



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



# ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Ноябрь 2023

Для оформления данного издания **Доклада о денежно-кредитной политике «Ноябрь 2023»** были использованы работы сотрудников Национального Банка – победителей конкурса художественных работ, посвященного 30-летию тенге:

*Даржанова Асель Бахытжановна*

*Хасенова Ботакоз Айшыраковна*

*Жанибек Сауле Жанибеккызы*

*Ақтанбаев Ерболат Қинатуллаұлы*

## ОГЛАВЛЕНИЕ

---

|                                                                                                                                                                     |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН О<br/>БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 24 НОЯБРЯ 2023 ГОДА</b>                                                  | <b>5</b>  |
| <b>I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ</b>                                                                                                          | <b>9</b>  |
| 1.1. Предпосылки прогноза                                                                                                                                           | 9         |
| 1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию                                                                                               | 12        |
| 1.3. Альтернативные сценарии прогноза                                                                                                                               | 15        |
| 1.4. Риски в среднесрочной перспективе                                                                                                                              | 16        |
| 1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса                                                                                                                      | 18        |
| <b>II. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА</b>                                                                                                                               | <b>21</b> |
| 2.1. Денежно-кредитные условия                                                                                                                                      | 21        |
| 2.2. Денежное предложение                                                                                                                                           | 21        |
| 2.3. Денежный рынок                                                                                                                                                 | 22        |
| 2.4. Валютный рынок                                                                                                                                                 | 23        |
| 2.5. Фондовый рынок                                                                                                                                                 | 25        |
| 2.6. Депозитный рынок                                                                                                                                               | 27        |
| 2.7. Кредитный рынок                                                                                                                                                | 29        |
| <b>III. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ</b>                                                                                                                              | <b>37</b> |
| 3.1. Внешний сектор                                                                                                                                                 | 37        |
| 3.2. Внутренний сектор                                                                                                                                              | 41        |
| 3.3. Издержки производства                                                                                                                                          | 50        |
| 3.4. Инфляция                                                                                                                                                       | 55        |
| 3.5. Фискальная политика                                                                                                                                            | 61        |
| <b>ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ</b>                                                                                                                                   | <b>64</b> |
| <b>СПИСОК ОСНОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ</b>                                                                                                                                   | <b>67</b> |
| <b>БОКСЫ</b>                                                                                                                                                        |           |
| Бокс 1. Количественная оценка эффективности функционирования канала<br>банковского кредитования трансмиссионного механизма денежно-кредитной<br>политики Казахстана | 32        |
| Бокс 2. Нестандартные вызовы для центральных банков в условиях<br>беспрецедентной неопределенности (2020-2022 годы)                                                 | 39        |
| Бокс 3. Обзор рынка дизельного топлива в Казахстане                                                                                                                 | 45        |
| Бокс 4. Анализ маржи фирм в Казахстане                                                                                                                              | 52        |



**Доклад о денежно-кредитной политике** является кварталным 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 ноября 2023 года**

## ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН О БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 24 НОЯБРЯ 2023 ГОДА



Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка принял решение снизить базовую ставку на 25 б.п. до 15,75%. В основе принятого нами решения лежат обновленные прогнозы инфляции и роста экономики, а также результаты анализа фактических данных и баланса рисков.

В текущих условиях, на фоне эффекта базы, ранее принятых решений по ставке и мер, предпринятых Правительством и акимами, мы продолжаем наблюдать динамичное замедление инфляции. Напомню, что в

прошлом году инфляция была очень высокая, и это сказывается на более ритмичном замедлении годовой инфляции в этом году. Сейчас она складывается ближе к нижней границе нашего прошлого прогноза, а показатели базовой и сезонно очищенной инфляции демонстрируют признаки стабилизации. В ближайшие месяцы ожидается переход показателя годовой инфляции в зону однозначных значений.

При этом возрастает роль отдельных факторов и рисков, требующих внимания, включая рост цен на продовольствие, инфляцию в РФ, как нашем ключевом торговом партнере, динамику инфляционных ожиданий и фискальных расходов.

В то же время, динамичное снижение годовой инфляции и ее более низкие прогнозы до конца 2023 года позволили нам снизить базовую ставку в рамках текущего решения. В дальнейшем отслеживаемые нами тенденции в инфляционных ожиданиях, параметрах бюджетной политики и внешней конъюнктуре продолжают требовать от нас поддержания умеренно жестких денежно-кредитных условий.

Далее перейду к факторам принятого решения.

Первое. Динамика инфляции и инфляционных ожиданий.

Инфляция продолжает устойчиво замедляться восьмой месяц кряду. В октябре текущего года годовая инфляция сложилась на уровне 10,8%. Фактическая инфляция складывается ближе к нижней границе прошлого прогнозного диапазона, главным образом за счет более сдержанного, чем ожидалось, повышения цен на ЖКУ, а также умеренного роста цен на непродовольственные товары. Если рассматривать покомпонентно, то годовой рост цен на продовольственные товары замедлился до 10,4% г/г. Годовая инфляция непродовольственных товаров снизилась до 11,1% г/г. Рост цен на услуги снизился до 11,0% г/г.

Месячная инфляция в октябре составила 0,7%, что соответствует ее исторической средней. При этом на фоне снижающейся годовой инфляции мы наблюдаем стабилизацию базовой инфляции (0,6% второй месяц подряд) и замедление сезонно очищенной инфляции. Это свидетельствует о наметившейся тенденции к стабилизации инфляционных процессов. Тем не менее динамика устойчивой части инфляции по-прежнему продолжает складываться выше целевого таргета. Инфляционные ожидания вопреки позитивной динамике фактической инфляции все еще высоки и остаются чувствительными к изменению ситуации

на отдельных товарных рынках. Среди основных факторов – рост цен на ГСМ и динамика цен на продукты питания.

#### Второе. Тенденции во внутренней экономике.

Экономика Казахстана в январе-октябре 2023 года демонстрирует рост на 4,9% г/г. Расширение деловой активности происходит за счет устойчивого внутреннего спроса, реализации инфраструктурных проектов и восстановления нефтяного сектора.

Рост в производстве товаров составил 3,8% г/г, деловая активность в сфере услуг выросла на 5,4% г/г. Наибольшие темпы роста продолжают демонстрировать отрасли строительства (12,5%, 2/2), торговли (10,4%, 2/2), а также информации и связи (8,0%, 2/2). Объем производства в отрасли сельского хозяйства сократился на 8,6% г/г, что представляет определенный риск для продовольственной инфляции в будущем.

Продолжается динамичный рост отраслей экономики, движимый преимущественно восстановлением добычи нефти и государственными расходами. Это свидетельствует о рисках перегрева и является существенным проинфляционным фактором.

Аналогичным образом к проинфляционным факторам можно отнести и устойчивый потребительский спрос населения, который отражается в росте торговли на 10,4% г/г за январь-октябрь 2023 года. Его устойчивая динамика также подтверждается данными потребительского кредитования и импорта потребительских товаров.

За 9 месяцев 2023 года импорт непродовольственных потребительских товаров вырос на 36,7%. Такие темпы роста свидетельствуют о превышении внутреннего спроса над возможностями внутреннего предложения. Наряду с этим поддержку внутреннему спросу оказывают расширение инвестиционной активности на 12,6% г/г и рост реальных заработных плат населения на 3,5% г/г.

#### Третье. Внешнеэкономическая конъюнктура.

Во внешнем секторе мы продолжаем наблюдать снижение инфляционного давления, что объясняется воздействием жесткой монетарной политики, позитивной динамикой цен на продовольствие, а также недавним кратковременным замедлением цен на энергоносители.

Тем не менее в краткосрочной перспективе мы ожидаем некоторого усиления влияния проинфляционных факторов, что главным образом продиктовано динамикой инфляции в России и ожидаемым ростом мировых цен на продовольствие. В дальнейшем по мере стабилизации ситуации в странах – торговых партнерах мы ожидаем достижения целевых значений и смягчения проинфляционного давления со стороны внешних факторов.

Инфляция в России, как нашем ключевом торговом партнере, ускоряется. В октябре она составила 6,7% *против 6,0% в сентябре* и складывается выше предыдущих прогнозов. Основными драйверами по-прежнему являются растущий внутренний спрос и ослабление курса рубля. Вместе с тем на фоне резких последовательных ужесточений денежно-кредитной политики Банком России мы ожидаем, что в 2025 году инфляция в России вернется в прогнозный коридор. Рост цен в ЕС продолжил замедляться с 4,9% в сентябре до 3,6% г/г в результате ухода высокой базы прошлого года. В 2024 году, согласно обновленным прогнозам, инфляция в ЕС сложится несколько выше ожиданий. Однако политика длительного удержания высокой ключевой ставки позволит ЕС достичь таргета в 2025 году. В Китае, в еще одном нашем главном торгово-экономическом партнере, вследствие слабых текущих показателей экономической активности наблюдается дефляция.

Мировые продовольственные цены продолжают снижаться на фоне снижения цен на все виды продовольствия, за исключением сахара. Текущее снижение цен на зерновые

обусловлено сезонным увеличением предложения. Однако к концу 2023 года и в начале 2024 года предполагается, что цены могут начать расти в результате более низких объемов поставок зерна из Украины.

Рынок нефти демонстрирует признаки стабилизации, закрепившись на отметке около 80 долл. США за баррель. Со стороны предложения повышательное давление на цену нефти оказывает решение ОПЕК+ по сокращению добычи до конца года, а также риски дальнейшей эскалации конфликта на Ближнем Востоке. С учетом этого наш базовый сценарий предполагает цену на нефть марки Brent на уровне 85 долл. США в среднем в 2024 году и 80 долл. США в 2025 году.

Прогноз инфляции на текущий год улучшен до 9,3-10,3%. Пересмотр прогноза на этот год связан с более умеренным, чем ожидалось, ростом тарифов на ЖКУ и более сдержанным ростом цен на непродовольственные товары. В среднесрочной перспективе снижению инфляции будут способствовать дальнейшее ослабление давления со стороны внешней среды и умеренно жесткий характер монетарной политики. Прогноз на 2024 год сохранился на уровне 7,5-9,5%, на 2025 год – на уровне 5,5-7,5%.

Среди основных рисков прогноза инфляции на этот период мы выделяем усиление фискального стимулирования, незаякорение инфляционных ожиданий, возможный рост цен на продовольствие как результат эффекта низкого урожая 2023 года, а также прямые эффекты от повышения тарифов на ЖКУ.

Отмечу, что наш прогноз инфляции не учитывает обсуждаемое Правительством повышение НДС в 2025 году. Мы сможем оценить его эффект на инфляцию после того, как параметры этой налоговой реформы будут абсолютно понятны, так как возможное поднятие НДС является разовым фактором и не требует реакции ДКП. Мы будем внимательно отслеживать вторичные эффекты и соответствующим образом реагировать на них, в случае их проявления.

Прогнозы по росту ВВП Казахстана на этот год остались неизменными в диапазоне 4,2-5,2%, на среднесрочную перспективу они были пересмотрены. Прогноз на 2024 год пересмотрен в сторону понижения до диапазона 3,2-4,2%. Пересмотр связан с возможным переносом начала увеличения производства на ТШО к концу 2024 года или на 2025 год. Соответственно прогноз на 2025 год повышен до 5,5-6,5% вследствие возможного недостижения ранее запланированных объемов добычи нефти и, соответственно, более низких темпов роста ВВП в 2024 году.

Динамичное снижение годовой инфляции и ее более низкие прогнозы до конца 2023 года сформировали пространство для снижения базовой ставки. Последующие решения по базовой ставке будут зависеть от соответствия динамики инфляции прогнозной траектории.

При дальнейшем замедлении инфляции в 2024 году Национальный Банк будет рассматривать целесообразность плавного снижения ставки с учетом необходимости сохранения умеренно жестких денежно-кредитных условий в среднесрочной перспективе. Цель – возврат инфляции к цели 5% и якорение инфляционных ожиданий. При этом мы не исключаем возможности пауз в изменении базовой ставки для накопления данных и мониторинга баланса рисков.

Главная задача Национального Банка – обеспечение стабильности цен. Это значит, что все наши усилия будут направлены на достижение установленной цели по инфляции 5% в среднесрочной перспективе.

**Председатель Национального Банка Республики Казахстан**  
**Тимур Сулейменов**



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



**ПЕРСПЕКТИВЫ  
РАЗВИТИЯ  
ЭКОНОМИКИ**

## I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

---

### 1.1. Предпосылки прогноза

**Глобальная экономика под давлением продолжительной жесткой монетарной политики, а также растущей неопределенности из-за высокой инфляции и возросших геополитических рисков в течение прогнозного периода будет развиваться умеренными темпами.**

Согласно обновленным прогнозам МВФ<sup>1</sup>, ожидается, что мировая экономика после роста в 3,5% в 2022 году замедлится до 3,0% в 2023 году с дальнейшим замедлением до 2,9% в 2024 году. Многие крупные европейские страны будут развиваться более слабыми темпами, чем ранее ожидалось. Вместе с тем, экономика США, несмотря на проводимую жесткую монетарную политику, будет развиваться по сценарию более «мягкой посадки». Оценки темпов роста экономики США повышены с 1,8% до 2,1% в 2023 году, с 1,0% до 1,5% в 2024 году. Обновленные прогнозы по многим развивающимся странам предполагают более сильный экономический рост, что обусловлено высокими текущими котировками цен на сырье.

**Ожидаемый слабый экономический рост в ЕС и Китае может снизить спрос на экспортируемую Казахстаном продукцию, а высокая инфляция в России может повысить внешнее инфляционное давление на потребительские цены в Казахстане.**

В сравнении с прогнозным раундом «Август 2023 года», прогнозы по экономическому росту в Китае и ЕС были снижены (график 1). Прогнозы роста экономики Китая пересмотрены в сторону понижения из-за слабых текущих макроэкономических показателей, а также сохраняющихся проблем на рынке недвижимости. Страны ЕС будут развиваться еще более слабыми темпами, чем ранее предполагалось, ввиду проводимой жесткой монетарной политики, сокращения производства в промышленном секторе, а также слабого внешнего спроса на экспортируемую продукцию. В свою очередь, прогнозы роста экономики России на текущий год повышены на фоне стремительного роста внутреннего спроса, а также повышенной инвестиционной активности и высоких бюджетных стимулов, при этом оценки на 2024-2025 годы остались неизменными на уровне 1,5% (график 1) (таблица 1).

Прогнозы по инфляции с учетом текущей динамики были несколько пересмотрены по Китаю и ЕС. Согласно прогнозам, инфляция в России будет складываться выше целевого уровня почти до конца 2024 года. При этом, ожидается, что годовая инфляция во всех странах - торговых партнерах вернется к целевым значениям к концу прогнозного периода (график 2).

**Устойчиво высокая инфляция приводит к сохранению жестких монетарных условий в мире. Наряду с этим, неопределенность дальнейшей динамики инфляции снова приводит к смещению цикла начала снижения ставок на более поздний срок, что повышает вероятность усиления волатильности на финансовых рынках и повышения давления на курс тенге.**

В сравнении с прогнозным раундом «Август 2023 года» предпосылки по внешним монетарным условиям несколько ухудшились. Базовая инфляция в странах стабилизировалась, однако все еще существенно превышает целевые значения. В некоторых странах потребительская и деловая активность остаются устойчивыми к продолжительной жесткой денежно-кредитной политике. Ожидается, что ограничительный характер монетарной политики ФРС США и ЕЦБ сохранится более продолжительное время, чем ранее предполагалось. В среднесрочной перспективе ожидаемое смягчение политики крупных

---

<sup>1</sup> Доклад МВФ «Перспективы развития мировой экономики. Октябрь 2023»

центральных банков должно оказать позитивное влияние на валютные рынки, в том числе на курсы стран - торговых партнеров Казахстана.

