожная, коммунальная инфраструктура, промышленные объекты и пр.), 35% – на строительство жилых домов, 17% – на строительство нежилых домов и зданий.

В январе-апреле 2023 года инвестиции в основные производственные фонды (машины, оборудование, транспортные средства) увеличились на 16,4% (г/г). Прочие затраты в объеме инвестиций, включающие инвестиции в нематериальный основной капитал (создание и приобретение компьютерного программного обеспечения и базы данных, разведка и оценка запасов полезных ископаемых), выросли на 12,7% (г/г).

В отраслевом разрезе основной вклад в рост инвестиций внесли инвестиции в промышленность (рост на 18,1%, г/г), в том числе в горнодобывающую отрасль – на 17,3%, обрабатывающую отрасль – 7%. В условиях обновления коммунальной инфраструктуры страны ввиду высокого износа инвестиции в водоснабжение увеличились на 60,5%, в электроснабжение – на 42,6% в годовом выражении. Положительные темпы роста инвестиций отмечаются во всех отраслях экономики, за исключением строительства, финансовой и страховой деятельности, искусства, развлечений и отдыха, а также предоставления прочих видов услуг.

Преобладающим источником инвестиций остаются собственные средства предприятий, доля которых в январе-апреле 2023 года составила 80,3%. Доля государственного сектора в финансировании инвестиций составила 11,1%. Государственные

График 42. Денежные доходы населения, г/г



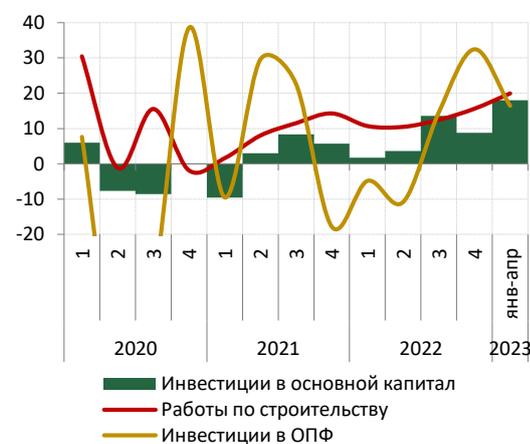
Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 43. Структура денежных доходов населения, г/г в реальном выражении



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 44. Инвестиции в основной капитал и компоненты, г/г

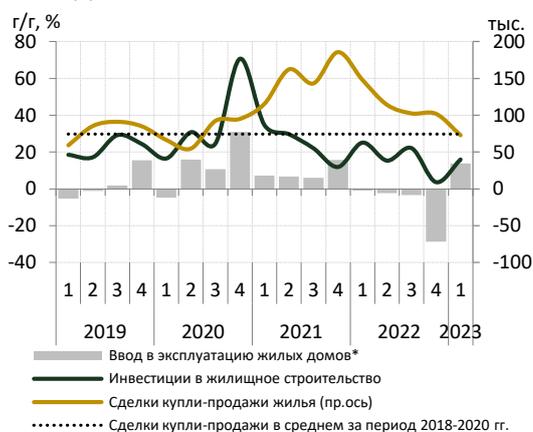


Источник: БНС АСПР

**График 45. Источники финансирования инвестиций в основной капитал в разрезе отраслей экономики, %**



**График 46. Инвестиции в жилищное строительство и активность на рынке недвижимости**



инвестиции направляются в основном в водоснабжение и электроснабжение, государственный сектор, искусство, развлечения и отдых. Предприятия в большинстве отраслей реального сектора финансируют инвестиции за счет собственных средств. Банковские кредиты в качестве источника финансирования инвестиций используются крайне редко (график 45).

После резкого роста в 2021-2022 годы, обусловленного реализацией жилищных программ и использованием части пенсионных накоплений на улучшение жилищных условий, рынок недвижимости возвращается к равновесию. Так, в первом квартале 2023 года количество сделок купли-продажи составило 73 тыс., что соответствует среднеисторическим значениям (график 46). Со стороны предложения в первом квартале 2023 года отмечается рост объема введенных в эксплуатацию жилых домов на 13,8% в годовом выражении после сокращения в четвертом квартале 2022 года. Инвестиции в жилищное строительство выросли на 13% (г/г), основным источником остаются собственные средства строительных компаний и населения (график 47).

Экспорт товаров по итогам первого квартала 2023 года сократился на 2,1% в годовом выражении. Основной вклад в сокращение экспорта в стоимостном выражении вносит снижение экспорта нефти и металлов (график 48). Экспорт нефти за январь-март 2023 года снизился на 7,6%. В страновой структуре наблюдается сокращение физических объемов поставок в Нидерланды – на 25,9%, Турцию – на 34,9%, более того, упал до нуля спрос со стороны Литвы и Брунея (график 49). Стоит также отметить увеличение закупа нефти со стороны Италии на 25,5%, чья доля выросла с 27,6% до 37,8%.

В разрезе металлов отмечается снижение экспорта меди в натуральном выражении на 21,6% на фоне сокращения внутреннего производства. Кроме того, на фоне проблем с реализацией продукции сократился экспорт железной руды. Экспорт цинка сократился ввиду уменьшения производства в условиях истощения рудников, а также ухудшения условий логистики.

Среди сельскохозяйственной продукции вырос спрос на казахстанское мясо со стороны России и Узбекистана.

Низкая база экспорта ячменя 2022 года по причине сокращения урожая в 2021 году в условиях засухи и снижения посевных площадей привели к росту экспорта в первом квартале 2023 года в 2 раза. Более того, отмечается снижение экспорта риса на 13,3% ввиду плохого урожая из-за недостатка воды и сокращения посевных площадей в 2022 году.

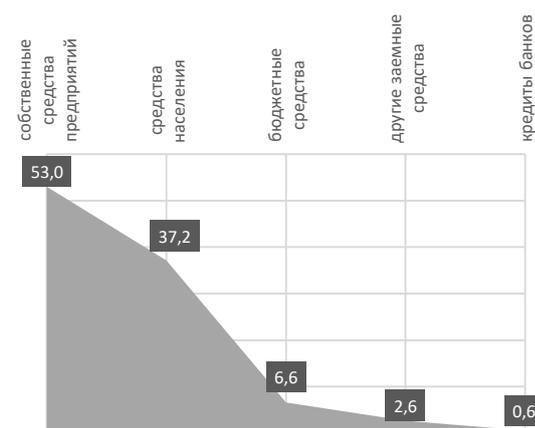
Импорт в январе-марте 2023 года увеличился на 43,8% на фоне роста импорта непродовольственных и промежуточных товаров. При этом стоит отметить, что в последнее время постепенно меняется страновая структура импорта. Это свидетельствует о налаживании новых цепочек поставок во внешней торговле Казахстана. Так, значительно снизилась доля России с 39,7% в первом квартале 2022 года до 26,9% в первом квартале 2023 года, при этом выросли доли ЕС (с 13,4% до 18%) и Китая (с 21,6% до 23,5%) (график 50). Рост импортных поставок из Китая и ЕС составил 56,4% и 92,4%, соответственно (график 51).

В продовольственных товарах выросли физические объемы импорта молочных продуктов и чая. На фоне увеличения поставок из Бразилии и России вырос импорт сахара. Кроме того, существенно вырос импорт растительных масел и жиров.

В непродовольственных товарах отмечается замещение российского импорта моющих и чистящих средств товарами из Туркменистана, Турции и Ирана. Существенно увеличился ввоз медикаментов, гигиенических и косметических средств из Китая. Заметно вырос импорт одежды, телефонных аппаратов, мониторов и проекторов, автомобилей и вычислительных машин.

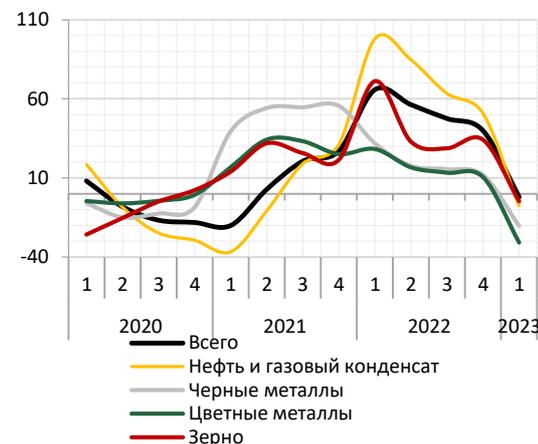
В составе инвестиционных и промежуточных товаров отмечается рост импорта труб из черных металлов, транспортных средств для перевозки грузов, трансформаторов, удобрений, оборудования для сельского хозяйства, различных насосов и холодильного оборудования.