График 1. Темпы роста ВВП, г/г, %

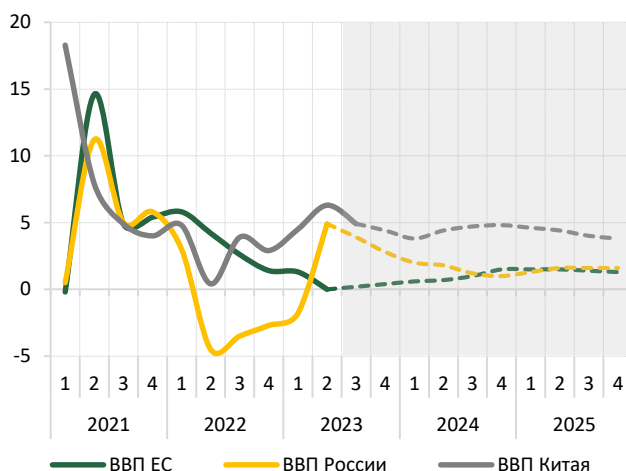
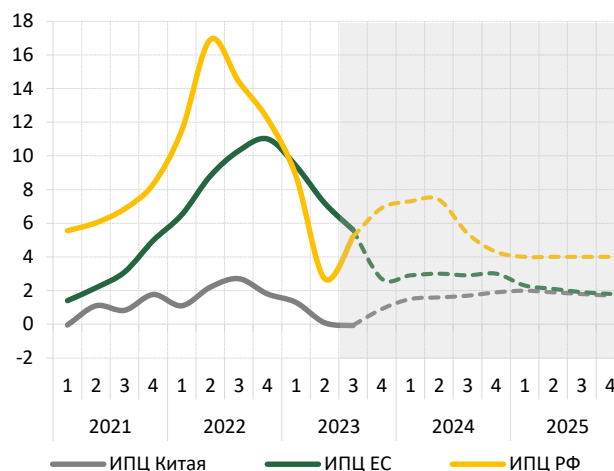


График 2. Инфляция, г/г, %



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

Таблица 1. Предпосылки прогнозов по базовому сценарию

|                         | 2023                | 2024                | 2025                |
|-------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| <b>ВВП, г/г, %</b>      |                     |                     |                     |
| <b>Китай</b>            | <b>5,0</b><br>(5,5) | <b>4,4</b><br>(4,8) | <b>4,2</b><br>(4,6) |
| <b>ЕС</b>               | <b>0,5</b><br>(0,7) | <b>1,0</b><br>(1,3) | <b>1,4</b><br>(1,5) |
| <b>Россия</b>           | <b>2,5</b><br>(2,0) | <b>1,5</b><br>(1,5) | <b>1,5</b><br>(1,5) |
| <b>Инфляция, г/г, %</b> |                     |                     |                     |
| <b>Китай</b>            | <b>0,9</b><br>(1,7) | <b>1,9</b><br>(2,0) | <b>1,7</b><br>(2,2) |
| <b>ЕС</b>               | <b>2,7</b><br>(3,1) | <b>3,0</b><br>(2,7) | <b>1,8</b><br>(2,0) |
| <b>Россия</b>           | <b>6,9</b><br>(5,8) | <b>4,3</b><br>(4,0) | <b>4,0</b><br>(4,0) |

Источник: прогнозы Consensus Ecs, расчеты НБРК

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

Нарастание геополитических рисков в связи с ситуацией на Ближнем Востоке обусловило рост нефтяных котировок выше 80 долл. США за баррель с начала октября текущего года. При этом в среднесрочной перспективе ожидается снижение мировых цен на нефть на фоне увеличения предложения нефти со стороны стран вне ОПЕК+ и более слабого развития мировой экономики.

По сравнению с прошлым прогнозным раундом «Август 2023 года» предпосылки по рынку нефти были немного пересмотрены в сторону повышения в результате высоких текущих цен на нефть. Ожидается, что до конца года котировки нефти стабилизируются на отметке 90 долл. США за баррель. Этому будет способствовать продление сокращения добычи Саудовской Аравией и Россией в размере 1,3 млн. баррелей в сутки до конца текущего года. Таким образом, сформируется незначительный рыночный дефицит в четвертом квартале 2023 года (график 3). В следующем году ожидается постепенное снижение цены на нефть ввиду увеличения добычи странами вне ОПЕК+, а также сокращения спроса на энергоносители, что

связано с перспективами слабых темпов роста мировой экономики. Наряду с этим, согласно оценкам EIA<sup>2</sup>, в США ожидается снижение потребления бензина в 2024 году до минимального за последние два десятилетия уровня, что также обусловит ослабление спроса на нефть (график 4).

График 3. Динамика мирового рынка нефти



Источник: EIA

Принимая во внимание высокую неопределенность на рынке нефти, а также перспективы слабого спроса в следующем году, в рамках базового сценария предполагается снижение цен на нефть марки Brent к концу 2024 года до 80 долл. США за баррель и сохранение на этом уровне в 2025 году. При этом ситуация на Ближнем Востоке выступает существенным фактором неопределенности, в том числе с точки зрения динамики цен на энергоносители. Предпосылки по оптимистичному и пессимистичному сценариям определены на уровне 100 и 60 долл. США за баррель, соответственно (таблица 2).

Таблица 2. Предпосылки прогнозов по цене на нефть

|                                | 2023                   | 2024                   | 2025                    |
|--------------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
| <b>Пессимистичный сценарий</b> | <b>83,0</b><br>(74,9)* | <b>64,6</b><br>(50,9)  | <b>60,0</b><br>(50,0)   |
| <b>Базовый сценарий</b>        | <b>84,0</b><br>(80,0)  | <b>85,0</b><br>(80,0)  | <b>80,0</b><br>(77,3)   |
| <b>Оптимистичный сценарий</b>  | <b>84,3</b><br>(84,2)  | <b>98,4</b><br>(109,0) | <b>100,0</b><br>(110,0) |

Источник: расчеты НБРК

\* — в скобках указан предыдущий прогноз в рамках прогнозного раунда «Август 2023 года»

**Ввиду проблем с логистикой в странах-экспортерах ожидается, что к середине 2024 года мировые цены на зерновые вернутся к уровню начала 2022 года с постепенным замедлением в дальнейшем.**

Индекс ФАО зерновых в годовом выражении продолжает снижаться с марта текущего года, что обусловлено наличием значительного экспортного предложения пшеницы и кукурузы на мировом рынке. Вместе с тем, с конца текущего года до середины 2024 года предполагается рост цен ввиду сокращения поставок из Украины. Наряду с этим, одним из рисков сокращения предложения зерновых на мировом рынке является возможный запрет на вывоз твердых сортов пшеницы из России в первом полугодии 2024 года. Повышательное давление на котировки зерновых могут оказать логистические проблемы в США (на фоне низкого уровня

<sup>2</sup> EIA STEO November 2023 Report

воды на реке Миссисипи). Начиная с середины 2024 года, ожидается постепенное снижение цен на зерновые на фоне увеличения мирового предложения.



Источник: EIA, расчеты НБ РК

## 1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию

Темпы роста ВВП после небольшого замедления к третьему кварталу 2023 года ввиду плохого сбора урожая, быстро вернулись на прежнюю траекторию, и по итогам 10 месяцев 2023 года динамика экономического развития складывалась согласно базовому сценарию НБРК. По прогнозам ВВП составит в 2023 году – 4,2-5,2%, в 2024 году – 3,2-4,2%, в 2025 году – 5,5-6,5% (график 5) (таблица 3).

Риски, связанные с аварией на МАЭК, как и предполагалось ранее, не оказали существенного влияния на производство нефти, и ее добыча складывается согласно ожиданиям НБРК. В условиях повышенного внутреннего спроса продолжается существенный рост сферы производства и услуг. Таким образом, базовый прогноз и предпосылки Национального Банка не изменились, и по итогам года ожидается рост ВВП 4,2-5,2%.

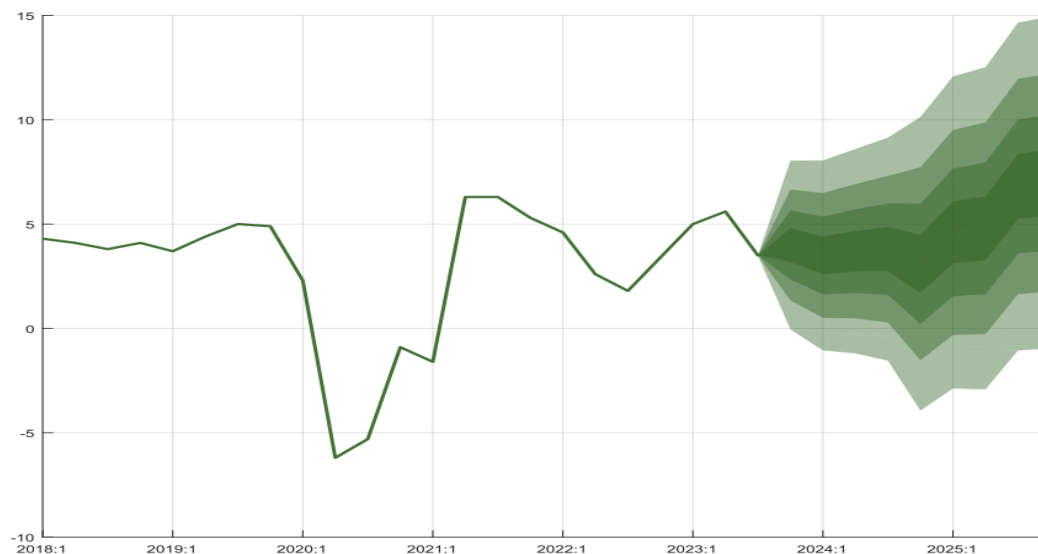
Вместе с тем, прогнозы экономического развития на 2024-2025 годы претерпели значительные изменения, связанные с переносом внедрения проекта ПБР/ПУУД на ТШО на 2025 год. Предпосылка по бюджетному стимулированию осталась прежней, как и ранее ожидается сохранение положительного фискального импульса. Таким образом, в 2024 году ожидается более сдержанный экономический рост с ускорением к 2025 году.

Основной вклад в рост ВВП в 2024 году будет вносить внутренний спрос, поддерживаемый высокими бюджетными расходами. В частности, бюджетное стимулирование будет направлено на строительство объектов образования и инфраструктурные проекты, а также модернизацию объектов ЖКХ. Ожидается продолжение инвестиционных проектов в нефтяном секторе и других отраслях реального сектора экономики ввиду сохранения позитивной динамики спроса. Продолжится социальная направленность фискальной политики, что вместе с ростом реальной заработной платы будет поддерживать потребительский спрос на среднесрочном горизонте. В результате, обновленный прогноз на 2024 год составляет 3,2-4,2%.

В 2025 году бюджетное стимулирование будет несколько ослабевать, однако более сдержанный фискальный импульс будет нивелирован ускорением экспорта ввиду запуска проекта ПБР/ПУУД, что позволит значительно нарастить производство нефти на месторождении ТШО. Поддержку экспорту окажет внешний спрос, который будет оставаться

стабильным на прогнозном горизонте. В результате опережающего роста экспорта над динамикой внутреннего спроса и более умеренного импорта, рост ВВП в 2025 году составит 5,5-6,5%.

График 5. ВВП, г/г, %



Источник: прогноз НБРК

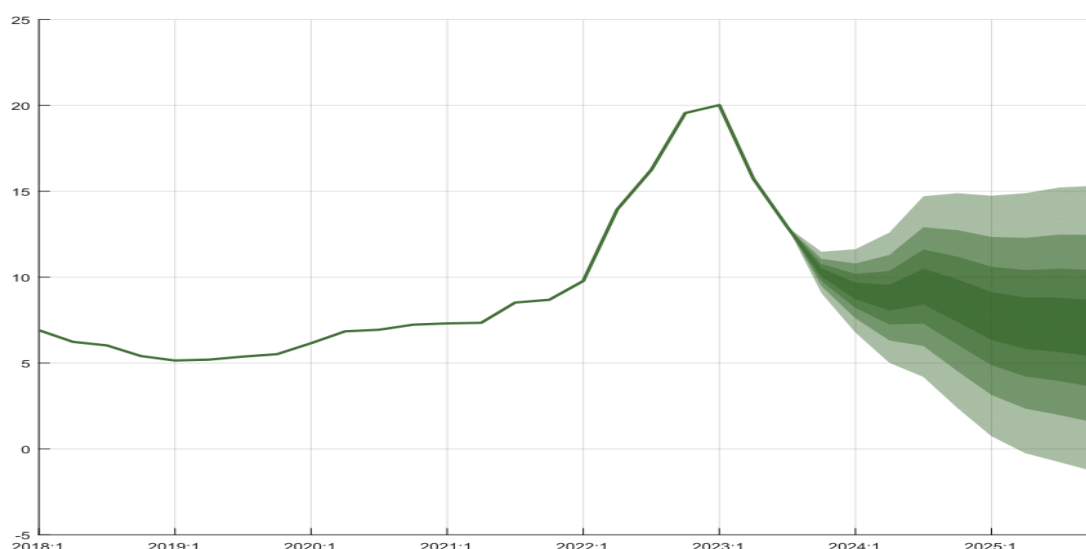
Разрыв выпуска на всем прогнозном горизонте будет сохраняться положительным с постепенным закрытием к концу 2025 года. Положительный разрыв внутреннего спроса будет незначительно сужаться к 2025 году. Импорт, как функция от внутреннего спроса, будет демонстрировать аналогичную динамику. Ожидается околонулевой разрыв экспорта в 2024 году с существенным его ростом к 2025 году. Небольшой положительный разрыв в 2024 году с стремлением к нулю в 2025 году ожидается по потреблению органов государственного управления. В целом разрыв выпуска будет двигаться в сторону закрытия, но медленнее по сравнению с прошлыми прогнозами, ввиду пересмотра динамики экспорта.

**Прогноз инфляции на 2023 год был пересмотрен в сторону снижения ввиду складывающейся более низкой текущей инфляции. В 2024-2025 годы инфляция продолжит замедляться, предпосылки и траектория прогнозной динамики не претерпели существенных изменений. Инфляция в 2023 году составит 9,3-10,3%, в 2024 году – 7,5-9,5%, в 2025 году – 5,5-7,5% (график 6) (таблица 3).**

В конце 2023 года динамика инфляции будет подвержена нескольким важным факторам. Продолжится повышение цен на регулируемые услуги, приводя к ускорению сервисной компоненты инфляции. При этом повышение цен на регулируемую часть сервисной компоненты коснулось только некоторых коммунальных услуг по определенным регионам. Таким образом, накопленный рост цен на регулируемые жилищно-коммунальные услуги с января по октябрь 2023 года составил 11,8%, а вклад в инфляцию – 0,67 п.п., что ниже, чем ожидалось ранее. В ноябре-декабре текущего года рост цен на коммунальные услуги продолжится, но, учитывая складывающуюся более низкую динамику, темпы роста цен на регулируемые услуги и ожидаемый вклад в инфляцию будут ниже, чем ожидалось в рамках прошлого прогнозного раунда.

В то же время на фоне роста реальных доходов населения и соответствующего роста спроса (распродажи и новогодние праздники) в конце текущего года также ожидаются высокие значения месячного роста цен на непродовольственные товары и рыночные услуги.

График 6. Инфляция, г/г, %



Источник: прогноз НБРК

В первой половине 2024 года ожидается более высокая динамика продовольственной инфляции, чем ранее прогнозировалось, что будет связано с последствиями слабого урожая 2023 года в Казахстане и более быстрым ростом индекса цен ФАО на зерновые. Вместе с тем, в дальнейшем по мере постепенной нормализации мировых запасов продовольствия и снижения индекса ФАО вкупе с умеренной динамикой цен отечественных производителей, продовольственная инфляция начнет замедляться быстрее. В структуре ИПЦ сервисная инфляция будет замедляться медленнее остальных компонент, что будет связано с нерегулируемыми услугами, по которым на текущий момент отмечается догоняющий рост цен (с начала 2023 года), а также повышением цен на регулируемые услуги, в связи с продолжением реформ в сфере ЖКУ, которые заложены в прогнозную траекторию сервисной компоненты. Прогноз инфляции также не учитывает обсуждаемое Правительством Республики Казахстан повышение НДС в 2025 году.

В целом годовая инфляция на среднесрочном периоде продолжит замедляться на фоне ограничительного характера денежно-кредитных условий, влекущего за собой стабилизацию инфляционных ожиданий. Постепенное возвращение инфляции в странах – торговых партнерах Казахстана к своим целевым значениям и общий тренд на снижение мировых продовольственных цен также будут способствовать снижению инфляции в Казахстане. При этом, несмотря на вышеперечисленные дезинфляционные факторы, фискальное стимулирование и более слабая динамика реального обменного курса будут сдерживать быстрое возвращение инфляции к своему таргетируемому уровню. Таким образом, инфляция к концу 2024 года сложится в диапазоне **7,5-9,5%** со снижением к концу 2025 года до **5,5-7,5%**.

Таблица 3. Прогнозы по базовому сценарию

|                                                              | 2023                        | 2024                        | 2025                        |
|--------------------------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| <b>ВВП, г/г, %</b>                                           | <b>4,2-5,2</b><br>(4,2-5,2) | <b>3,2-4,2</b><br>(4-5)     | <b>5,5-6,5</b><br>(4-5)     |
| <b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>                  | <b>9,3-10,3</b><br>(10-12)  | <b>7,5-9,5</b><br>(7,5-9,5) | <b>5,5-7,5</b><br>(5,5-7,5) |
| <b>Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год</b> | <b>84</b><br>(80)           | <b>85</b><br>(80)           | <b>80</b><br>(77,3)         |

Источник: прогнозы НБРК

### 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 (таблица 4 (а)) и оптимистичный (таблица (4б)).

При реализации пессимистичного сценария предполагается постепенное снижение цен на нефть до 60 долл. США за баррель и их сохранение на этом уровне до конца 2025 года. Данному сценарию будет соответствовать возможное замедление роста мировой экономики вследствие неблагоприятной геополитической ситуации, прекращение сделки ОПЕК+ касательно добываемых объемов нефти и сильный рост добычи нефти 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. К тому же по мере адаптации экономических агентов к новому уровню цен на нефть и эффекту низкой базы, а также сохранению предпосылки по увеличению добычи нефти на ТШО рост экономики в 2025 году будет приближаться к значениям базового сценария. В результате, темпы роста ВВП составят 4-5% в 2023 году, 2,5-3,5% в 2024 году и 5-6% 2025 году.

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 9,5-10,5%, в 2024 году – 8,5-9,5%, в 2025 году – 6-8%.**

В случае развития мировой экономики по оптимистичному сценарию предполагается, что цены на нефть постепенно повысятся до 100 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 смягчения денежно-кредитных условий ввиду более быстрого замедления инфляции в развитых и развивающихся странах при сохранении умеренной мировой добычи нефти.

Высокие мировые цены на сырье и сильный внешний спрос будут сильнее сказываться на деловой активности в Казахстане, чем при базовом сценарии. **Рост экономики в 2023 году составит 4,5-5,5%, в 2024 году – 3,5-4,5%, в 2025 году – 5,8-6,8%.**

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 9,3-10,3%, в 2024 году – 7-9%, в 2025 году – 5-7%.**

Таблица 4 (а). Прогнозы по пессимистичному сценарию

|                                                                        | 2023                       | 2024                        | 2025                |
|------------------------------------------------------------------------|----------------------------|-----------------------------|---------------------|
| <b>ВВП, г/г, %</b>                                                     | <b>4-5</b><br>(4-5)        | <b>2,5-3,5</b><br>(3,5-4,5) | <b>5-6</b><br>(4-5) |
| <b>ИПЦ, дек. к дек.</b><br><i>предыдущего года, %</i>                  | <b>9,5-10,5</b><br>(12-14) | <b>8,5-9,5</b><br>(9-11)    | <b>6-8</b><br>(7-9) |
| <b>Нефть Brent, в долл. США</b><br><i>за баррель, в среднем за год</i> | <b>83</b>                  | <b>64,6</b>                 | <b>60</b>           |

Таблица 4 (б). Прогнозы по оптимистичному сценарию

|                                                                        | 2023                          | 2024                    | 2025                        |
|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| <b>ВВП, г/г, %</b>                                                     | <b>4,5-5,5</b><br>(4,5-5,5)   | <b>3,5-4,5</b><br>(5-6) | <b>5,8-6,8</b><br>(4,5-5,5) |
| <b>ИПЦ, дек. к дек.</b><br><i>предыдущего года, %</i>                  | <b>9,3-10,3</b><br>(9,5-11,5) | <b>7-9</b><br>(7-9)     | <b>5-7</b><br>(5-7)         |
| <b>Нефть Brent, в долл. США</b><br><i>за баррель, в среднем за год</i> | <b>84,3</b>                   | <b>98,4</b>             | <b>100</b>                  |

Источник: прогнозы НБРК

#### 1.4. Риски в среднесрочной перспективе

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом совокупный баланс рисков за счет роста фискального стимулирования и инфляционных ожиданий смещен в слабо проинфляционную сторону. При этом риски со стороны внешних факторов остаются на прежнем уровне при некотором изменении внутренних факторов (график 7).

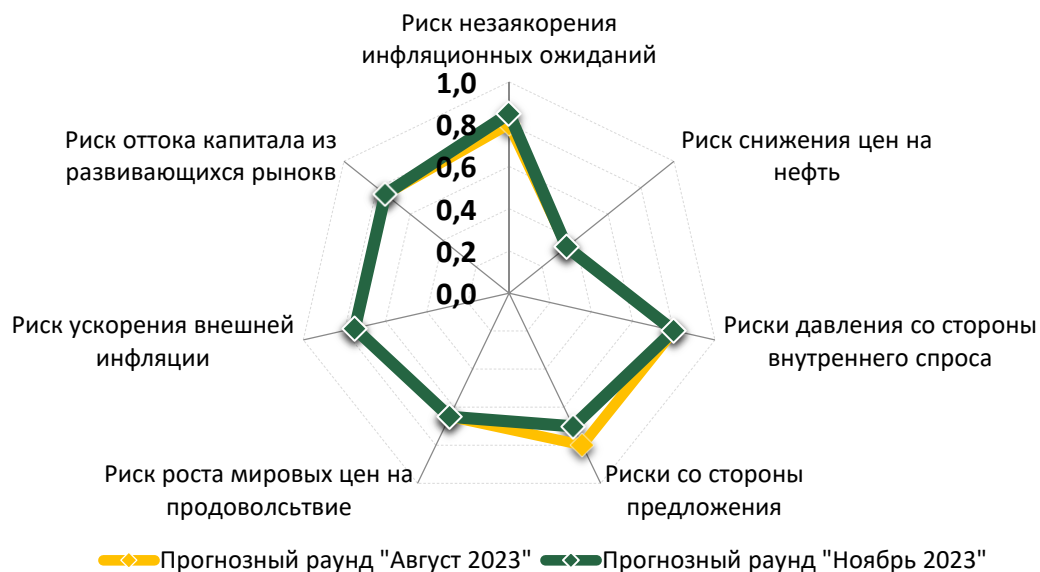
По сравнению с предыдущим прогнозным раундом сохраняется риск импорта высокой мировой продовольственной инфляции вследствие ограничения торговых путей в Черном море, ограничения мировой торговли и возможного снижения мирового урожая. Хотя к данному моменту продолжается тренд на общее снижение цен, возможные ограничения поставок по Черному морю или другим традиционным маршрутам в среднесрочной перспективе могут привести к недостатку продовольствия в мире и соответствующему росту цен. Кроме того, меняющийся климат может стать значимой причиной в снижении урожайности многих сельскохозяйственных культур и обусловить сильный рост цен на продовольствие в мире. Данные внешние факторы риска вместе с последствиями неблагоприятного урожая в Казахстане могут стать причиной значительного роста цен на продовольствие в Казахстане.

По-прежнему остается высоким риск импорта внешней инфляции. Базовая инфляция, отражающая устойчивый рост цен в экономике, во многих странах продолжает находиться выше таргета, что может означать ускорение инфляции в будущем. Кроме того, в России, одном из основных торговых партнеров Казахстана, вследствие недавнего ослабления рубля, превышения внутреннего спроса над предложением в экономике, а также продолжающейся перестройки производственных связей вероятно значительное ускорение инфляции. Однако ужесточение денежно-кредитных условий со стороны ЦБРФ, а также снижение доли России в импорте Казахстана вместе с менее выраженным ростом цен в Китае и ЕС могут ограничить негативные последствия данного фактора.

Остается высоким и 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.

График 7. Карта рисков, основанная на экспертном подходе



Источник: расчеты НБРК

Менее выраженным сохраняется риск значительного падения цен на нефть вследствие превышения предполагаемого спроса на нефть над его предложением, что связано как с действиями ОПЕК+ по сокращению добычи нефти, ростом напряженности на Ближнем Востоке, так и продолжающимся ростом мировой экономики. В то же время, снижение роста мировой экономики на фоне разрыва традиционных торговых связей, нарастания проблем в финансовом секторе могут стать причиной снижения цен на нефть и другие сырьевые товары.

Что касается внутренних факторов риска для инфляции, то изменение их выраженности носит разнонаправленный характер.

Так, несколько снизились, хотя и остаются высокими, риски со стороны факторов предложения. Низкая динамика цен производителей в отраслях сельского хозяйства и обрабатывающей промышленности несколько уменьшают риски роста себестоимости производителей. Тем не менее, действие данных факторов может в дальнейшем развернуться на фоне ожидаемого повышения цен на регулируемые жилищно-коммунальные услуги, увеличения расходов на транспортировку, негативных последствий низкого урожая текущего года.

В то же время повысился риск якорения инфляционных ожиданий на значениях, превышающих таргет по инфляции, что связано с их текущей повышенной динамикой. Несмотря на жесткие монетарные условия, в будущем их приближению к целевой величине может препятствовать адаптивность инфляционных ожиданий и их чувствительность к динамике цен на продовольствие, ГСМ и ЖКУ.

Сохраняется высоким риск инфляционного давления со стороны внутреннего спроса на фоне усиления фискального стимулирования. Учитывая периодический пересмотр в сторону увеличения государственных расходов в предыдущие годы, недостаточную собираемость налогов, отражающую значительный ненефтяной дефицит бюджета, не исключается, что параметры бюджета могут быть дополнительно пересмотрены в сторону расширения расходной части и/или увеличения дефицита бюджета, что может стать дополнительным источником проинфляционного давления в экономике.

Среди рисков прогноза по росту экономики основным и значимым фактором является неопределенность, касающаяся параметров добычи нефти в 2024-2025 годах.

#### 1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса

**Согласно базовому сценарию в среднесрочной перспективе текущий счет платежного баланса будет формироваться в дефицитной зоне. Дефицит текущего счета в 2023-2025 годах будет обусловлен существенными объемами импорта товаров и корректировкой высоких мировых цен 2022 года на сырьевые товары в сторону снижения.**

Ожидаемый переход текущего счета платежного баланса с профицита в размере (+)3,1% к ВВП в 2022 году к дефицитным значениям в размере (-)3,5% к ВВП в 2023 году, (-)2,9% к ВВП в 2024 году и (-)2,1% к ВВП в 2025 году будет следствием следующих факторов (график 8).

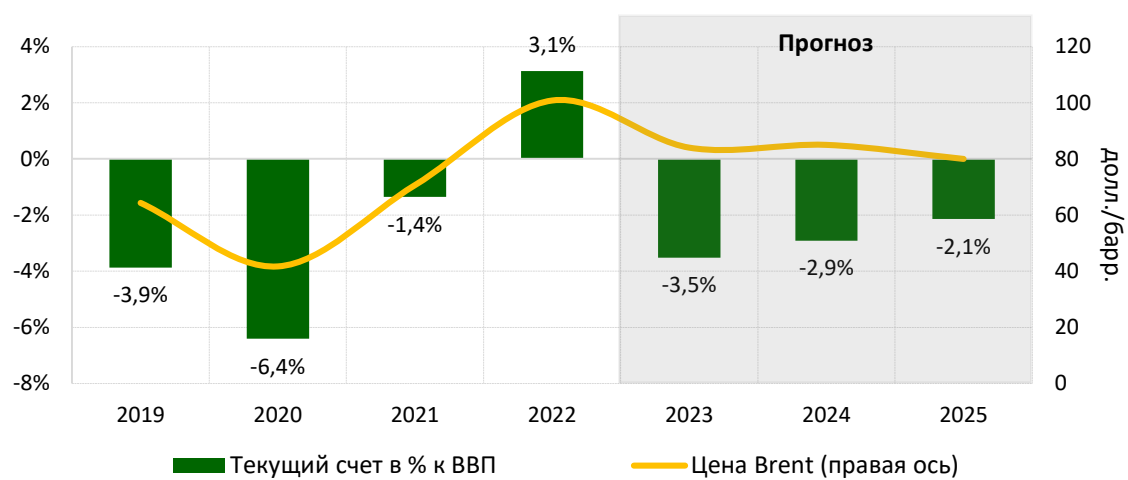
Импорт товаров по методологии платежного баланса на прогнозном горизонте продолжит расти существенно, превысив исторический максимум 2022 года в размере 50,6 млрд долл. США. Рост будет обусловлен недостаточностью объемов внутреннего производства для покрытия растущих потребностей населения и бизнеса, высокой импортной составляющей в казахстанских производственных цепочках, а также реализацией государственных программ и инициатив по поддержке экономики. Устойчивый спрос на импортные поставки будет финансироваться фискальными расходами, а также личными и заемными средствами населения и бизнеса.

Экспорт товаров по методологии платежного баланса на прогнозном горизонте продолжит характеризоваться значительной подверженностью к колебаниям мировых цен на сырьевые товары. Поддержку экспорту будут оказывать относительно стабильные объемы добычи нефти, сценарный рост цен на уран, планы по наращиванию его производства и внедрение новых мощностей по производству ферросплавов. Тем не менее, на экспорт будут оказывать давление постепенное сценарное снижение цен на нефть до 80 долларов США за баррель до 2025 года, перенаправление газа на внутреннее потребление и сценарная корректировка высоких цен 2022 года на такие товарные группы как черные и цветные металлы, газ, уголь, зерновые и готовые нефтепродукты.

Дефицит баланса доходов будет оставаться на высоких уровнях ввиду существенной доли иностранного участия в сырьевом секторе экономики. Кроме того, начисленные проценты к выплате достигнут исторического максимума в 2023 году и начнут снижаться с 2024 года вследствие постепенного смягчения денежно-кредитной политики крупными центральными банками.

Дефицит баланса услуг на прогнозном горизонте увеличится вследствие превышения темпов роста импорта услуг над их экспортом. Экспорт услуг будет расти за счет поездок ввиду роста количества въехавших иностранных граждан, а также умеренного роста транспортных услуг по мере увеличения поставок товаров через территорию Казахстана. В свою очередь, импорт услуг вырастет за счет роста фрахта ввиду нарастающих объемов импорта товаров и увеличения турпотока за границу в связи с вводом безвизового режима с рядом стран и популяризацией туристических путевок в рассрочку.

График 8. Текущий счет платежного баланса



Источник: прогноз НБРК.



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



**ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ  
ПОЛИТИКА**

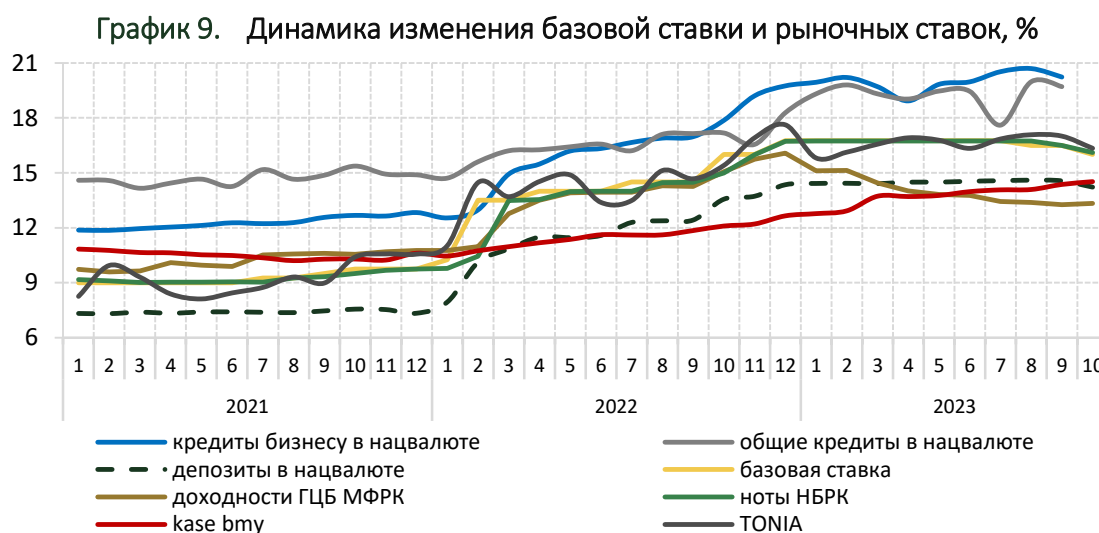
## II. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

### 2.1. Денежно-кредитные условия

В условиях снижения базовой ставки стоимость финансовых активов постепенно снижается. Средневзвешенная доходность размещенных ГЦБ МФ РК в октябре 2023 года снизилась на 11 б.п. по сравнению с июльским значением и сформировалась на 2,7 п.п. ниже базовой ставки. Доходность выпущенных нот НБРК снизилась с 16,74% в июле до 16,12% в октябре.

Средневзвешенные ставки по депозитам в национальной валюте сократились с 14,6% до 14,2%. При этом средневзвешенная ставка по кредитам в национальной валюте демонстрировала небольшой рост: с 19,5% в июне до 19,7% в сентябре, в т.ч. ставка по кредитам бизнесу – с 20,0% до 20,2%.

Индекс доходности корпоративных облигаций (KASE\_BMY) вырос с 14,08% в июле до 14,53% в октябре. Спред между ставкой TONIA и общей ставкой по тенговым вкладам снизился с 228 б.п. в июле до 213 б.п. в октябре.