График 47. Источники инвестиций в жилищное строительство, %



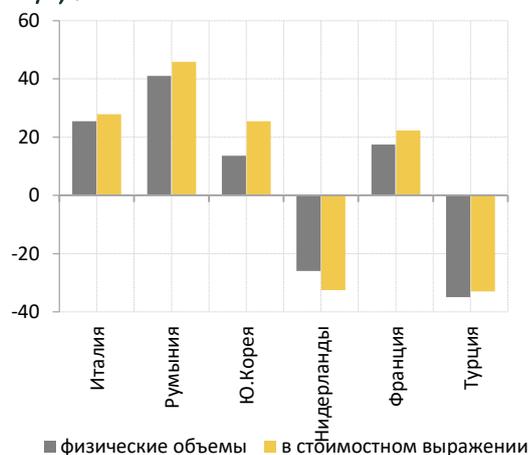
Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 48. Экспорт по основным группам товаров накопленным итогом, г/г, %



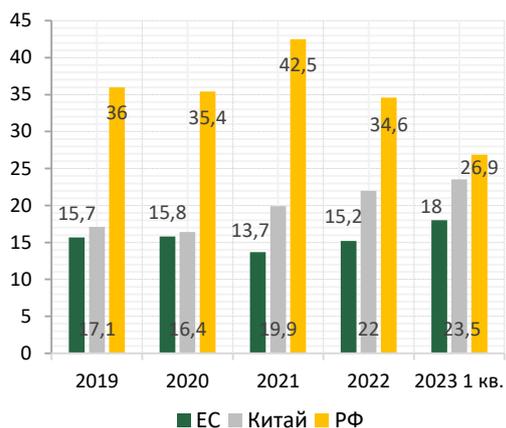
Источник: КГД МФ РК, БНС АСПР, расчеты НБРК

График 49. Экспорт нефти в разрезе стран за 1 кв. 2023 года, г/г, %



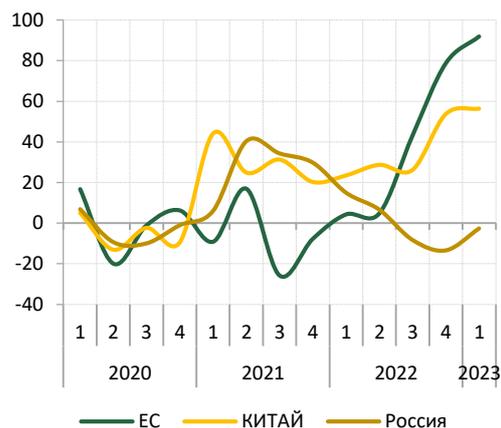
Источник: БНС АСПР

График 50. Доли стран в импорте, %



Источник: КГД МФ РК, БНС АСПР, расчеты НБРК

График 51. Импорт в разрезе стран, г/г, %



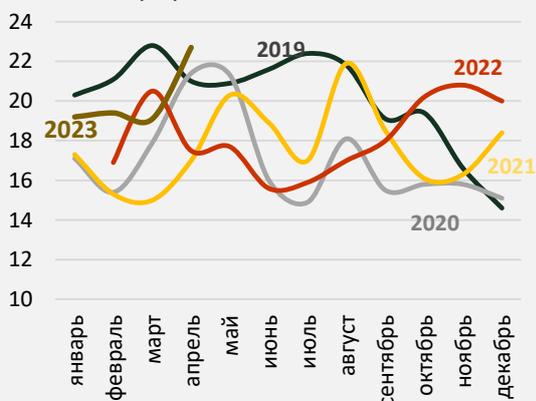
Источник: КГД МФ РК, БНС АСПР, расчеты НБРК

#### Бокс 4. Динамика сберегательного поведения населения

Домохозяйства формируют сбережения, исходя из различных факторов: уровня дохода, процентных ставок, инфляции и инфляционных ожиданий, перспектив развития экономики страны. Также на уровень сбережений в долгосрочном аспекте воздействуют демографическая структура населения, культурные особенности страны и другие факторы.

#### Какая доля населения сберегает?

График 1. Доля сберегающего населения, %, 2019-2023гг.



сбережений склоняются к нейтральным ответам (ни хорошее, ни плохое время), и их доля растет (график 2).

Баланс ответов (разница между долей респондентов, считающих текущее время хорошим и плохим для сбережений) постепенно сокращается с 2020 года за счет уменьшения пессимистических ответов. Это может говорить о том, что поведение населения смещается в сторону более сберегательных настроений.

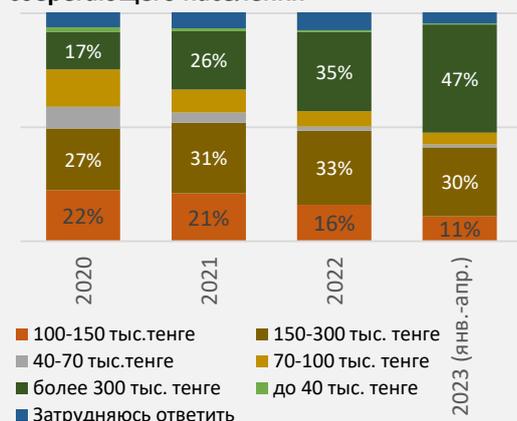
В целом за последние 4 года доля сберегающего населения в Казахстане колебалась в пределах 15%-23%, в апреле 2023 года она достигла 23%. Из них более половины опрошенных хранит сбережения на банковском депозите, более трети – в форме наличных денег.

Большинство респондентов при оценке благоприятности времени для формирования

График 2. Оценка благоприятности времени для сбережений



**График 3. Структура доходов сберегающего населения**



Наиболее высокая доля сбережений наблюдается в возрастной группе 25-34 года (25%). Также важное значение имеют ожидания домохозяйств по изменению своего дохода в будущем и в целом экономической ситуации в стране. Оценки изменения личного материального положения через год являются в целом оптимистичными. При этом с 2020 года этот оптимизм снижается, что может стимулировать к большему накоплению денег. Вместе с тем, формирование сбережений может сдерживаться на фоне повышения инфляции и инфляционных ожиданий.

### Сбережения и доходы

Как правило, чем больше уровень дохода домохозяйства, тем выше предельная склонность к сбережению. По результатам опроса, более 70% сберегающего населения имеют доходы от 150 тыс.тенге. В структуре сберегающих увеличилась доля респондентов, имеющих более высокий среднемесячный доход (график 3).

### Инфляционные ожидания

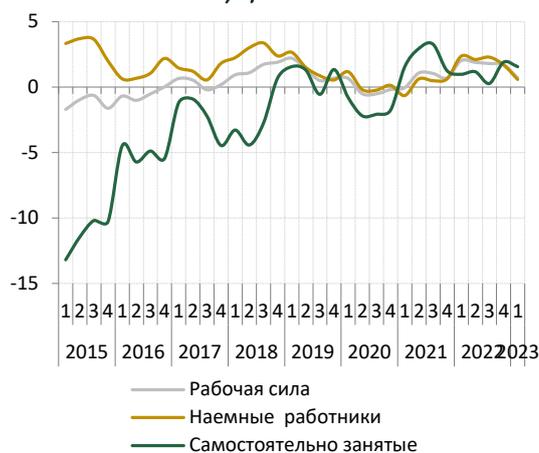
**График 4. Инфляционные ожидания населения (медианные оценки), %**



Как правило, сбережения формирует более финансово грамотное население. В этой связи, такой категории зачастую складываются более низкие инфляционные ожидания. По данным опроса, в Казахстане инфляционные ожидания сберегающего населения незначительно ниже, чем у населения, которые не имеют сбережений – в среднем на 1 п.п. (график 4). При этом в периоды шоковых событий обе категории реагируют практически одинаково.

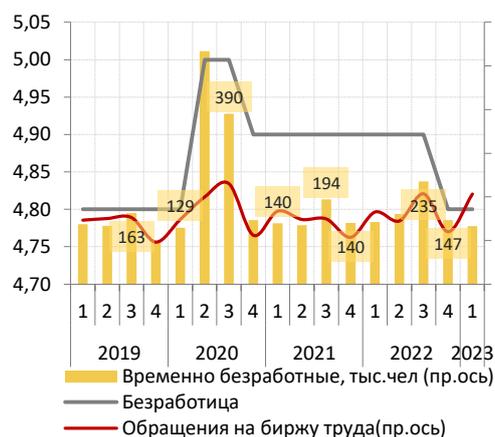
### 3.3. Рынок труда

График 52. Наемные работники и самозанятые, г/г



Источник: БНС АСПР

График 53. Уровень безработицы и временно незанятое население, %



Источник: БНС АСПР

В первом квартале 2023 года на рынке труда наблюдалось замедление годовых темпов прироста рабочей силы ввиду более низких темпов роста наемных работников. Безработица в первом квартале 2023 года осталась на уровне 4,8%, однако уровень молодежной безработицы в возрасте 15-28 лет вырос до 4,1% с 3,8% в четвертом квартале 2022 года.

В целом в первом квартале 2023 года численность занятого населения составила 9,032 тыс. человек (рост на 0,8%, г/г). Наблюдается замедление темпов роста численности наемных работников и более высокие темпы роста самостоятельно занятых по сравнению с первым кварталом предыдущего года. Следует отметить, что рост числа занятых происходит в основном за счет демографических процессов, нежели снижения безработицы, так как динамика роста числа занятых в значительной мере соотносится с динамикой изменения рабочей силы (график 52).

Структура занятого населения по сравнению с предыдущим годом осталась практически прежней: 76,4% от общего числа занятых в экономике являются наемными сотрудниками, тогда как 23,6% относятся к самозанятым.

В первом квартале 2023 года рост занятого населения отмечен во многих отраслях экономики по сравнению с соответствующим кварталом прошлого года, кроме сельского хозяйства, строительства, операций с недвижимым имуществом, деятельности в области административного и вспомогательного обслуживания, государственном управлении и обороне, а также искусстве, развлечениях и отдыхе. Однако стоит отметить, что наибольшую долю занятых составляли работники, занятые в сфере торговли, образования, промышленности и сельском хозяйстве. Годовая динамика изменения самостоятельно занятых в отраслевой разбивке осталась разнонаправленной в первом квартале 2023 года. Так, наблюдалось снижение количества самозанятых в информации и связи, искусстве, развлечениях и отдыхе, финансовой и страховой деятельности, операциях с недвижимым имуществом, сельском хозяйстве, строительстве, обрабатывающей промышленности. Наряду с этим, следует отметить существенный рост самозанятых в сфере образования, профессиональной, научной и технической деятельности, здравоохранении и социальном обслуживании.

В первом квартале 2023 года был отмечен рост количества обращений населения в органы занятости и снижение численности временно безработного населения (г/г) (график 53). При этом в первом квартале 2023 года число временно безработных достигло допандемических значений.

Несмотря на существенный рост номинальных заработных плат в экономике на 19,3% (г/г), по оценочным данным БНС АСПР РК, темп роста реальных заработных плат снизился на фоне высокой инфляции (график 54). Темпы роста фонда заработной платы остаются высокими, хотя наблюдается небольшое замедление на фоне более быстрого замедления роста фонда оплаты труда в частном секторе (график 55).

Однако, в целом наблюдаемое ежеквартальное расширение фонда оплаты труда усиливает повышательную тенденцию себестоимости производимой продукции в экономике. В 2022 году ускорился рост себестоимости реализованных товаров и услуг в некоторых секторах экономики с небольшим замедлением в четвертом квартале (график 56).

Темп роста производительности в первом квартале 2023 года ускорился по сравнению с предыдущим кварталом. Динамика производительности в отраслевом разрезе показывает, что во многих отраслях наблюдается позитивная тенденция роста. При этом в одних отраслях экономики производительность растет быстрее реальной заработной платы, в других – сопровождается снижением заработной плат. Проинфляционный рост заработной платы, т.е. превышающий рост производительности, наблюдается в таких отраслях как предоставление услуг по проживанию и питанию, горнодобывающая промышленность, связь и деятельность в области административного и вспомогательного обслуживания (график 57).

График 54. Темп роста номинальной и реальной заработной платы, г/г



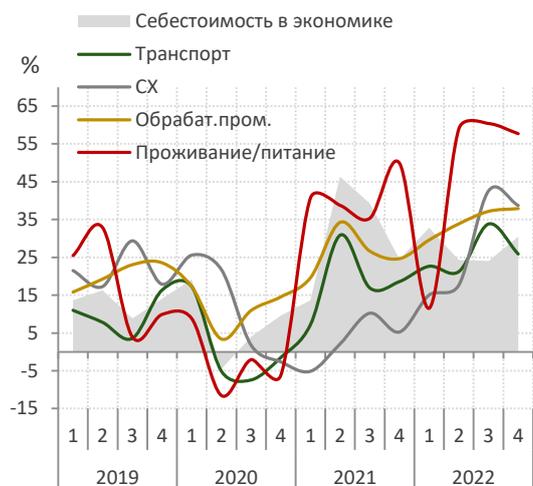
Источник: БНС АСПР

График 55. Динамика фонда оплаты труда, г/г, %



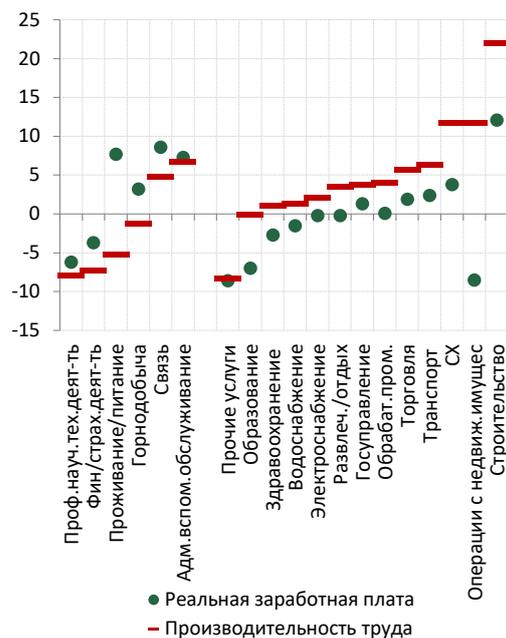
Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 56. Себестоимость в разрезе отраслей экономики, г/г



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 57. Производительность труда и реальная заработная плата по ВЭД в первом квартале 2023 года, г/г



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

### Бокс 5. Анализ рынка труда Казахстана после пандемии

Пандемия COVID-19 сильно повлияла на мировой рынок труда, вызвав значительные изменения в экономике и трудовых отношениях. Множество домашних хозяйств и предприятий столкнулись с финансовыми потерями из-за карантина и введенных ограничительных мер, направленных на сдерживание и предотвращение распространения инфекции в Казахстане. Согласно данным обследования World Bank Enterprise Survey<sup>8</sup> в Казахстане, около 4,6% фирм обанкротились в течении года после начала пандемии. Если учесть фирмы, с которыми не удалось связаться во время проведения обследования, этот показатель увеличивается до 28,9%. Общее количество отработанных часов в неделю снизилось на 36,4%. В результате пандемии COVID-19, около 17% фирм сообщили о сокращении числа временных работников, в то время как около 5,5% фирм увеличили наём временных работников, что может быть обусловлено увеличенным спросом на доставку товаров и услуг.

График 1. Занятые, наемные работники и самозанятые, г/г



Источник: БНС АСПР РК

Наибольшее количество увольнений было зарегистрировано в секторе торговли и других сферах обслуживания. Крупные предприятия имели более высокий уровень увольнений по сравнению с малыми и средними компаниями из-за большего числа сотрудников. Согласно официальным данным БНС АСПР, уровень безработицы в стране незначительно вырос с 4,8% до 5,0% в 2020 году. Высокий уровень безработицы был зарегистрирован в

<sup>8</sup> World Bank Enterprise Survey представляет опрос репрезентативных выборок представителей формального, несельскохозяйственного, не добывающего частного сектора с 5 и более сотрудниками в Казахстане. Данные составляют 1446 фирм, 871 из которых приняли участие в опросе, 157 отказались, а с 472 фирмами не удалось повторно связаться. Подробнее <http://www.enterprisesurveys.org>.

Мангистауской, Северо-Казахстанской, Туркестанской областях, а также в городах Алматы и Шымкент.

Динамика роста занятых и наемных работников была идентична на протяжении 2020 года, показывая сокращение в 2020 году с восстановлением уже во втором квартале 2021 года (график 1). Значительное падение наблюдалось в числе самозанятых, поскольку данная категория работников является более уязвимой по сравнению с наемными работниками. Динамика изменения самозанятого населения показывает существенное сокращение в 2020 году в секторе искусства, развлечений и отдыха, в предоставлении услуг по проживанию и питанию (график 2), а также в здравоохранении, образовании и связи.