Источник: НБРК, КФБ

### 2.2. Денежное предложение

Темп роста денежного предложения в августе-октябре 2023 продолжил замедляться в годовом выражении. При этом, кредитный и фискальный каналы продолжили вносить положительный вклад в увеличение денежной массы. Денежная база в октябре продолжила сжиматься в годовом выражении.

Рост денежной массы продолжил замедляться, в октябре 2023 темп роста г/г составил 6,8%. Общий объем денежного предложения в октябре составил 35,6 трлн тенге (график 10). Замедление темпов роста произошло из-за ухода положительного вклада внешних активов.

При этом расширение кредитного и фискального канала продолжают поддерживать рост денежной массы. Кредитный канал внес вклад в рост денежной массы в большей степени за счет кредитования населения (вклад 11,7 п.п.) и в меньшей степени бизнеса (вклад 2,3 п.п.), фискальный канал (вклад 4,7 п.п.) – вследствие роста выпуска ГЦБ Правительством.

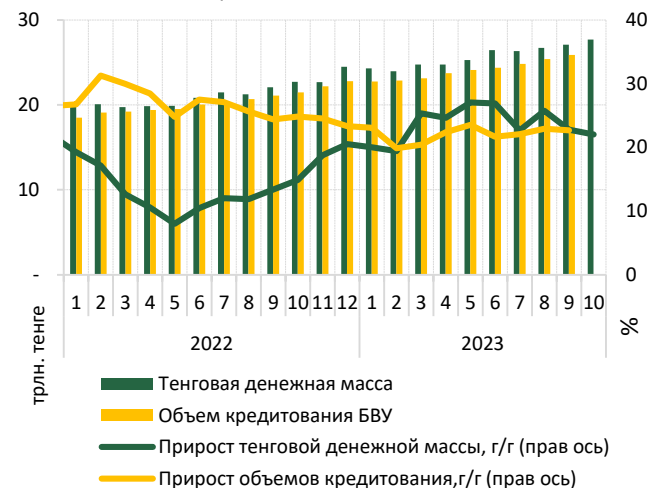
Несмотря на замедление темпов роста денежной массы, годовой рост тенговой массы продолжает оставаться высоким, в октябре рост составил 22,1% г/г (график 11). Вместе с тем, по состоянию на июнь 2023 года сохранились опережающие темпы роста тенговой денежной массы над темпами роста номинального ВВП на 5,9 п.п. (увеличение тенговой денежной массы г/г – 26,9%, номинального ВВП – 21%).

Денежная база в октябре г/г сжалась на 22,3%. Этому способствовало преимущественно увеличение средств на счетах Правительства. В структуре денежной базы в октябре г/г наблюдалось значительное снижение объемов депозитов банков в НБРК на 40%, в то время как по наличным деньгам сохранился положительный рост на 5%.

График 10. Денежная масса, г/г, %



График 11. Тенговая денежная масса и объемы кредитования БВУ



Источник: НБРК

### 2.3. Денежный рынок

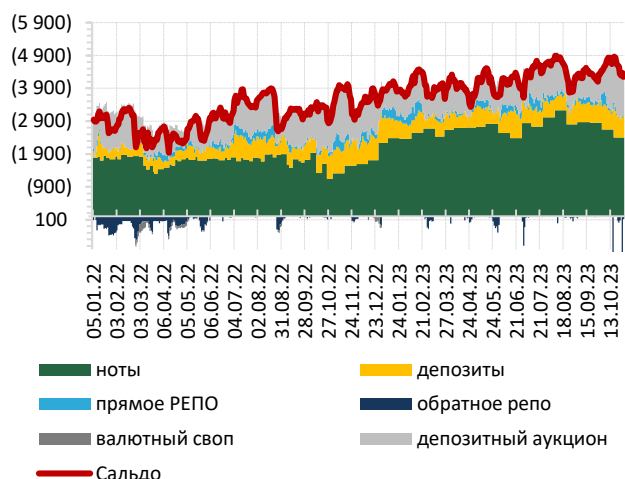
**В октябре 2023 года сальдо открытой позиции (профицит ликвидности) составило 4,3 трлн тенге. Ставки денежного рынка в августе-октябре формировались около базовой ставки за исключением отдельных периодов в октябре 2023.**

По состоянию на конец октября 2023 сальдо по операциям НБРК выросло на 43,4% г/г. Основной объем ликвидности в среднем за август-октябрь изымался нотами в размере 2,8 трлн. тенге, депозитными аукционами – 1 трлн. тенге и депозитами – 0,6 трлн. тенге (график 12).

**Ставка денежного рынка TONIA в августе и сентябре формировалась преимущественно около базовой ставки.**

В октябре ставка TONIA демонстрировала повышенную волатильность. В первой декаде октября TONIA снижалась до нижней границы коридора в связи с ростом ликвидности у участников рынка, и повышалась ближе к концу октября в связи с налоговыми выплатами. Среднее значение TONIA за август-октябрь составило 16,8% (график 13). Спред между TONIA и базовой ставкой в среднем за август-октябрь 2023 года сложился на уровне 0,3 п.п.

График 12. Открытая позиция по операциям Национального Банка, млрд. тенге



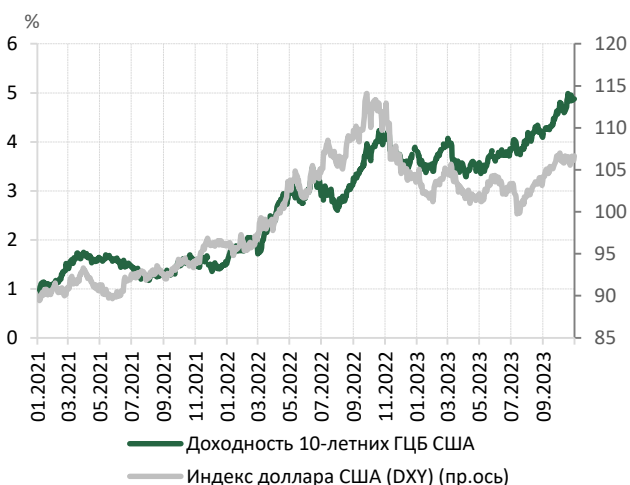
Источник: НБРК

## 2.4. Валютный рынок

В августе-октябре 2023 года обменный курс тенге ослаб на 5,3% до 469,6 тенге за долл. США. Этому способствовали глобальное укрепление доллара США на фоне сохранения жесткой риторики ФРС США, рост сезонного спроса со стороны импортеров, отмена нормы обязательной продажи валютной выручки квазигосударственного сектора с августа т.г., а также снижение Национальным Банком базовой ставки.

Учитывая нахождение инфляции выше таргета, по итогам двух заседаний в сентябре и ноябре т.г. ФРС США сохранил ключевую ставку на уровне 5,25-5,5% и выразил необходимость сохранения ставок на высоком уровне в течение длительного времени с допущением будущего повышения. На этом фоне наблюдалось ухудшение глобального риск-сентимента. Доходности казначейских облигаций США за август-октябрь выросли с 4% до 4,9% и достигли многолетних пиков, вызвав отток капитала из рискованных активов (график 14).

График 14. Доходность 10-летних ГЦБ США, индекс доллара США



Источник: Refinitiv

Ввиду жесткой риторики ФРС глобальный индекс доллара США DXY за август-октябрь вырос на 4,7% (график 14), при этом индекс валют развивающихся стран снизился на 1,9% (график

График 13. Коридор процентных ставок и ставка TONIA

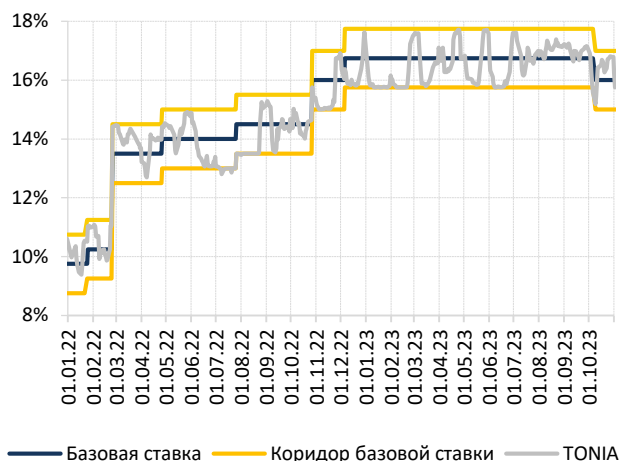
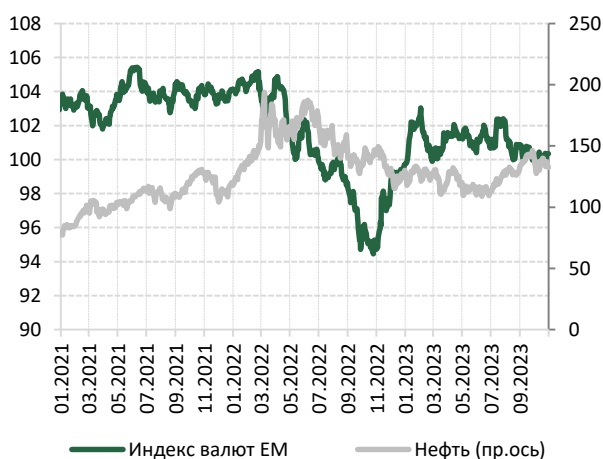


График 15. Динамика индекса валют ЕМ, стоимости нефти (31.12.2019г.=100)



15). Банк Англии, ЕЦБ и Банк Швейцарии также сохранили процентные ставки без изменений – на уровне 5,25%, 4,5% и 1,75%, соответственно.

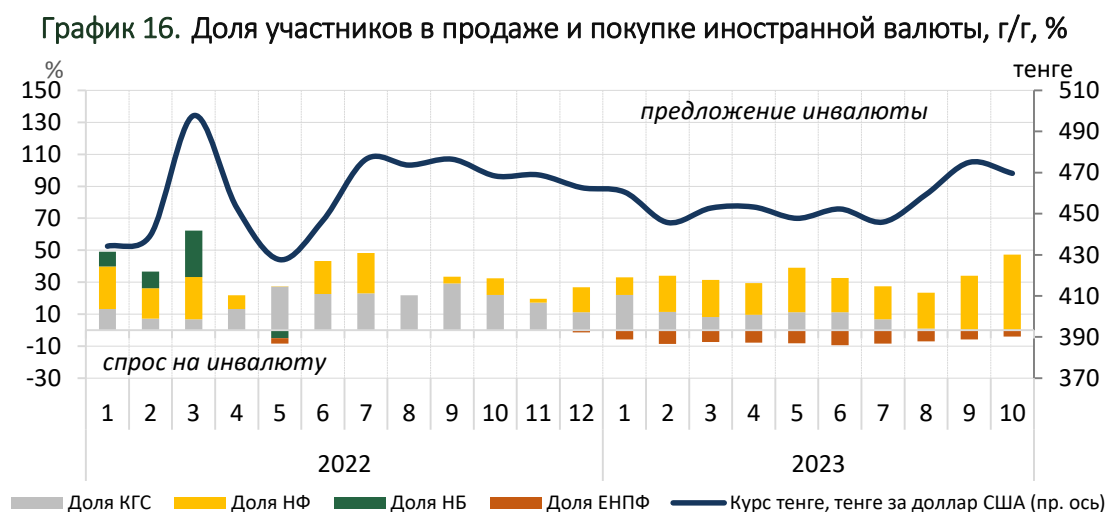
Поддержку тенге оказывали нефтяные котировки, которые по итогам августа-октября 2023 года выросли на 2,2% с 85,6 до 87,4 долл. США за баррель<sup>3</sup> (график 15). На внутреннем валютном рынке в августе-октябре 2023 года наблюдалась повышенная волатильность обменного курса, связанная с сезонным ростом спроса импортеров в рамках активного освоения бюджетных средств, приостановлением действия нормы обязательной продажи валютной выручки КГС и снижением базовой ставки Национальным Банком суммарно на 75 б.п. с 16,75% до 16%.

В результате, по итогам августа-октября 2023 года обменный курс тенге ослаб на 5,3% с 445,9 до 469,6 тенге за долл. США. Диапазон колебаний обменного курса в августе-октябре расширился до 444-482 тенге за доллар США (в мае-июле 2023 года диапазон составлял 441-454 тенге за доллар США) (график 16).

Среднедневной объем биржевых торгов в августе-октябре 2023 года вырос в 1,5 раза г/г и составил 157,83 млн долл. США (в мае-июле 2023 года – 138,3 млн долл. США, в августе-октябре 2022 года – 102,6 млн долл. США).

Снижение обменного курса частично нивелировалось продажей из Национального фонда в рамках обеспечения трансферта в бюджет<sup>4</sup>. Их доля участия в среднем за август-октябрь составила 34,5% от общего объема торгов (график 16).

В течение августа-октября операции Национального Банка, включая продажи из Национального фонда и покупки в целях поддержания валютной доли пенсионных активов ЕНПФ на уровне 30%, осуществлялись в соответствии с заранее объявленными объемами. Объем покупки иностранной валюты для ЕНПФ в августе-октябре составил 572 млн долл. США или 5,7% от общего объема торгов (график 16). При этом валютные интервенции в августе-октябре не проводились.



## 2.5. Фондовый рынок

**В августе-октябре 2023 года объем размещений ГЦБ МФ РК на первичном рынке снизился после рекордных размещений во 2 квартале т.г. При этом на вторичном рынке объем торгов остается на высоком уровне.**

Несмотря на смягчение денежно-кредитных условий, значительного изменения безрисковой кривой доходности на краткосрочном сегменте не наблюдалось. На фоне ожиданий по дальнейшему смягчению монетарной политики она сохраняет «инвертированную» (обратную) форму.

Доходности на среднесрочном (от 1 до 5 лет) и долгосрочном сегментах (5 лет и выше) незначительно увеличились. Так, по состоянию на конец октября т.г. доходности ГЦБ в отрезке от 1 года до 5 лет выросли в среднем на 19 б.п. относительно конца июля т.г., от 6 лет и выше – на 28 б.п. (график 17).

По состоянию на 1 ноября 2023 года государственный долг (торгуемый на KASE) снизился за последние три месяца на 500,2 млрд тенге и составил 24,9 трлн. тенге. Такая динамика частично связана со снижением размещений ГЦБ МФ РК в августе-октябре т.г. (график 18). За 10 месяцев 2023 года после рекордных объемов привлечения в июне т.г. Министерство финансов Республики Казахстан опережает свой график по выпуску ценных бумаг на 44,6 млрд. тенге.

График 17. Безрисковая кривая доходности, %

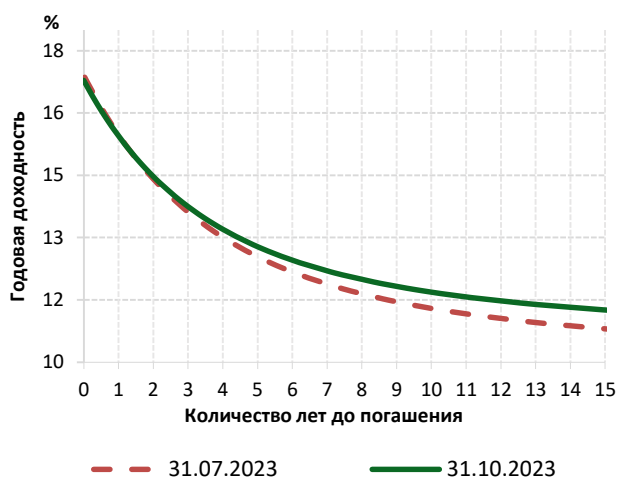
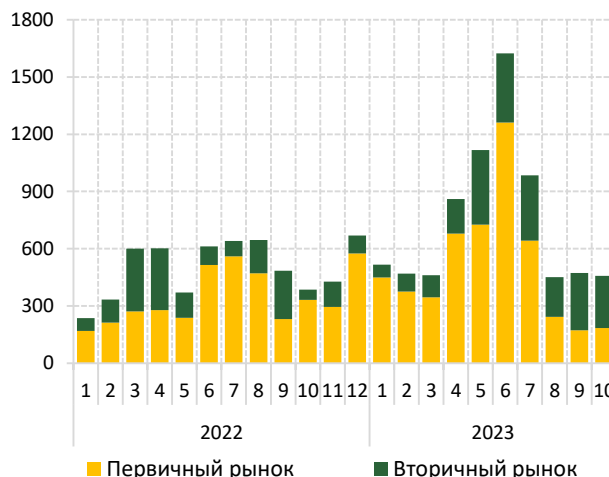


График 18. Объем сделок на рынке ГЦБ, млрд тенге



Источник: КФБ

Доля владения ГЦБ нерезидентами незначительно снизилась с 2,6% в июле до 2,4% в октябре. Инвестиции нерезидентов в ГЦБ МФ РК сохранились на уровне выше 400 млрд тенге, тогда как в нотах НБРК – снизились с 106,4 млрд тенге в июле до 70,5 млрд тенге в октябре (график 19).