В тоже время количество самозанятых в строительстве, торговле, а также в операциях с недвижимым имуществом снизилось менее значительно. При этом сектора, в которых выросло число самостоятельно занятых, являются транспорт и складирование, профессиональная, научная и техническая деятельность. В финансовой и страховой деятельности зафиксирован высокий рост количества сотрудников.

Количество наемных работников в 2020 году также сокращалось во многих секторах экономики, но в целом динамика была менее волатильной по сравнению с самозанятыми. Наемные сотрудники, составляя более 70% занятых в экономике, представляют доминирующую часть работающего населения. В секторах искусства, развлечений и отдыха, предоставлении услуг по проживанию и питанию, транспорте и складировании произошло значительное падение числа наемных сотрудников в период пандемии в годовом выражении (график 3). Однако, оптовая и розничная торговля, водоснабжение, образование и здравоохранение показали рост численности наемных сотрудников по сравнению с другими секторами.

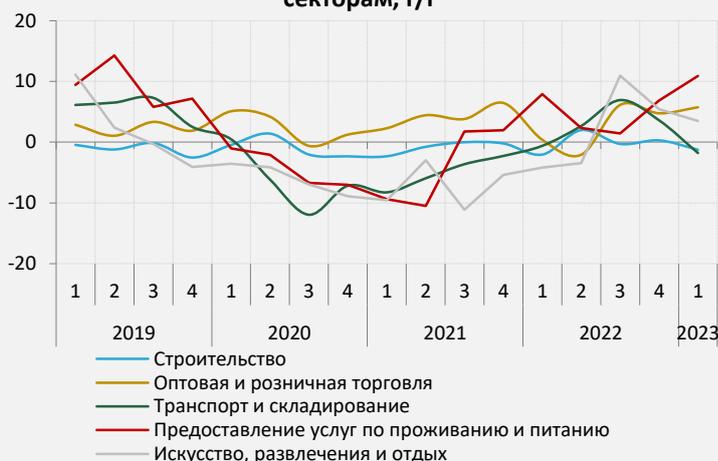
Снижение числа работников в отраслях сопровождалось соответствующим снижением объемов производства товаров и предоставления услуг. В целом в 2020 году экономика сократилась в реальном выражении на 2,5%, в т.ч. снижение показали такие отрасли, как торговля, транспорт, услуги по проживанию и питанию, профессиональная, научная и техническая деятельность, административное и вспомогательное

**График 2. Темп роста самозанятых по секторам, г/г**



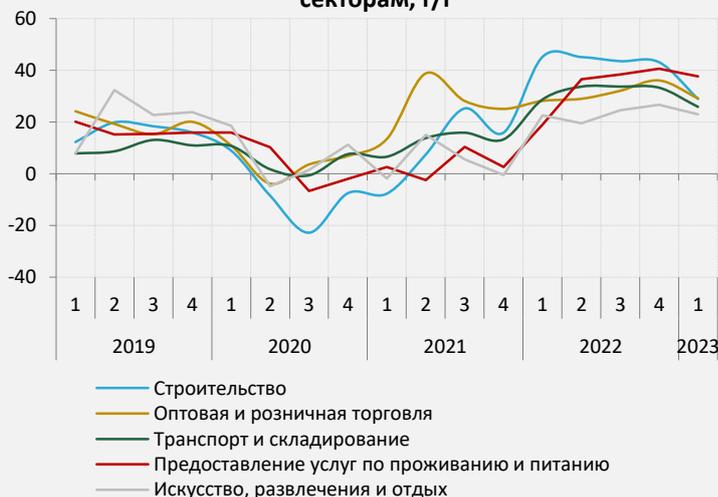
Источник: БНС АСПР РК

**График 3. Темп роста наемных сотрудников по секторам, г/г**



Источник: БНС АСПР РК

**График 4. Темп роста фонда заработной платы по секторам, г/г**



Источник: БНС АСПР РК

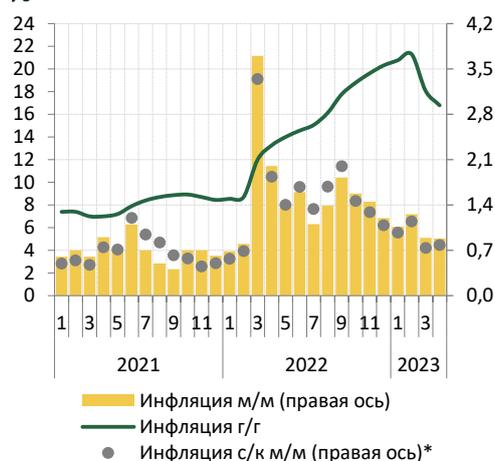
обслуживание, услуги парикмахерских и салонов красоты и др.

С момента пандемии, в среднем 19 сотрудников по фирмам Казахстана испытывали снижение заработной платы, бонусов, и средний объем снижения выплат составлял около 40,7% согласно World Bank Enterprise Survey. В разрезе секторов по данным БНС АСПР, снижение темпов роста фонда заработной платы было зафиксировано в строительстве, услугах по проживанию и питанию (график 4). Кроме того, значительное снижение заработной платы также почувствовали работники, занимающиеся финансовой и страховой деятельностью, операциями с недвижимостью, профессиональной, научной и технической деятельностью, а также деятельностью в области администрирования.

Для поддержания работы бизнеса, предприятиям пришлось адаптироваться в условия жестких ограничений. Во время пандемии 22,2% фирм ввели новый или улучшенный продукт/услугу и более 40% фирм начали или расширили практику удаленной работы в Казахстане согласно опросу фирм World Bank Enterprise Survey. Вместе с тем, текущая ситуация свидетельствует о сохранении актуальности удаленной работы в различных отраслях экономики и в постковидный период. Этот формат работы позволяет снизить трудовые и экономические издержки, что является важным фактором для предприятий. Согласно Национальному докладу «Рынок труда Казахстана: на пути к цифровой реальности»<sup>9</sup>, эксперты оценивают, что 29% занятых в экономике могут работать дистанционно, относящиеся в основном к высококвалифицированному персоналу, которым не требуется физического присутствия на рабочем месте. А к секторам с наименьшим количеством сотрудников, способных перейти на удаленную работу, относятся промышленность, строительство, сельское хозяйство. С точки зрения бизнеса, преимуществом удаленного формата работы является возможность сократить расходы на обеспечение и поддержание рабочих мест.

Таким образом, самостоятельно занятое население оказалось более уязвимым в период пандемии. Из-за ограничительных мер наиболее уязвимыми стали работники таких секторов, как искусство, развлечение и отдых, предоставление услуг по проживанию и питанию, транспорта и складирования, а также строительства. Сектора, где в целом наблюдался рост наемных работников и фонда заработной платы, являются образование и здравоохранение. При этом оптовая и розничная торговля не сильно пострадала, так как спрос на потребительские товары оставался умеренным. Пандемия COVID-19 дала толчок трансформациям на рынке труда в Казахстане. Предприятия увеличили практику онлайн коммерции, активно внедряют возможности сервисов доставки, а также более открыты к переходу на удаленную работу.

График 58. Динамика инфляции, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

\*- Сезонная корректировка проведена при помощи метода Х-12-ARIMA с 2011 года по настоящее время

### 3.4. Инфляция

**В апреле 2023 года месячная инфляция составила 0,9%. В годовом выражении рост цен замедлился до 16,8% с пика в 21,3%, зафиксированного в феврале текущего года (график 58).**

Месячные темпы роста инфляции с сентября 2022 года постепенно замедляются. Между тем, они все еще сохраняются на высоком уровне, превышая среднемесячные значения за 2017-2021 годы (0,9% в апреле 2023 года против 0,6% в апреле в среднем в 2017-2021 годах).

Месячный сезонно-очищенный показатель инфляции постепенно приближается к верхней границе целевого

<sup>9</sup>Национальный доклад «Рынок труда Казахстана: на пути к цифровой реальности», 2022 г., <https://iac.enbek.kz/ru/node/1451>

коридора (график 59). Та же тенденция наблюдается и в оценках сезонно-очищенной базовой инфляции, диапазон колебаний которых снизился до 0,5% – 1% в апреле 2023 года с 0,8% – 3% в сентябре 2022 года<sup>10</sup>.

Среди товаров, которые демонстрировали повышенную волатильность и, следовательно, исключались из показателей базовой инфляции, следует отметить сахар и кондитерские изделия, услуги больниц, мебель, аудиовизуальное оборудование, бытовые приборы и безалкогольные напитки.