Основной объем размещений на первичном рынке ГЦБ за период август-октябрь пришелся на сегмент от 1 года до 5 лет в размере 270,5 млрд с доходностью в диапазоне 13,29%-14,28%. Также были размещены долгосрочные бумаги со сроком от 5 до 9 лет в размере 195,1 млрд тенге с доходностью 12,5%-13,2%, от 10 лет – 65,5 млрд тенге с доходностью 11,7%-12,15%. Объем краткосрочных государственных ценных бумаг МФ РК составил 36,2 млрд тенге (график 20).

График 19. Объемы владения ГЦБ нерезидентами, млрд тенге

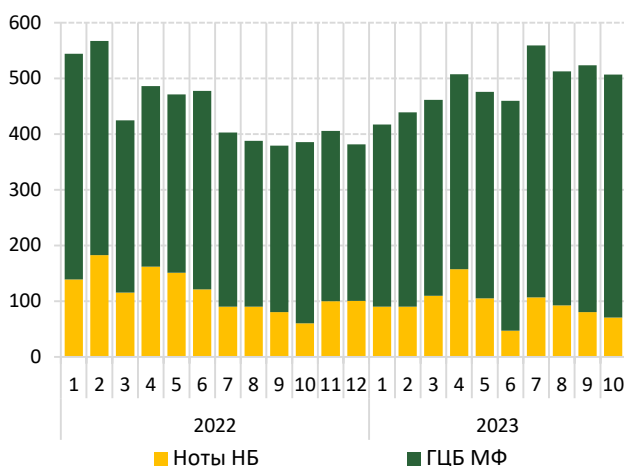
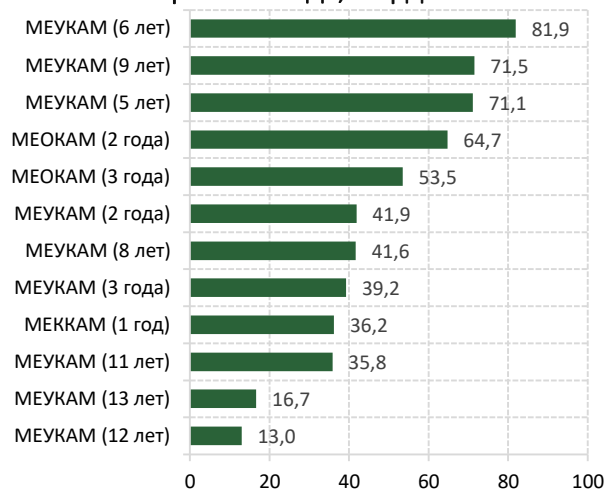


График 20. Размещенные ГЦБ МФ в разрезе сроков до погашения за август-октябрь 2023 года, млрд тенге



Источник: КФБ

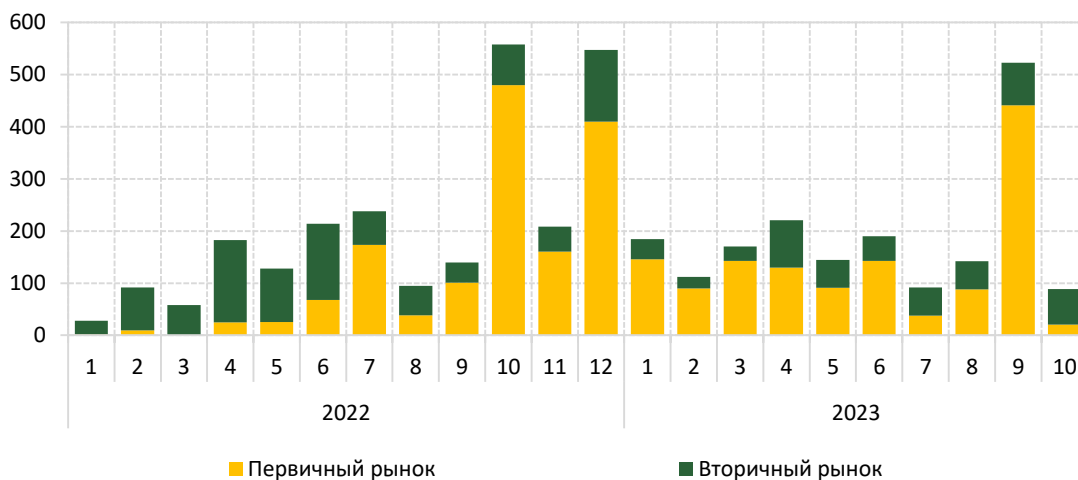
За август-октябрь наиболее активными игроками на первичном рынке были банки с долей около 50% от общего объема торгов, доля других институциональных инвесторов – около 35%. При этом доля банков с начала года незначительно снизилась.

На вторичном рынке основными игроками были банки и прочие юридические лица (их доля составила свыше 80%). Также на вторичном рынке выросла доля участия нерезидентов с 4,9% в мае-июле до 14,2% в августе-октябре т.г.

Индекс доходности корпоративных облигаций (KASE\_BMY) с начала 2023 года вырос на 187 б.п., с июля – на 45 б.п. до 14,53 пунктов.

В августе-октябре объем торгов на рынке корпоративных облигаций кв/кв увеличился на 76,7%. Резкий рост торгов связан с размещением 4 облигаций АО «Береке Банк» в сентябре т.г. Объем сделок на первичном рынке вырос в два раза, тогда как на вторичном рынке – на 31,7% (график 21).

График 21. Объем сделок на рынке корпоративных облигаций, млрд. тенге

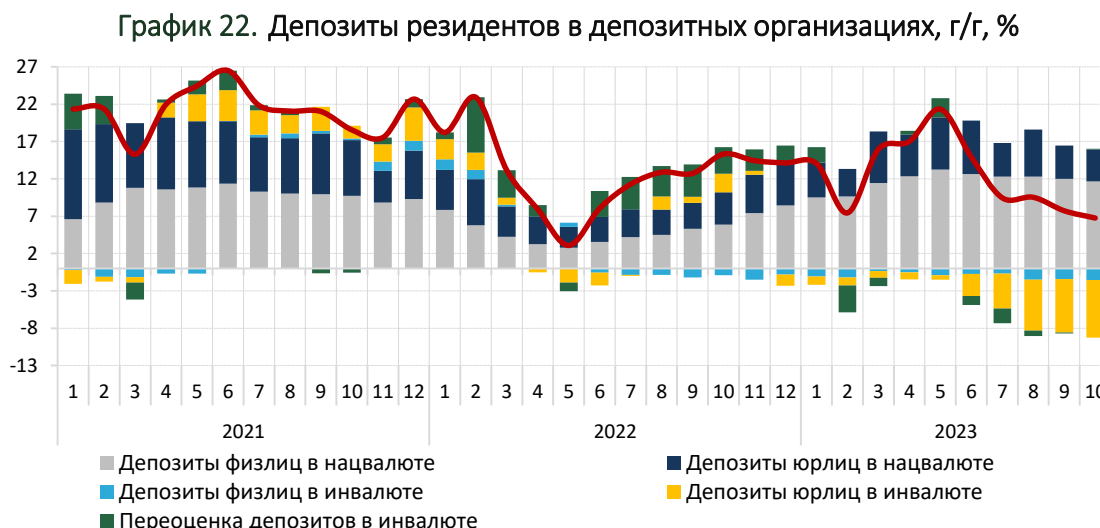


Источник: КФБ

## 2.6. Депозитный рынок

**В октябре 2023 года общий объем депозитов продолжил годовой рост за счет увеличения вкладов в национальной валюте. Вклады в иностранной валюте значительно снизились в основном за счет оттока валютных вкладов юридических лиц.**

В октябре 2023 года годовой рост общего уровня депозитов составил 6,8% (в октябре 2022 года – 15,3%) (график 22). В структуре депозитов увеличились тенговые вклады, валютные – продемонстрировали снижение.



Источник: НБРК

Депозиты в национальной валюте в октябре выросли на 24,7% г/г как за счет вкладов физических лиц (рост на 35,8%), так и вкладов юридических лиц (на 13,4%). Росту тенговых вкладов физических лиц способствовали сохраняющийся высокий дифференциал ставок между тенговыми и валютными депозитами.

Депозиты в иностранной валюте снизились на 26,0% г/г (в валютном эквиваленте общее снижение составило 26,2%). За год наблюдалось снижение валютных вкладов юридических лиц на 36,9%, физических лиц – на 10,4%. На снижение валютных вкладов оказывает влияние как низкий размер ставок по валютным депозитам, так и относительно высокие ставки по тенговым инструментам, что приводит к частичному перевороту в тенговые активы, а также предпочтение вкладчиками других видов финансовых инструментов инвестирования и сбережения средств.

В структуре депозитов населения (с учетом нерезидентов) значительная часть тенговой депозитной базы по итогам октября приходилась на несрочные вклады<sup>5</sup> – 56,8% (в октябре 2022г. – 52,5%), доля сберегательных вкладов по сравнению с прошлым годом увеличилась до 10,6% (в октябре 2022г. – 9,9%). Годовой рост по объемам несрочных вкладов в тенге составил 48,3% г/г. Значительный рост также демонстрируют сберегательные вклады (46,5%г/г).

**Общая долларизация в банковской системе продолжила снижение до минимального значения за последние 16 лет ввиду сокращения долларизации по вкладам как юридических, так и физических лиц (минимум за более чем 25 лет).**

В октябре 2023 года продолжилась тенденция снижения долларизации депозитов до 24,5% (в июле 2023 года – 25,6%) (график 23).

<sup>5</sup> Согласно методике КФГД по определению и установлению максимальных ставок по депозитам физических лиц

Долларизация вкладов юридических лиц снизилась кв/кв с 27,1% в июле до 26,5% в октябре 2023 года, физических лиц – с 24,4% до 22,8%, достигнув минимума за более чем 25 лет (график 23). Стоит отметить, что снижение долларизации сопровождалось как нетто-притоком новых тенговых вкладов, так и нетто-оттоком валютных вкладов (график 24).

Долларизация вкладов физических лиц (с учетом нерезидентов) снизилась практически по всем сегментам в разрезе сумм.

График 23. Долларизация депозитов, %

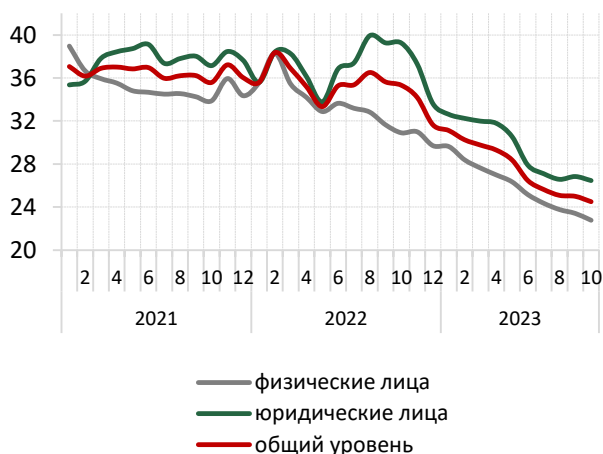


График 24. Факторы, влияющие на изменение долларизации в банковской системе, м/м, %



Источник: НБРК

Стоит отметить, что наряду с ростом депозитов физических лиц наблюдается рост доли сберегающего населения<sup>6</sup> с минимального значения в июне 2022 года – с 15,6% до 20,5% по итогам октября.

### Ставки по депозитам продемонстрировали разнонаправленную динамику.

На фоне снижения базовой ставки рыночные ставки (по данным денежно-кредитной статистики) по вкладам юридических лиц в тенге в октябре по сравнению с июлем снизились по вкладам со сроком до 1 месяца (доля – 85,4% от всех срочных тенговых вкладов юридических лиц) на 0,44 п.п. до 14,3%, со сроком от 3 месяцев до 1 года (доля – 10,1%) до 13,9%. Ставки по долгосрочным вкладам со сроком от 1 года до 5 лет (доля – 2,2%) увеличились до 14,3% (график 25).

Ставки по вкладам физических лиц со сроком до 1 месяца (доля – 16,7% от всех срочных тенговых вкладов физических лиц) за аналогичный период продемонстрировали снижение – до 14,2% в октябре 2023 года, ставки по вкладам от 3 месяцев до 1 года (доля – 33,3%) незначительно выросли до 14,3%, по вкладам со сроком от 1 года до 5 лет (доля – 45,6%) практически не изменились и составили 14,1% (график 26).

<sup>6</sup> В соответствии с результатами опроса по инфляционным ожиданиям

График 25. Ставки по депозитам юридических лиц, %

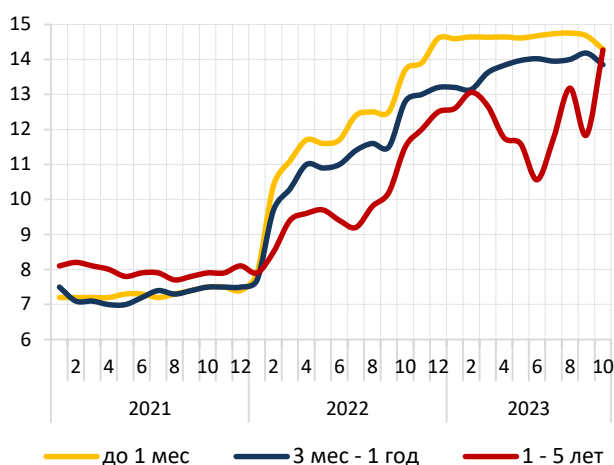
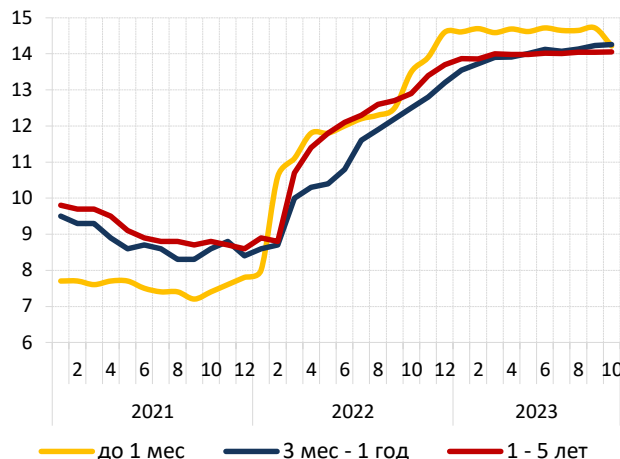


График 26. Ставки по вкладам физических лиц, %



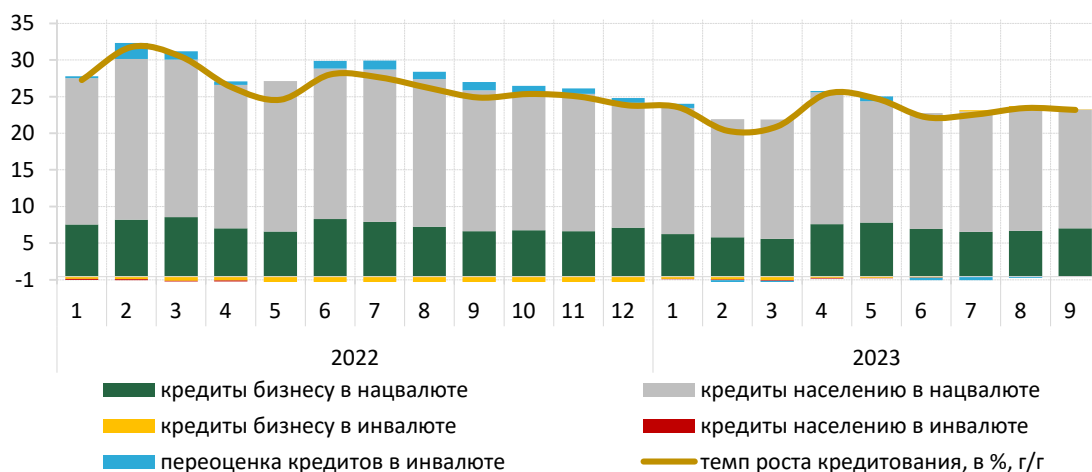
Источник: НБРК

## 2.7. Кредитный рынок

**Кредитование БВУ экономики (остатки) увеличилось в третьем квартале 2023 года на фоне сохранения высоких темпов роста кредитов населению и ускорения роста кредитов бизнесу.**

Годовой рост кредитов БВУ экономике (остатки) незначительно ускорился с 21,7% в июне до 22,7% в сентябре (график 27). Кредиты населению продолжали вносить основной вклад в рост общего кредитования. Вклад бизнеса в рост общих объемов кредитования также был значительным ввиду активного роста кредитов малому бизнесу.

График 27. Кредиты экономике от БВУ (остаток), г/г, %



Источник: НБРК

**Вопреки замедлению темпов прироста в третьем квартале, кредиты населению продолжают оставаться основным драйвером роста общего кредитования. В структуре кредитования населения наблюдается существенное замедление темпов роста ипотеки на фоне нормализации спроса на рынке недвижимости и текущих денежно-кредитных условий. Потребительское кредитование продолжает демонстрировать ускорение роста ввиду широкого распространения рассрочек.**

Рост кредитов населению (остатки) в годовом выражении замедлился с 28,2% в июне до 28,0% в сентябре, в основном, за счет снижения темпов прироста ипотеки — с 27,7% до 21,2% (график

28). При этом выдача новых ипотечных кредитов за 9 месяцев 2023 года уменьшилась на 15,7% г/г (график 29).

График 28. Кредиты населению от БВУ (остаток), г/г, %

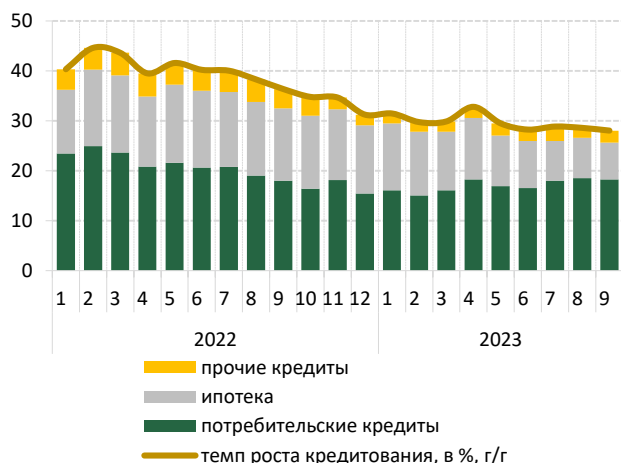
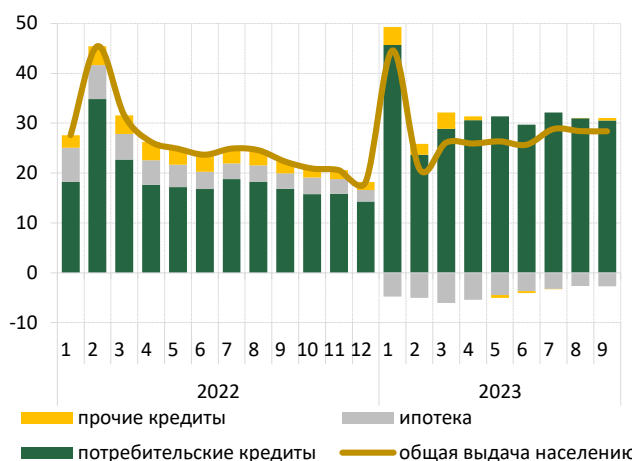


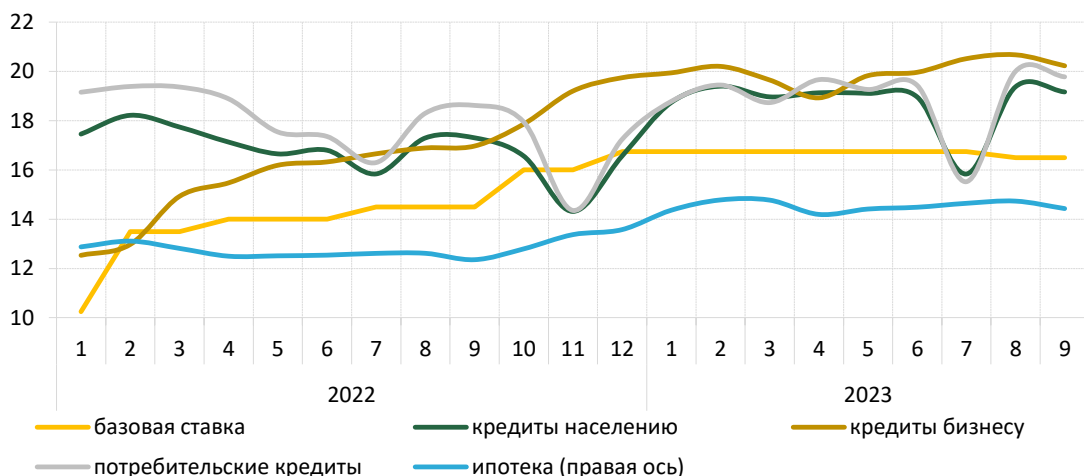
График 29. Новые выданные кредиты населению от БВУ, г/г, %, накоплено с начала года



Источник: НБРК

Замедление ипотечного кредитования наблюдается на фоне действующих с начала текущего года лимитов по программе «7-20-25», ранее реализованного существенного спроса на жилую недвижимость, а также текущих денежно-кредитных условий. В то же время ставка по ипотечным кредитам снизилась незначительно с 10,6% в июне до 10,5% в сентябре (график 30).

График 30. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

Рост портфеля потребительского кредитования ускорился с 28,0% в июне до 31,1% в сентябре (график 28). Широкое распространение рассрочек и высокие инфляционные ожидания продолжали стимулировать рост потребительских кредитов в третьем квартале. Средневзвешенная ставка по потребительским кредитам повысилась с 19,4% в июне до 19,8% в сентябре (график 30).

**Кредиты бизнесу выросли, главным образом, за счет динамичного роста кредитования малого предпринимательства. В разрезе видов экономической деятельности рост кредитов зафиксирован во всех отраслях, кроме связи и строительства.**

Рост кредитов бизнесу (остатки) в годовом выражении ускорился с 13,4% в июне до 15,4% в сентябре (график 31). При этом рост зафиксирован во всех основных отраслях, кроме связи (-8,3%) и строительства (-3,9%). Кредиты субъектам промышленности и торговли, на которых приходится основная доля кредитов бизнесу, выросли за год на 8,2% и 27,0%, соответственно.

Годовой рост кредитования бизнеса (остатки) продолжил оставаться на двузначном уровне прежде всего за счет кредитов малому предпринимательству. В частности, динамично растут кредиты индивидуальным предпринимателям – рост за год на 62,1% в сентябре. Выдача новых кредитов индивидуальному предпринимательству за 9 месяцев 2023 года по сравнению с аналогичным периодом 2022 года увеличилась на 99,4%, остальным субъектам малого бизнеса (за исключением ИП) – на 47,5% (график 32).

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

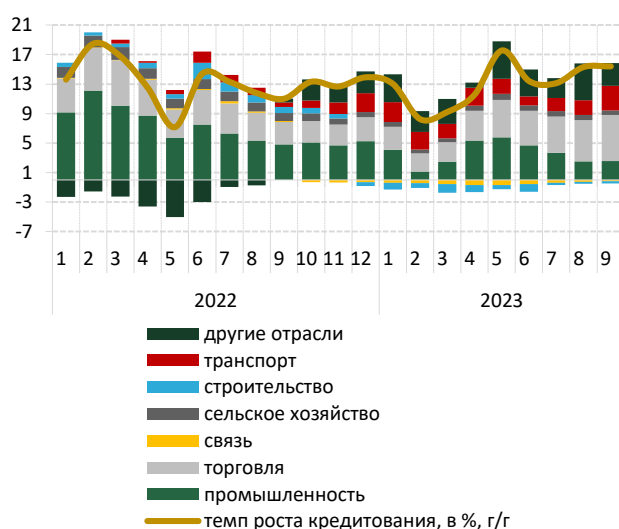


График 32. Новые выданные кредиты бизнесу от БВУ, г/г, %, накоплено с начала года



Источник: НБРК

В сентябре остаток задолженности по кредитам субъектам крупного и среднего бизнеса увеличился на 6,8% и 9,0% г/г, соответственно. Выдача новых кредитов субъектам среднего предпринимательства за 9 месяцев 2023 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросла на 17,9%, крупного предпринимательства уменьшилась на 6,4%. При этом в сентябре произошло ускорение темпов роста выдачи новых кредитов крупному и среднему бизнесу на 27,0% и 22,7% г/г, соответственно.

**По итогам третьего квартала ценовые условия кредитования значительно не изменились.**

Наблюдался рост ставок по кредитам бизнесу в разрезе субъектов предпринимательства по среднему и малому бизнесу – с 18,4% в июне до 19,7% в сентябре т.г. и с 21,4% до 21,9%, соответственно. По кредитам крупному бизнесу ставка практически не изменилась по сравнению с июнем, находясь на том же уровне в 18,9%.

Кредиты экономике в расширенном определении с начала года увеличились на 10,1% до 31,9 трлн. тенге по состоянию на 1 сентября т.г. За аналогичный период кредиты бизнесу (нефинансовые юридические лица и ИП, получившие кредиты на бизнес-цели) увеличились на 4,6%, тогда как кредиты населению выросли на 15,7%. Кредиты банковского сектора по состоянию на 1 октября 2023 года выросли на 19,6% г/г, при этом кредиты Банка развития Казахстана снизились на 12,3%, кредиты БВУ увеличились на 22,7%.

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

Банковское кредитование представляет собой ключевой элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики государств с преобладающей долей банковского кредитования в источниках финансирования экономики. Действие канала банковского кредитования неразрывно связано с каналом процентных ставок. В соответствии с экономической теорией предполагается наличие отрицательной зависимости кредитной активности в экономике от рыночных процентных ставок. При ужесточении монетарной политики под влиянием роста рыночных ставок происходит сокращение спроса на кредитные ресурсы ввиду снижения их привлекательности и доступности. В случае смягчения денежно-кредитных условий происходит расширение кредитования экономики под влиянием повышения привлекательности заемных средств.

В рамках анализа эффективности канала банковского кредитования в Казахстане проведена оценка трансмиссии средневзвешенных ставок по кредитам бизнесу и населению (отдельно для ипотеки и потребительского кредитования) на объемы выдачи новых кредитов банками второго уровня. Анализ проводился посредством применения моделей векторной авторегрессии с использованием месячных данных в период инфляционного таргетирования – с начала 2016 года по июль 2023 года. Для повышения структурности модели в качестве эндогенных переменных наряду с процентными ставками и объемами выдачи кредитов дополнительно были включены изменение обменного курса тенге к доллару США, месячная сезонно скорректированная инфляция и краткосрочный экономический индикатор.

**1. Кредиты населению.** В рамках анализа функционирования канала банковского кредитования была рассмотрена трансмиссия процентных ставок по кредитам населению в разрезе двух основных направлений кредитования: потребительские кредиты и ипотечные займы.

Для получения более реалистичного эффекта из ряда данных в оценке потребительского кредитования были исключены займы одного крупного банка второго уровня, специализирующегося на потребительском кредитовании ввиду высокой доли в его портфеле рассрочек, вызывающих существенные искажения в общей стоимости кредитования БВУ.

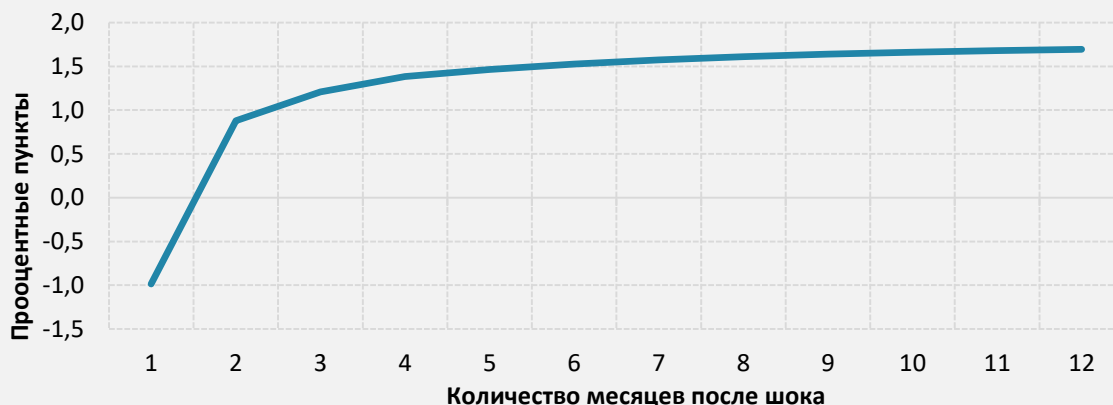
При оценке стоимости ипотеки, выданной на рыночных условиях, из ряда данных были исключены займы специализированного банка с участием государства, реализующего систему жилищных строительных сбережений. Динамика его ставок в целом не отражает изменение базовой ставки и ставок на денежном рынке.

**1.1. Потребительские кредиты.** Результаты моделирования шока процентных ставок подтверждают наличие краткосрочного эффекта ставок на объемы выдачи потребительских кредитов с дальнейшим ослаблением влияния. Импульсные отклики показывают, что повышение средневзвешенной ставки на 1 п.п. приводит к снижению объемов выдачи новых кредитов лишь на первом периоде (месяце) шока – на 0,99 п.п. в период инфляционного таргетирования (график 1). В последующие периоды эффект шока нивелируется - аккумулированные импульсные отклики переходят в положительную зону, что противоречит теоретическому функционированию трансмиссионного механизма. Данные несоответствия могут быть связаны с высоким влиянием экономических, социальных и психологических факторов на спрос населения на потребительские кредиты. Категории населения с низкими доходами сохраняют высокий спрос на кредитные ресурсы вне зависимости от экономической ситуации, особенно в условиях сильного роста инфляционных ожиданий. В то же время для категории населения с более высоким уровнем доходов наиболее рациональным является приумножение свободных денежных средств на депозитах и одновременное приобретение товаров в рассрочку (по статистике относится к потребительским кредитам). Такое поведение потенциальных заемщиков как с низкими, так и высокими доходами наиболее рационально в условиях высоких инфляционных ожиданий и текущей инфляции. Более того, широкое распространение рассрочек отражает массовую цифровизацию банковских услуг, существенное повышение доступности в получении кредитов и является структурным сдвигом в потреблении банковских услуг.

Стоит отметить, что несмотря на исключение одного банка, на результаты трансмиссии могло повлиять сохранение рассрочек (кредитов с нулевыми ставками) в кредитах отдельных банков, которые

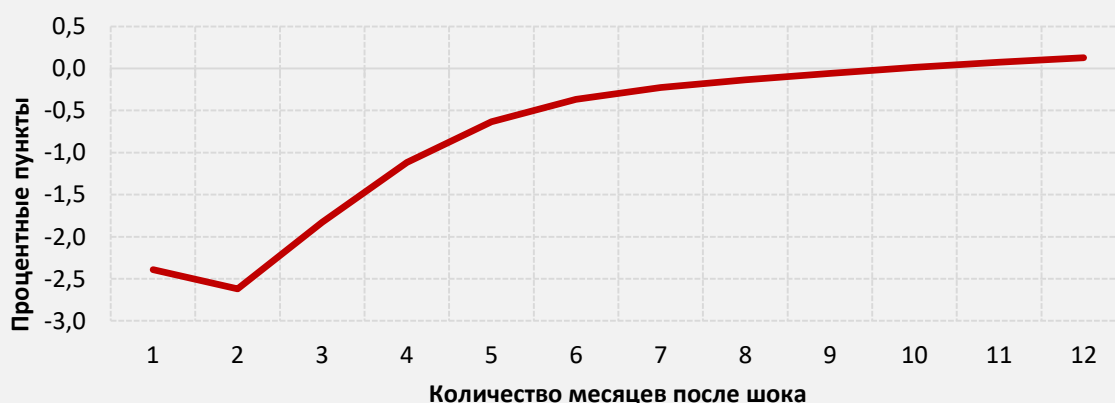
взвешиваются для получения средневзвешенной ставки, рассматриваемой в модельных оценках. Таким образом с учетом рассрочек общая ставка потребительского кредитования всех БВУ складывается ниже по сравнению со ставками классических потребительских кредитов, не являющихся рассрочками.

**График 1. Накопленные импульсные отклики объемов выдачи потребительских кредитов на 1п.п. шок соответствующей процентной ставки**



**1.2. Ипотечные займы.** В период инфляционного таргетирования количественная оценка канала банковского кредитования по направлению ипотечных займов указывает на наличие сильного краткосрочного эффекта ипотечных ставок на объемы выдачи ипотеки. Так, шок повышения средневзвешенной ставки на 1 п.п. приводит во втором периоде к снижению темпов изменения объемов выдачи ипотеки на **2,62 п.п.** (график 2). В последующие периоды эффект процентного шока снижается и на десятом периоде накопленные импульсные отклики переходят в положительную зону, что противоречит теоретическому влиянию в рамках трансмиссионного механизма. Подобное влияние ставки на объемы ипотечного кредитования вероятно связано с присутствием льготных программ ипотеки со ставками значительно ниже рыночных уровней (7-20-25, Баспана Хит и т.д.) и дискреционными решениями, существенно влияющими на ипотечный рынок (пример: изъятие средств из ЕНПФ) и снижающими эффективность проводимой денежно-кредитной политики.