Таким образом, инфляционное давление в экономике постепенно ослабевает. Этому способствует снижение глобального инфляционного давления, снижение мировых цен на продовольствие, а также снижение импортных цен на фоне укрепления обменного курса тенге.

Внутренний спрос остается устойчивым, но высокая базовая ставка способствует его сдержанной динамике.

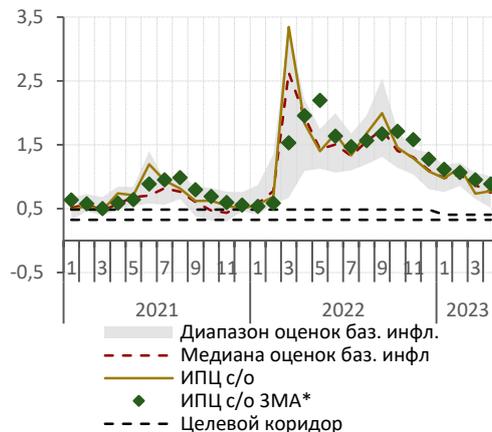
Более активная динамика инфляции ограничивается все еще высокими издержками в экономике, что обусловлено высокими транспортными издержками, ростом фонда оплаты труда в реальном секторе, затрат на сырье и материалы.

Цены на **продовольственные товары** (график 60) в апреле 2023 года выросли на 0,9% по сравнению с предыдущим месяцем. Однако годовой рост цен на эту группу товаров замедлился с 26,2% в феврале до 17,9% в апреле текущего года в основном ввиду постепенного исчерпания эффекта высокой базы 2022 года.

Значительный вклад в годовую продовольственную инфляцию внесли хлебобулочные изделия, мясо и молочные продукты. Совокупный вклад этих товаров в рост продовольственной инфляции составил 11,4 процентных пункта (график 61).

Хлебобулочные изделия продолжают демонстрировать устойчивый месячный рост цен, превышая 1% с февраля 2022 года. Такая тенденция сложилась на фоне высокого уровня издержек производителей обрабатывающей промышленности

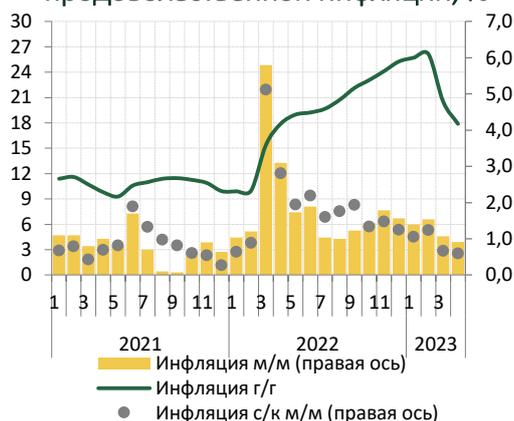
График 59. Сезонно-очищенный индекс потребительских цен и оценки базовой инфляции, %



Источник: расчеты НБРК

\*месячное скользящее среднее значение сезонно-скорректированного ИПЦ за последние 3 месяца

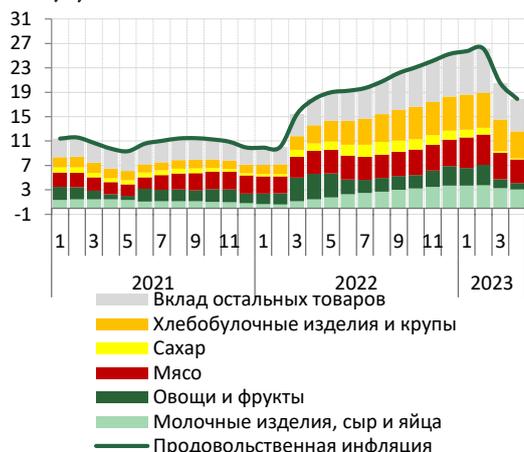
График 60. Динамика продовольственной инфляции, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

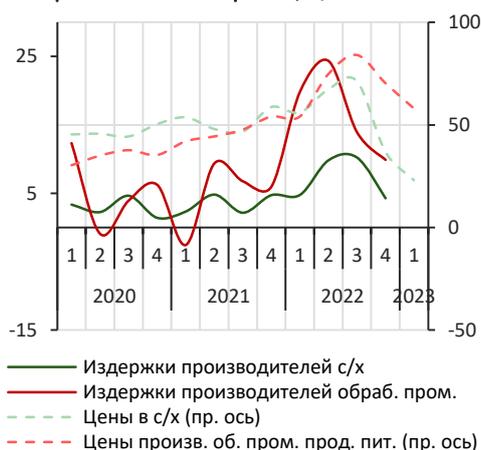
<sup>10</sup> Диапазон оценок базовой инфляции, рассчитанных с использованием более чем 60 методов. Оценки интерпретируются в виде диапазона от минимального до максимального значения. Таким образом фиксируется не только изменение медианного показателя трендовой инфляции, но и дисперсия ее оценок. Более подробно описание методов оценки базовой инфляции см. в исследовании «Различные оценки базовой инфляции» <https://www.nationalbank.kz/ru/news/issledovaniya>

График 61. Вклад товаров в продовольственную инфляцию, г/г, %



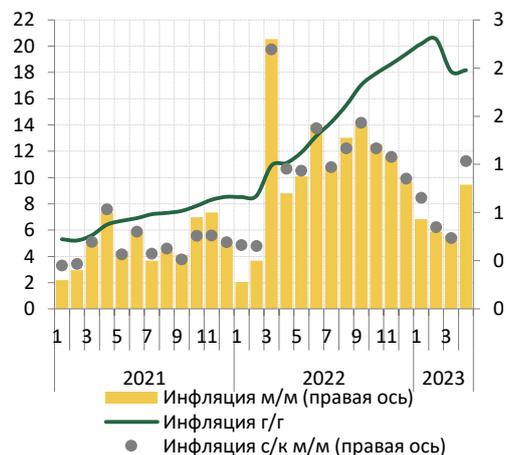
Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 62. Цены производителей в сельском хозяйстве и обрабатывающей промышленности и материальные затраты, г/г %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 63. Динамика непродовольственной инфляции, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

продуктов питания (график 62) и роста цен на другие продукты, такие как яйца и молоко.

Высокий месячный рост цен зафиксирован и на рынке риса, ввиду плохого урожая у производителей (валовый сбор риса в 2022 году по сравнению с 2021 годом уменьшился на 14,4%) в условиях сокращения посевных площадей и дефицита воды для орошения земель.

С другой стороны, некоторые товары наоборот оказывают дезинфляционное влияние на продовольственную инфляцию. Цены на сахар, например, снижаются восьмой месяц подряд на фоне увеличения производства в 2,9 раза в январе-феврале 2023 года.

В начале текущего года на фоне заморозков в регионе, потери урожая у сельскохозяйственных производителей возник дисбаланс спроса и предложения. Начиная с марта текущего года, ситуация на рынке стабилизируется. Уже в апреле цены на свежие овощи снизились на 0,1%, годовой рост цен замедлился с 27,9% в феврале до 3,9% в апреле т.г. Замедлился рост цен по всем видам овощей, а также снизились цены на капусту, картофель, морковь, свеклу, чеснок.

На потребительские цены продовольственных товаров также оказало влияние замедление роста цен производителей сельского хозяйства до 1,4% (г/г) в апреле 2023 года по сравнению с 4,9% (г/г) в марте 2023 года. Дезинфляционное влияние на цены сельскохозяйственных производителей оказывает замедление роста расходов в отрасли, динамика которого в сравнении с ростом расходов в обрабатывающей промышленности не демонстрировала значительного роста (график 62).

Рост цен на **непродовольственные товары** (график 63) в апреле 2023 года составил 1,3%, в годовом выражении — 18,2% (в марте 2023 года — 18,1%). Основным фактором ускорения роста цен на непродовольственные товары послужило повышение предельных цен на бензин и дизельное топливо, месячный рост которых составил 9,7% и 16,1% соответственно. С 12 апреля 2023 года предельные цены на бензин марки АИ-92 были повышены до 205 тенге за литр и на дизельное топливо — до 295 тенге.

Помимо этого, среди товаров, оказывающих значительное проинфляционное давление, стоит отметить рост цен на товары личного пользования, обувь и моющие и чистящие средства (график 64). Данная тенденция сложилась на фоне роста импортных цен, отражающего влияние перестройки логистических цепочек поставок.

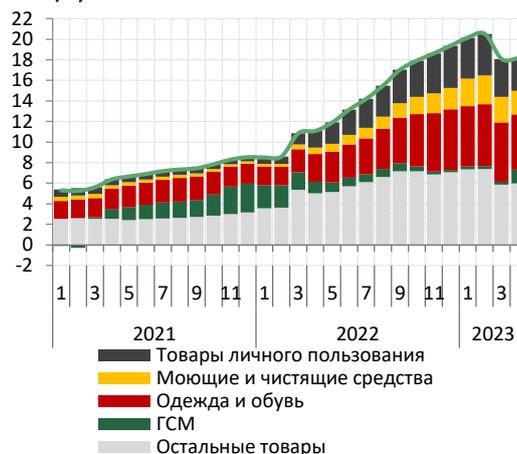
Цены на **платные услуги** для населения в месячном выражении выросли на 0,4% в апреле 2023 года, а годовой рост цен замедлился до 13,7% (график 65). Цены на амбулаторные услуги, включая первичный прием к врачу и стоматологические услуги, а также парикмахерские услуги, с февраля текущего года демонстрируют высокие месячные темпы роста (график 66). Ускорение роста цен на услуги питания в ресторанах и кафе произошло на фоне роста цен на продукты питания, высоких издержек производства, а также роста заработной платы.

**Инфляционные ожидания населения в марте-апреле 2023 года оставались волатильными и повышенными.**

Медианная оценка ожидаемой инфляции на горизонте одного года повысилась с 14,2% в феврале до 16,7% в апреле 2023 года. При этом медиана воспринимаемой инфляции снизилась с 21,2% до 19,3%. (график 67).

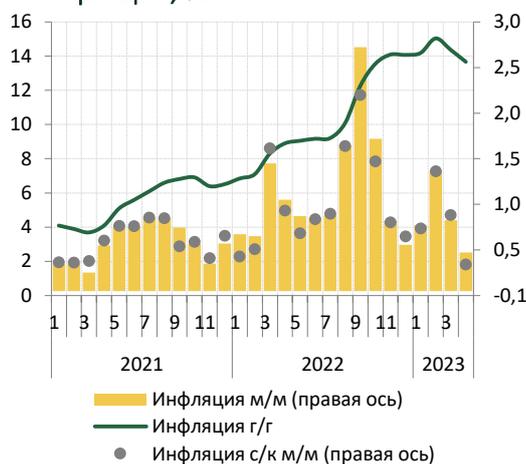
Среди продуктов питания за последний месяц респондентами был отмечен рост цен на молочную, плодоовощную продукцию, мясо (рост с 29% до 37%). Среди непродовольственных товаров респонденты отметили удорожание ГСМ (с 3% до 18%), одежды и обуви (с 12% до 20%), лекарств (с 13% до 25%), бытовой химии (с 23% до 29%). В структуре услуг сильнее всего население почувствовало рост цен на услуги ЖКХ (с 16% до 24%), медицинские услуги (с 5% до 24%), связи/Интернет, ресторанов. Индекс потребительских настроений оставался слабоположительным (102,9 в апреле 2023 года).

График 64. Вклад непродовольственных товаров, г/г, %



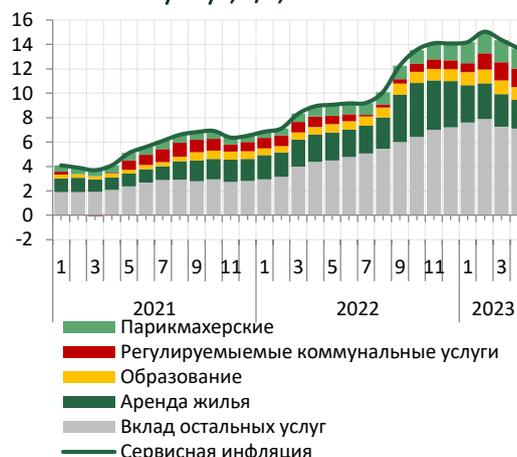
Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 65. Динамика сервисной инфляции, %



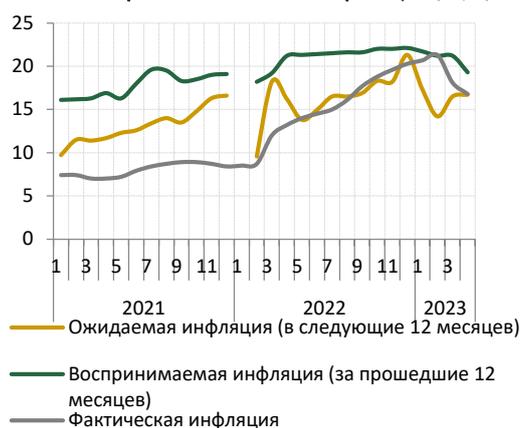
Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 66. Вклады в инфляцию платных услуг, г/г, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 67. Медианные оценки ожидаемой и воспринимаемой инфляции, г/г, %



Источник: БНС АСПР РК, FusionLab: опрос населения

#### Бокс 6. Анализ цикличности компонентов индекса потребительских цен

В рамках проведения денежно-кредитной политики в режиме инфляционного таргетирования центральные банки проводят углубленный мониторинг инфляционных процессов, включающий, кроме рассмотрения общих тенденций в экономике, инфляционные ожидания, динамику цен в различных отраслях, выделение устойчивой части роста цен. Устойчивый рост цен отделен от волатильной и зачастую непредсказуемой составляющей изменения цен, имеет сильную связь с будущей инфляцией, а также с макроэкономическими переменными. Таким образом, центральный банк, исходя из динамики макроэкономических переменных, может как понимать природу устойчивых ценовых тенденций, так и своей политикой влиять на макроэкономические переменные и будущую инфляцию.

Обычно связь между инфляцией и макроэкономическими переменными выражается с помощью линейного уравнения Филлипса, где в качестве объясняющих переменных помимо шоков выступают инфляционные ожидания, показатели экономической активности (разрыв ВВП, разрыв безработицы и т.д.), а также реальный обменный курс (для зависимых от импорта экономик). При этом если присутствует связь между общим ИПЦ и макроэкономической переменной, то эта же связь может быть и у некоторого компонента ИПЦ. Так, в литературе принято называть товары и услуги проциклическими, если изменение цен на них имеет положительную связь с экономической активностью, и ациклическими в противном случае.

*Для справки.* С целью выявления проциклических компонентов индекс потребительских цен был разбит на 66 отдельных компонентов, представляющих собой укрупненные группы товаров и услуг. Для каждого такого компонента рассматривалось уравнение  $\pi_t^i = \alpha * \pi_{t-1}^i + \beta * OG_t + \varepsilon_t^i$ , где  $\pi_t^i$  –  $i$ -й компонент ИПЦ в момент времени  $t$ ,  $OG_t$  – разрыв показателя экономической активности в момент времени  $t$ ,  $\varepsilon_t^i$  – шок, соответствующий  $i$ -ому компоненту ИПЦ в момент времени  $t$ ,  $\alpha, \beta$  – коэффициенты при объясняющих переменных. Компоненты ИПЦ брались как изменение цены, месяц к предыдущему месяцу с сезонной поправкой. Показатель экономической активности представлял собой разрыв месячного индекса обрабатывающей промышленности, рассчитанный с помощью ассиметричного фильтра полной выборки Кристиано-Фитцджеральда. Выборка бралась с января 2011 года до января 2023 года. Наконец, компонент считался проциклическим, если коэффициент при экономической активности – положительный и статистически значимый.