**График 2. Накопленные импульсные отклики объемов выдачи ипотечных кредитов на 1п.п. шок соответствующей процентной ставки**



Стоит отметить, что повышение базовой ставки и ставок денежного-рынка происходит в период ускорения инфляции и роста инфляционных ожиданий. На этом фоне ставка по льготным программам остается неизменной в номинальном выражении, однако реальная ставка становится значительно ниже значения до ускорения инфляции, и дифференциал между рыночной ипотечной ставкой и льготной расширяется. В этих условиях на фоне повышения инфляционных ожиданий спрос на ипотечные льготные программы усиливается, тем самым еще сильнее снижая общее влияние ипотечных ставок на темпы роста ипотечного кредитования. В целом эффект ипотечных ставок на объемы ипотечного кредитования является значимым.

**2. Кредиты бизнесу.** Воздействие процентных ставок по кредитам бизнесу на объемы кредитования были рассмотрены в разрезе субъектов предпринимательства (средний и крупный бизнес суммарно, малый бизнес), а также по срочности (краткосрочные – со сроком до одного года и долгосрочные кредиты – со сроком более одного года).

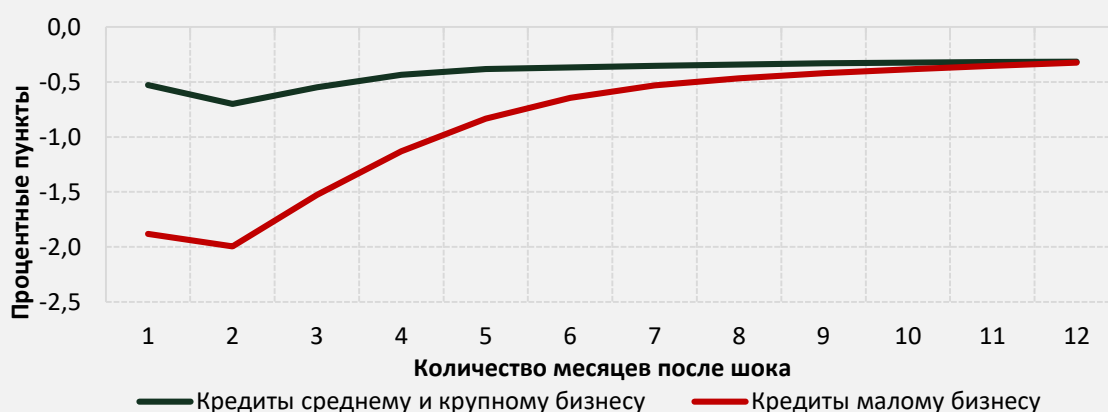
**2.1. В разрезе субъектов предпринимательства.** Импульсные отклики показывают наиболее сильный эффект по кредитам малому бизнесу во втором периоде: в ответ на положительный шок процентной ставки в размере 1 п.п. темпы роста кредитования малого предпринимательства снижаются на **2,0 п.п.**, однако с третьего месяца влияние шока начинает ослабевать (график 3).

Кредитование крупного и среднего бизнеса по сравнению с малым бизнесом реагирует в меньшей мере на шок изменения процентных ставок: 1 п.п. шок ставки приводит к снижению темпов роста выдачи кредитов на **0,7 п.п.** (рисунок 3).

Стоит отметить, что в период до инфляционного таргетирования с 2010 по 2015 гг. основная доля выдачи (в среднем 80%) приходилась на средний и крупный бизнес, при этом доля выданных кредитов малому бизнесу существенно выросла с начала пандемии более чем в 2 раза (с 21% в декабре 2019 года до 47% в июле 2023г.).

Таким образом, значительное влияние изменения ставки на выдачу кредитов бизнесу отмечается в первые два периода после шока, далее накопленный эффект постепенно снижается, при этом продолжая находиться в отрицательной зоне.

**График 3. Накопленные импульсные отклики объемов выдачи кредитов субъектам бизнеса на 1п.п. шок соответствующей процентной ставки**



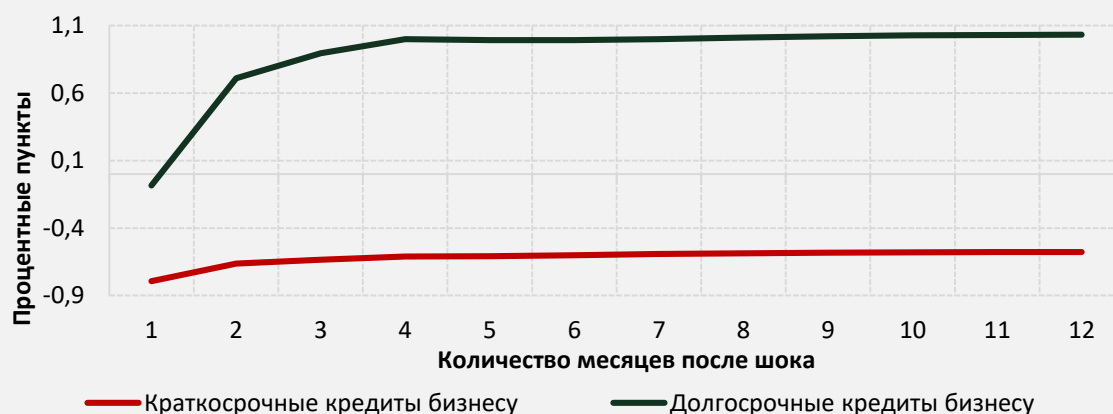
**2.2. В разрезе сроков.** Краткосрочные кредиты, которые составляют более половины всех выданных кредитов (56,3% в июле 2023г., в декабре 2022 гг. – 71,5%) показывают более высокое воздействие ставки на изменение выдачи кредитов. Рост процентной ставки на 1 п.п. приводит к снижению объемов выдачи краткосрочных кредитов на **0,8 п.п.** через один месяц. Далее происходит постепенное ослабление эффекта до 0,6 п.п. через четыре месяца (рисунок 4). При разделении краткосрочных займов бизнесу по субъектам предпринимательства более заметным эффект переноса складывается по краткосрочным кредитам малому бизнесу – рост ставки на 1 п.п. приводит к снижению объемов кредитования на **2,7 п.п.** с дальнейшим постепенным снижением эффекта и нахождением в отрицательной зоне.

По **долгосрочным кредитам** эффект от изменения ставки оказывает влияние на изменение объемов только на начальном этапе (снижение темпов изменения на 0,1п.п. в первый месяц после шока), с дальнейшим переходом в положительную зону (рисунок 4). То есть после роста ставок происходило увеличение объемов кредитования. Полученные результаты вероятно связаны с преобладанием долгосрочных кредитов в государственных программах субсидирования ставок по кредитам по аналогии с ипотечным кредитованием. Как правило, такие программы (по линии «ДАМУ», поддержки агробизнесу, ЭПВ и др.) направлены на стимулирование долгосрочного кредитования.

**Справочно.** Доля государственного финансирования экономики является очень высокой, способствует замещению БВУ в кредитовании экономики и смещать рыночное финансирование. За 2015-2019 годы в рамках

различных программ развития и поддержки экономики было выделено 6 трлн. тенге, из которых 5,4 трлн. тенге или 93% были направлены на финансовую поддержку через инструменты субсидирования, гарантирования и другие механизмы. Через субсидирование было профинансировано договоров на сумму 4,3 трлн. тенге.

**График 4. Накопленные импульсные отклики объемов выдачи кредитов субъектам бизнеса по срокам на 1% шок соответствующей процентной ставки**



С учетом вышеотмеченного, ставки по кредитам населению (потребительские и ипотечные кредиты) и бизнесу оказывают корректное с точки зрения направленности влияние на выдачу новых кредитов в течение двух месяцев после шока. При этом, влияние соответствующих ставок на ипотечное кредитование является более выраженными по сравнению с потребительским кредитованием.

Более существенный отрицательный эффект на положительный 1п.п. шок прослеживается по краткосрочным кредитам, а также кредитам малому бизнесу. Основными факторами, ослабляющими трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, вероятно являются высокая доля государственных программ с льготными ставками, отдельные дискреционные решения, стимулирующие спрос на отдельных рынках кредитования (пример: изъятие средств из ЕНПФ), незаякоренные инфляционные ожидания населения, структурный сдвиг в цифровизации предоставления банковских кредитов (массовое развитие рассрочек) и т.д.



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ  
УСЛОВИЯ**

### III. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

#### 3.1. Внешний сектор

**Под влиянием жесткой монетарной политики рост цен во многих странах продолжает замедляться, однако, несмотря на это, инфляция все еще остается выше целевых значений.**

Потребительская инфляция в странах продолжает постепенно замедляться. Однако, базовая инфляция остается заметно выше целевых значений (график 33). Показатели сезонно очищенной аннуализированной инфляции в большинстве стран также превышают целевые значения инфляции и свидетельствует о сохранении инфляционного давления (график 34).

В странах - торговых партнерах Казахстана инфляционный фон складывается разнонаправленно. В ЕС инфляция остается существенно выше таргета. В России отмечается ускорение инфляционных процессов в условиях расширения внутреннего спроса и некоторого ослабления курса рубля. В Китае после незначительного роста цен в августе и неизменности в сентябре в октябре текущего года снова наблюдается дефляция.

График 33. Динамика базовой инфляции, г/г

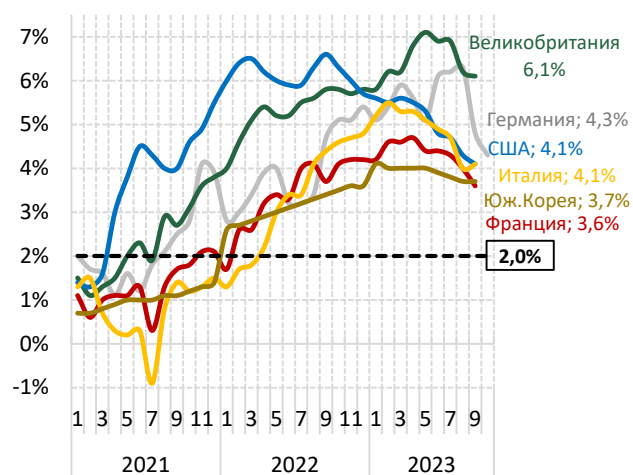
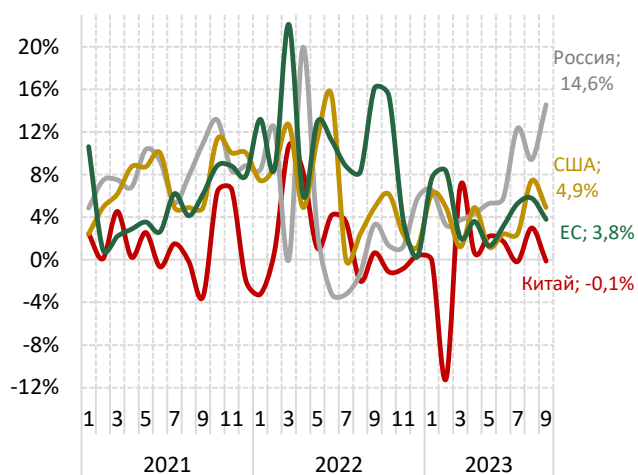


График 34. Аннуализированная сезонно-очищенная инфляция, м/м



Источник: национальные службы статистики, расчеты НБРК

**Глобальная деловая активность в промышленности в условиях проведения центральными банками жесткой монетарной политики остается слабой, в сервисах тренд на замедление сохраняется.**

В октябре 2023 года глобальная деловая активность в промышленности продолжила характеризоваться слабой динамикой (график 35). Объемы производства и новых экспортных заказов продолжают снижаться. Наиболее низкие показатели промышленности сохраняются в европейских странах, в том числе в Германии, Франции, Италии. При этом, рост промышленности зафиксирован в США, Индии и Таиланде. Расширение деловой активности в промышленности также отмечается в России, показатели PMI демонстрируют максимальные значения с 2017 года. Более слабый внешний спрос привел к снижению деловой активности в промышленности в Китае (график 36).

Объемы сектора услуг после резкого роста в первой половине года продолжают замедляться. Отмечается замедление темпов роста объемов производства, а также новых экспортных заказов. Основными факторами замедления услуг выступили более слабый спрос в условиях проведения жесткой монетарной политики многими центральными банками, а также рост неопределенности.

График 35. Глобальная деловая активность\*

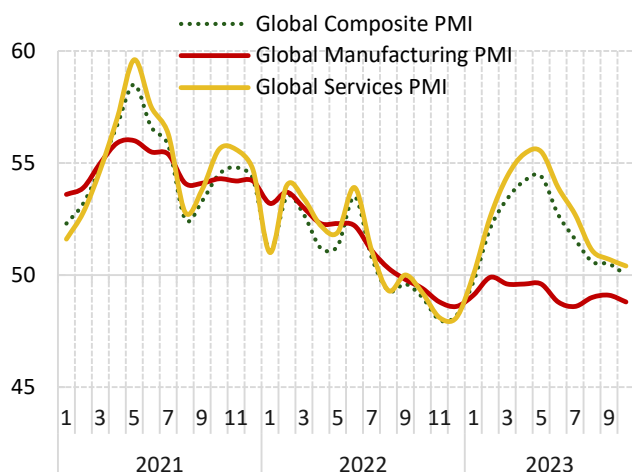
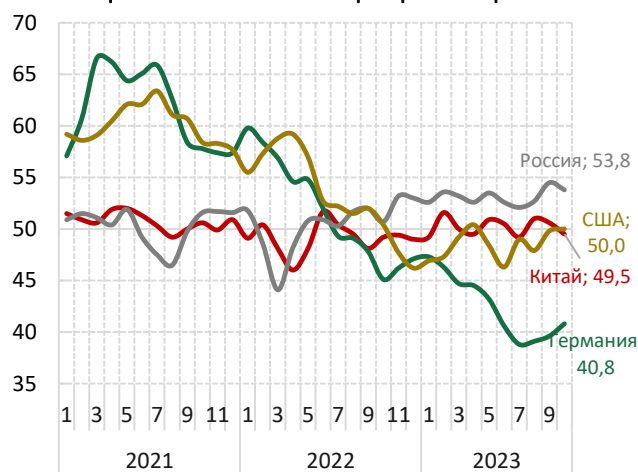


График 36. Глобальная деловая активность в промышленности в разрезе стран



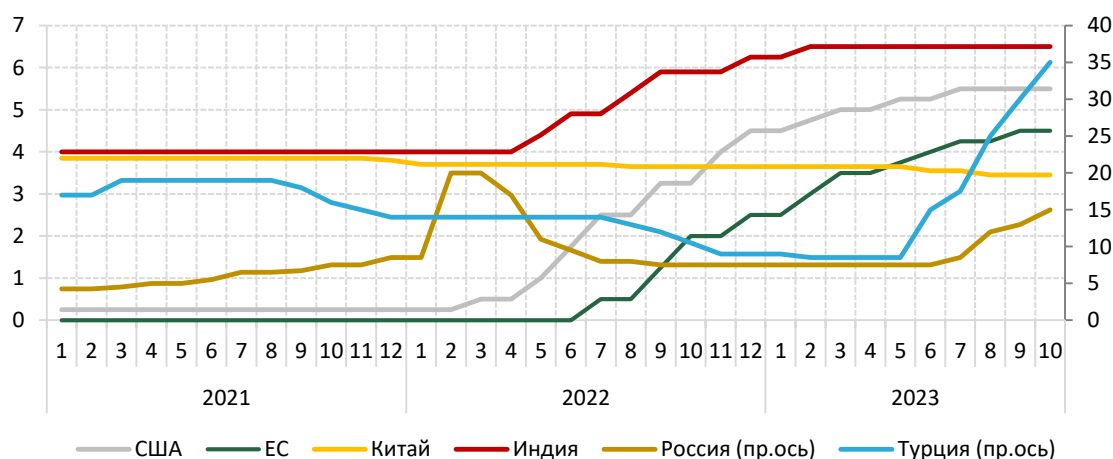
Источник: PMI by S&P Global

\* Значение индекса больше 50 означает рост показателя, меньше 50 — его снижение, равно 50 — его неизменность

**ФРС США и многие другие крупные центральные банки продолжают проводить жесткую монетарную политику в целях снижения инфляции до целевых значений.**

По итогам октября 2023 года в развитых странах ключевые ставки оставлены на прежних уровнях. Между тем, риторика центральных банков в виду сохраняющейся высокой инфляции по-прежнему остается жесткой. Более того, ФРС США не исключает еще одного повышения ставки в ближайшей перспективе в целях снижения инфляции и некоторого охлаждения потребительской и деловой активности в стране. ЕЦБ намерен продолжать политику жесткой монетарной политики. ЦБ РФ на октябрьском заседании повысил ставку на 200 б.п. до 15,0% годовых, а также не исключил, что монетарная политика останется жесткой еще продолжительное время. В свою очередь, Народный Банк Китая после снижения ключевой ставки в августе текущего года сохранил ставку на уровне 3,45% годовых (график 37).