В результате применения вышеуказанной методологии в качестве проциклических компонентов выступили 35 из 66 компонентов ИПЦ, большинство нерегулируемые непродовольственные товары и услуги, что в целом подтверждает положительную связь между

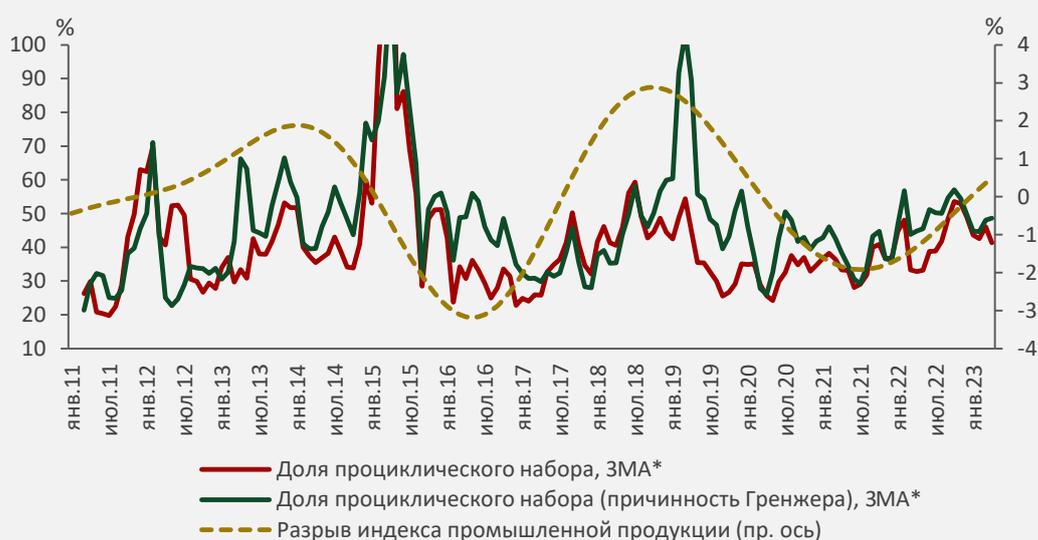
ростом внутреннего спроса и ростом цен. Ациклическими стали все продовольственные товары, а также регулируемые непродовольственные товары и услуги, такие как ГСМ и жилищно-коммунальные услуги. Более того применение теста Гренжера к паре компонента ИПЦ и показателя экономической активности привело к схожим результатам, когда в качестве проциклических компонентов выступали те компоненты, у которых проявлялась причинность по Гренжеру от показателя экономической активности.

Вышеперечисленные результаты в некоторой степени свидетельствуют о слабой зависимости цен на продовольственные товары от спроса, так как они, во-первых, являются товарами жизненной необходимости и могут потребляться одинаково в течение бизнес-циклов, а во-вторых могут быть подвержены различным случайным шокам, таким как погодные условия. Таким образом, рассмотрение набора проциклических товаров и услуг для случая Казахстана почти полностью повторяет понятие базовой инфляции методом исключения, когда зачастую в потребительской корзине остаются лишь нерегулируемые непродовольственные товары и услуги. В то же время из этих результатов не следует, что центральный банк не влияет на динамику цен продовольственных товаров, так как на нее также могут воздействовать инфляционные ожидания, и реальный обменный курс, на которые в свою очередь центральный банк своей денежно-кредитной политикой оказывает влияние.

Разбиение потребительской корзины на проциклические и ациклические компоненты позволяет понять, какой вклад в ИПЦ вносит каждая из этих групп, а также проследить саму динамику набора проциклических товаров и услуг, близкого по характеристикам к базовой инфляции. Так, доля проциклических компонент в ИПЦ в целом была выше, когда наблюдался положительный разрыв экономической активности, и спрос на эти товары и услуги сильнее увеличивал их цены, чем у ациклических компонентов (График 1).

Наконец, из самой динамики проциклических компонентов можно сделать вывод, что средний рост цен проциклических товаров и услуг за период от перехода к инфляционному таргетированию в режиме свободноплавающего обменного курса тенге до начала геополитических потрясений в 2022 году (январь 2016 года – декабрь 2021 года) составил 5,9%, что свидетельствует о высоком инфляционном давлении в экономике за последние годы.

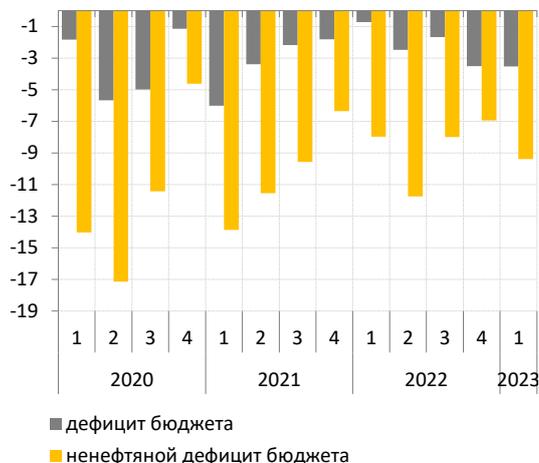
**График 1. Доля вклада проциклических компонентов в ИПЦ (м/м, SA) и разрыв показателя экономической активности**



\* – скользящее среднее за последние три месяца

Источник: расчеты НБРК

График 68. Общий и нефтефтяной дефицит республиканского бюджета, в % к ВВП



Источник: МФ РК

### 3.5. Фискальная политика

По итогам первого квартала 2023 года отмечается ускорение роста дефицита бюджета ввиду существенного роста расходной части бюджета по сравнению с ростом доходов бюджета.

За январь-март 2023 года дефицит республиканского бюджета составил 830,4 млрд. тенге, что в 4 раза по сравнению с соответствующим периодом 2022 года (за первый квартал 2023 года – 3,5% к ВВП). Увеличение дефицита бюджета, в первую очередь, обусловлено опережающим ростом расходов над доходами (с учетом трансфертов из Национального Фонда) (рост на 29,2% и 13,9%, соответственно).

Стоит отметить, что в феврале произошло уточнение параметров республиканского бюджета на 2023 год, где расходы были увеличены на 5,2% по сравнению с предыдущим планом, который был утвержден в декабре 2022 года. Основные расходы будут направлены на общественный порядок, оборону, транспорт и коммуникации, здравоохранение и ЖКХ.

В более детальной разбивке финансирование будет направлено на поддержку социальной сферы, обеспечение оборонной безопасности, реализацию государственных программ, развитие регионов, строительство и ремонт республиканских и местных дорог, поддержку малого и среднего бизнеса.

В январе-марте 2023 года в доходную часть бюджета поступили официальные трансферты на сумму 1 144,1 млрд. тенге (доля в доходах бюджета – 26,2%), из которых гарантированный трансферт из Национального Фонда составил 621,0 млрд. тенге, целевой трансферт – 360,6 млрд. тенге, трансферты из нижестоящих органов государственного управления – 162,2 млрд. тенге. Отмечается сокращение на 6,5% по сравнению с соответствующим периодом 2022 года трансфертов из Национального Фонда. Доходы республиканского бюджета без учета трансфертов из Национального Фонда увеличились на 21% по сравнению с соответствующим периодом 2022 года.

Нефтефтяной дефицит республиканского бюджета (дефицит бюджета без учета трансфертов из Национального Фонда и вывозных таможенных пошлин на сырую нефть), по оценке Национального Банка, за первый квартал 2023 года составил 2 203,9 млрд. тенге (9,4% к ВВП), что на 40,4% больше по сравнению с соответствующим периодом 2022 года (график 68).

Доходы республиканского бюджета за январь-март 2023 года увеличились по сравнению с соответствующим периодом 2022 года на 13,9% и составили 4,4 трлн. тенге. Основной причиной роста доходов является увеличение налоговых поступлений на 23,2% (доля в доходах бюджета составила 72,2%) на фоне роста экономической активности и повышения цен на основные экспортные товары.

В структуре налоговых поступлений увеличились поступления по корпоративному подоходному налогу (рост на 20,7%, г/г) на фоне дополнительных налоговых обязательств, выплачиваемых крупными горно-металлургическими компаниями, а также по налогу на добавленную стоимость (на 33,6%, г/г) в результате роста оборотов по реализации товаров, работ и услуг.

Неналоговые поступления увеличились за январь-март 2023 года на 38,2% по сравнению с соответствующим периодом 2022 года, в структуре которых основной рост пришелся на доходы от дивидендов на государственные пакеты акций, находящиеся в республиканской собственности, а также от государственной собственности (поступления арендной платы за пользование комплексом «Байконур») и прочих неналоговых поступлений (поступления от реализации конфискованного имущества). Сокращение поступлений от продажи основного капитала связано с отсутствием реализации материальных ценностей государственного материального резерва.

Вместе с тем, за январь-март 2023 года сократились поступления официальных трансфертов на 6,5% в годовом выражении (доля в доходах бюджета составила 26,2%) за счет сокращения гарантированного трансферта (на 36,9%, г/г) и трансфертов из нижестоящих органов государственного управления (на 13,3%, г/г) (график 69).

За январь-март 2023 года затраты республиканского бюджета составили 5,0 трлн. тенге, увеличившись на 29,2% по сравнению с соответствующим периодом 2022 года. Основной вклад в рост затрат республиканского бюджета традиционно внесли: обслуживание долга – на 38,8% (доля – 11,1%), государственные услуги общего характера – на 17,6% (доля – 5,1%), оборона – на 13,1% (доля – 4,2%) и здравоохранение – увеличение на 9,9% (доля – 10,9%). Расходы на социальную помощь и социальное обеспечение выросли на 12,1% (доля – 23,4%).

График 69. Структура доходов республиканского бюджета



Источник: МФ РК

## ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

---

**Базовая ставка** – основной инструмент денежно-кредитной политики Национального Банка, которая позволяет регулировать номинальные межбанковские процентные ставки на денежном рынке. Устанавливая уровень базовой ставки, Национальный Банк определяет целевое значение таргетируемой (целевой) межбанковской краткосрочной ставки денежного рынка для достижения цели по обеспечению стабильности цен в среднесрочном периоде.

**Валовое накопление основного капитала** – прирост нефинансовых активов, которые в течение длительного времени используются в процессе производства. Валовое накопление основного капитала включает следующие компоненты: а) приобретение, за вычетом выбытия, новых и существующих основных фондов; б) затраты на крупные улучшения произведенных материальных активов; в) затраты на улучшение произведенных материальных активов; г) расходы в связи с передачей права собственности на произведенные затраты.

**Внутренний валовой продукт (ВВП)** – показатель, отражающий рыночную стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных за год во всех отраслях экономики на территории государства для потребления, экспорта и накопления, вне зависимости от национальной принадлежности использованных факторов производства.

**Денежная база** – наличные деньги, выпущенные в обращение Национальным Банком, за исключением наличных денег, находящихся в кассах Национального Банка, переводимые и другие депозиты банков, переводимые депозиты небанковских финансовых организаций и текущие счета государственных и негосударственных нефинансовых организаций в тенге в Национальном Банке.

**Денежная масса (М3)** – определяется на основе консолидации счетов балансов Национального Банка и банков. Она состоит из наличных денег в обращении и переводимых и других депозитов небанковских юридических лиц-резидентов и физических лиц в национальной и иностранной валюте.

**Долларизация экономики** – это ситуация, при которой иностранная валюта (чаще всего – доллар США) начинает применяться для осуществления операций внутри страны или в отдельных секторах ее экономики, при этом вытесняя национальную валюту из внутреннего денежного оборота, выступая как средство накопления, меры стоимости и платежного средства.

**Инфляция** – повышение общего уровня цен на товары и услуги. Инфляция в Казахстане измеряется индексом потребительских цен.

**Индекс потребительских цен** – характеризует изменение во времени среднего уровня цен на фиксированную корзину товаров и услуг, приобретаемых населением для личного потребления. Потребительская корзина Казахстана для расчета инфляции отражает структуру расходов домашних хозяйств и включает в себя товары и услуги, занимающие наибольший удельный вес в потреблении населения. ИПЦ рассчитывается как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. Индекс рассчитывается Бюро Национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан.

**Инфляционное таргетирование** – это режим денежно-кредитной политики, ориентированный на достижение целевого уровня инфляции.

**Обратное РЕПО** – сделка покупки ценной бумаги с обязательством обратной продажи через определенный срок по заранее определенной цене, Национальный Банк проводит операции обратное РЕПО с целью предоставления тенговой ликвидности банкам под залог ценных

бумаг в соответствии перечнем залогового обеспечения Национального Банка. Операции открытого рынка – регулярные операции Национального Банка в форме аукционов для предоставления или изъятия ликвидности на денежном рынке с целью формирования уровня процентных ставок вблизи базовой ставки.

**Операции постоянного доступа** - инструменты денежно-кредитной политики по корректировке объемов ликвидности, которая сложилась по результатам операций открытого рынка, Постоянные механизмы осуществляются в рамках двусторонних сделок, где субъектом одной стороны сделки является Национальный Банк. Данные операции проводятся по инициативе банков.

**Переводимые депозиты** – это все депозиты, которые: 1) в любой момент можно обратить в деньги по номиналу без штрафов и ограничений; 2) свободно переводимы с помощью чека, тратты или жиро-поручений; 3) широко используются для осуществления платежей, Переводимые депозиты являются частью узкой денежной массы. К другим депозитам относятся, в основном, сберегательные и срочные депозиты, которые могут быть сняты только по истечении определенного периода времени, или иметь различные ограничения, которые делают их менее удобными для использования в обычных коммерческих операциях и, в основном, отвечающими требованиям, предъявляемым к механизмам сбережений. Кроме того, другие депозиты включают также непереводимые вклады и депозиты, выраженные в иностранной валюте.

**Потенциальный выпуск.** Отражает уровень выпуска в экономике, достижение которого возможно при полной загрузке факторов производства и полной занятости. Отражает объем продукции, который может быть произведен и реализован без создания предпосылок к изменению темпов роста цен.

**Потребительская корзина** – это набор товаров и услуг, характеризующий типичный уровень и структуру месячного (годового) потребления человека или семьи. Такой набор используется для расчета минимального прожиточного минимума, исходя из стоимости потребительской корзины в действующих ценах. Потребительская корзина служит также базой сравнения расчетных и реальных уровней потребления, а также основой для определения покупательной способности валют.

**Процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики** – канал трансмиссионного механизма, описывающий влияние центрального банка на экономику через регулирование процентных ставок.

**Прямое РЕПО** – сделка продажи ценной бумаги с обязательством обратной покупки через определенный срок по заранее определенной цене, Национальный Банк проводит операции прямое РЕПО с целью изъятия избыточной тенговой ликвидности.

**Свободно плавающий обменный курс.** По действующей классификации МВФ в рамках режима плавающего валютного курса центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой возможность осуществлять нерегулярное воздействие на внутренний валютный рынок для сглаживания волатильности курса национальной валюты или предотвращения его чрезмерных изменений, а также для обеспечения стабильности финансовой системы.

**Разрыв выпуска** – отклонение ВВП, выраженное в процентах от потенциального выпуска. Выражает разницу между фактическим ВВП и потенциальным ВВП за определенный временной интервал. Служит индикатором, отражающим эффективность используемых в стране ресурсов. В случае превышения фактического выпуска над потенциальным

(положительный разрыв), при прочих равных условиях, ожидается формирование тенденции к ускорению темпов роста цен ввиду перегрева экономики.

**Реальный обменный курс** – относительная цена товара, производящегося в двух странах: пропорция обмена товаров между странами. Реальный курс зависит от номинального курса, соотношения курсов валют, цен товаров в национальных валютах.

**Ставка TONIA** – представляет собой средневзвешенную процентную ставку по сделкам открытия репо сроком на один рабочий день, заключенным на бирже в секторе автоматического РЕПО с государственными ценными бумагами.

**Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики** – процесс воздействия инструментов денежно-кредитной политики на конечные макроэкономические показатели, такие как рост экономики, инфляция.

## СПИСОК ОСНОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ

---

**б.п.** – базисный пункт

**БНС АСПР** – Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам

**ВВП** – валовый внутренний продукт

**ВЭД** – виды экономической деятельности

**ГСМ** – горюче-смазочные материалы

**ГЦБ** – государственные ценные бумаги

**EIA** – Energy Information Administration

**ЕМ** – развивающиеся рынки

**ЕС** – Европейский союз

**ЕЦБ** – Европейский центральный банк

**ИПЦ** – индекс потребительских цен

**ЗП** – заработная плата

**КГД МФ РК** – Комитет Государственных Доходов Министерства финансов Республики Казахстан

**КФБ** – Казахстанская фондовая биржа

**КФГД** – АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов»

**КФУ** – АО «Казахстанский фонд устойчивости»

**НБРК** – Национальный Банк Республики Казахстан

**НФРК** – Национальный фонд Республики Казахстан

**НПЗ** – нефтеперерабатывающий завод

**ОПЕК** – Организация стран — экспортеров нефти

**ОПФ** – основные производственные фонды

**п.п.** – процентный пункт

**Росстат** – Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации

**МВФ** – Международный валютный фонд

**МЗП** – минимальная заработная плата

**Млрд.** – миллиард

**Млн.** – миллион

**МНЭ** – Министерство национальной экономики Республики Казахстан

**МФ РК** – Министерство финансов Республики Казахстан

**МЭР** – Министерство экономического развития Российской Федерации

**Трлн.** – триллион

**Тыс.** – тысяча

**ТШО** – Тенгизшевройл

**ЦБРФ** – Центральный банк Российской Федерации

**ФАО** – Продовольственная и сельскохозяйственная Организация Объединенных Наций

**ФРС** – Федеральная резервная система США