График 37. Ключевые ставки, г/г, %

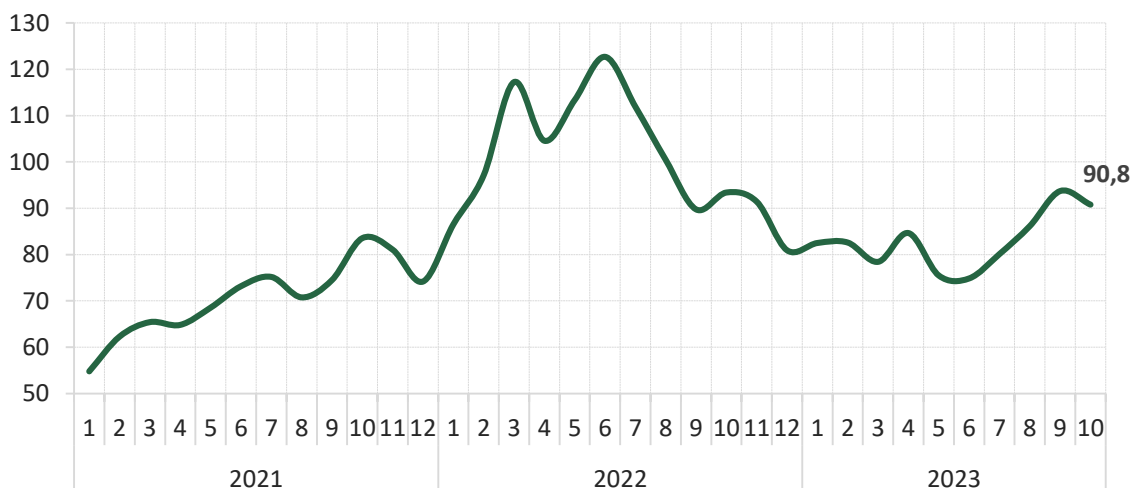


Источник: Refinitive

**В третьем квартале текущего года на мировом рынке нефти преобладал повышательный тренд ввиду продления добровольного сокращения добычи нефти странами ОПЕК+. Другим фактором роста нефтяных котировок была неопределенность относительно военных действий на Ближнем Востоке.**

С конца прошлого прогнозного раунда «Август 2023 года» мировая цена на нефть марки Brent характеризовалась повышенной динамикой. В июле-октябре 2023 года наблюдалось повышение котировок нефти с 80 долл. США за баррель в среднем в июле до 90 долл. США за баррель в среднем в октябре 2023 года (график 38). Данная ценовая динамика была обусловлена сокращением предложения нефти со стороны Саудовской Аравии и России, а также более умеренным спросом на нефть со стороны крупных стран-импортеров, в том числе США и Китая. Однако стоит отметить, что в октябре текущего года цены на нефть марки Brent немного снизились ввиду ослабления опасений касательно военного конфликта на Ближнем Востоке, а также более слабых показателей развития экономики Китая.

График 38. Динамика цен на нефть марки Brent, \$/баррель



Источник: EIA

#### Бокс 2. Нестандартные вызовы для центральных банков в условиях беспрецедентной неопределенности<sup>7</sup> (2020-2022 годы)

В 2020-2022 центральные банки многих стран столкнулись с беспрецедентными и нестандартными вызовами и кризисами, потенциальное влияние на экономику и инфляционные процессы которых в полной мере не было изучено. Первичная «диагностика» экономики определила политику в пользу сдерживания влияния шоков на экономическую активность путем фискального и монетарного стимулирования. Вместе с тем, сбои в цепочках поставок с одновременным масштабным стимулированием спроса привели к тому, что центральные банки мира не смогли «справиться» с резким ускорением инфляции в период пандемии.

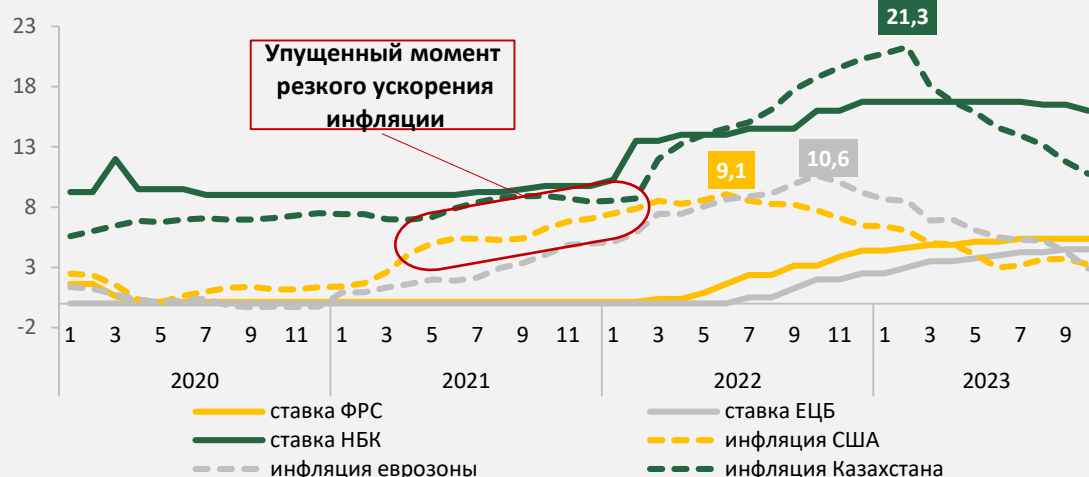
В 2021 году, когда глобальная инфляция резко выросла и приблизилась к «тревожным» по мнению МВФ<sup>8</sup> уровням, многие ведущие центральные банки и эксперты восприняли это как временное явление и ожидали прекращения влияния факторов, вызвавших временный всплеск. Длительная «вера» в кратковременность роста инфляции привела к тому, что ФРС США приступила к ужесточению монетарной политики только в марте 2022 года, когда годовая инфляция достигла 6,6%, а ЕЦБ – в июле 2022 года, когда рост потребительных цен в еврозоне разошелся до 9,1% при цели по инфляции в 2%.

Цикл повышения базовых ставок крупнейшими центральными банками мира в 2022 году стал рекордным за последние 20 лет. Так, ставка ФРС за 2022 год возросла с 0,25-0,5% до 4,25-4,5% (график 1). В условиях ужесточения денежно-кредитной политики центральными банками инфляция начала снижаться с конца 2022 года в мире, при этом ее базовый уровень до настоящего времени все еще остается высоким.

<sup>7</sup> <https://econs.online/articles/monetarnaya-politika/pochemu-tsentrubanki-upustili-inflyatsiyu-4-versii/>

<sup>8</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>

График 1. Динамика базовой ставки и годовой инфляции, %



Источник: Reuters

Более подробные причины допущения такого всплеска инфляции и почему центральные банки своевременно не приняли меры анализируются ведущими экспертами и финансовыми регуляторами. В публикации Банка международных расчетов (BIS)<sup>9</sup> на примере ФРС США и ЕЦБ приведены четыре возможные причины несвоевременной реакции центральных банков на рост инфляции в 2021-2022 годах и что из этого следует:

### 1. Ошибка в диагностике сильных шоков

Рост инфляции в 2021 году после 25 лет ценовой стабильности и пост-пандемического восстановления экономики не был очевидным и казался временным. Ужесточение ДКП считалось излишним, а инфляция выше таргета - не критичной и временной. Выбор в пользу сохранения стимулирующих денежно-кредитных условий был сделан в условиях большой неопределенности в отношении того, каково состояние экономики в реальном времени, а также каковы характер и устойчивость шоков, влияющих на инфляцию. Среди этих проинфляционных шоков можно выделить три из них, которые реализовались за короткий промежуток времени и были недооценены центральными банками при сохранении мягкой ДКП

➤ Произошло **быстрое восстановление в результате беспрецедентных монетарных и фискальных стимулов**, которые из-за недоступности товаров и услуг, сначала направились в сбережения, а позже привели к росту отложенных расходов. Между минимумом во втором квартале 2020 года и концом 2021 года реальный ВВП резко вырос – на 14,9% в США и на 17,5% в еврозоне. За аналогичный период времени уровень безработицы в США снизился более чем на 10 п.п. с 14,7% до 4,2% на конец 2021 года<sup>10</sup>.

➤ **Шок на стороне предложения** усилил рыночную власть производителей и привел к меньшему выпуску по сравнению с потенциальным уровнем. В разное время в течение 2021 года наблюдалась перегруженность морских портов, нехватка мощностей для производства микросхем, а глобальные цепочки добавленной стоимости нарушались, поскольку новые волны пандемии приводили к введению ограничений. Тем не менее, центробанки развитых стран интерпретировали все эти шоки повышения цен как временные. Таким образом, они пришли к выводу, что им не следует менять стимулирующую направленность денежно-кредитной политики и ставить под угрозу восстановление экономики. При этом, стандартный рецепт денежно-кредитной политики против временного шока роста цен состоит в том, чтобы позволить инфляции подняться выше целевого уровня, даже если фактический объем производства превышает потенциальный уровень.

<sup>9</sup> <https://www.bis.org/publ/work1060.htm>

<sup>10</sup> <https://www.bis.org/publ/work1060.htm>

➤ **Рост цен на энергоносители** в 2021 году стал третьим шоком и усугубился на фоне событий в Украине в начале 2022 года. Этот фактор был тоже воспринят как временный и не повлиял на риторику центральных банков развитых стран. Поэтому их стремление избежать ошибок прошлого, когда скачки цен на нефть приводили к росту инфляции, ужесточению денежно-кредитной политики и в последующем вызывали рецессию, было оправданным. Однако такое решение считается целесообразным только при заякоренных инфляционных ожиданиях.

Все три шока, произошедшие за короткий промежуток времени, способствовали ускорению инфляции, воспринимались центральными банками как временные и не сопровождались ужесточением монетарных условий. При этом во всех трех случаях существовал риск слишком сильного и устойчивого роста инфляции, который постфактум стал реальностью. Такое количество ошибок в одном и том же направлении говорит о наличии системных проблем. Эти проблемы отмечены в нижеуказанных 3 факторах.

**2. Разъякоренность инфляционных ожиданий.** В 2021 году регуляторы не только ошиблись с оценкой природы шоков, но и переоценили заякоренность инфляционных ожиданий. Только в 2021 году стало понятно, что инфляционные ожидания в США и Европе не были заякорены, как ранее. Разъякорение инфляционных ожиданий превратило временный инфляционный шок в устойчивый.

**3. Доверие к регулятору** – это оценка соответствия целевого значения ожидаемой долгосрочной инфляции: если регулятор в состоянии убедить экономических агентов, что в долгосрочной перспективе инфляция будет равна таргету, то ужесточение денежно-кредитной политики может не потребоваться. Регуляторы в том числе за счет собственного авторитета позволяли инфляции расти выше таргета.

**4. Устойчивое снижение равновесной реальной ставки** также повлияло на ускорение инфляции. Оценки, показывающие, что реальная ставка снизилась, отражает решимость к борьбе с низкой инфляцией и повышению толерантности к инфляции выше таргета. Потенциальный пересмотр политики, допускающий более высокую инфляцию, сдерживался слабой решимостью по ее реализации.

Отмеченные ошибки мировых центробанков свидетельствуют о том, что важна правильная диагностика, своевременные меры со стороны макроэкономической политики для сдерживания инфляции. Кроме того, инфляционные эффекты в любой стране будут сильнее, если при ограниченном предложении дополнительно будет стимулироваться совокупный спрос. В этой связи МВФ особо отмечает о необходимости согласованных действий со стороны фискальной и монетарной политик, иными словами, налогово-бюджетная политика не должна противоречить усилиям монетарных властей по сдерживанию инфляции.

В противном случае снижение инфляции до целевых уровней существенно затянется. Это приведет к разъякорению инфляционных ожиданий, усилению финансовой нестабильности и снижению благосостояния населения.

### 3.2. Внутренний сектор

**Внутренний спрос в экономике, поддерживаемый ростом реальных заработных плат населения и реализацией инфраструктурных проектов, остается устойчивым.**

Динамика косвенных показателей указывает на продолжение активной реализации потребительского спроса в третьем квартале текущего года. Объемы розничного товарооборота в третьем квартале 2023 года выросли на 6,1%, по итогам января-октября 2023 года темпы роста розничной реализации товаров ускорились до 6,9% в годовом выражении (график 39).

Основной вклад в рост торговли продолжает вносить реализация непродовольственных товаров, увеличение которой по итогам десяти месяцев текущего года составило 14,7% (г/г). При этом, тенденция сокращения розничной торговли продовольственными товарами

сохранилась. Это может быть обусловлено сменой потребительских предпочтений в сторону потребления услуг. Так, несмотря на замедление темпов роста в феврале текущего года, объем оказанных услуг по предоставлению и обеспечению питанием и напитками за январь-октябрь 2023 года вырос на 8,0% (график 40).

График 39. Розничный товарооборот, %

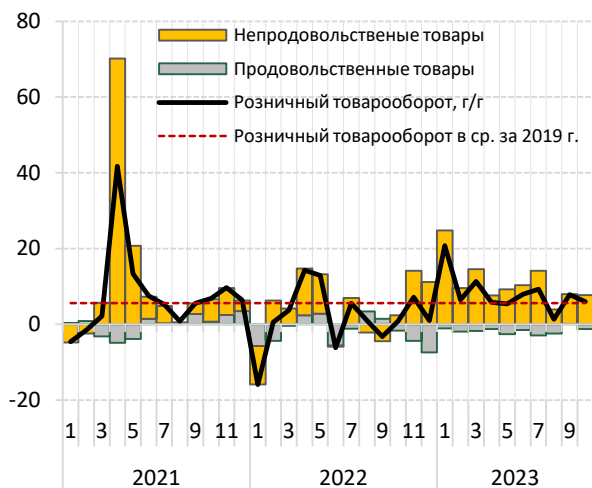
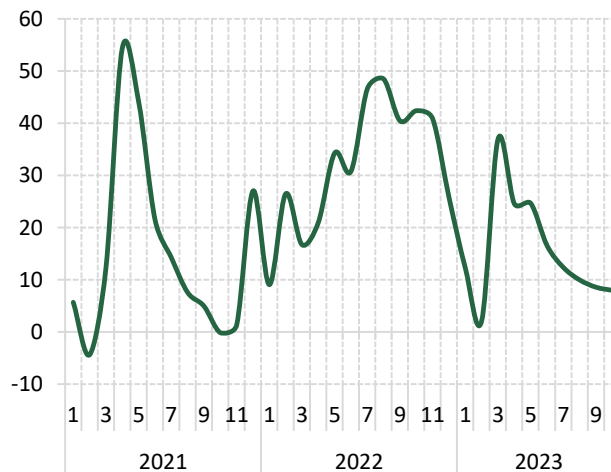


График 40. Услуги общественного питания, г/г в %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

Устойчивая положительная динамика роста розничного товарооборота сопровождается аналогичной положительной динамикой роста операций по оплате товаров и услуг по электронным платежным карточкам населения (график 41).

Наряду с услугами общепита отмечается рост объемов оказанных услуг населению. По итогам первой половины 2023 года, значительные годовые темпы роста физического объема услуг наблюдаются на прочие индивидуальные услуги (услуги парикмахерских/ салонов красоты/химчисток) и на деятельность в области творчества, искусства и развлечений. В то же время, наблюдается замедление темпов роста физического объема услуг гостиниц и деятельности в области спорта, организации отдыха и развлечений (график 42).

График 41. Розничный товарооборот и движение денег по карточкам населения, в ценах 2010 года, г/г в %



График 42. Предоставление различных видов услуг, г/г в %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

Поддержку потребительскому спросу в этом году оказали высокие годовые темпы роста потребительского кредитования в реальном выражении, повышение минимальной

заработной платы (МЗП) и восстановление реальной заработной платы на фоне замедления годовой инфляции.

Годовые темпы роста фонда оплаты труда в номинальном выражении складываются несколько ниже чем в 2022 году. Вклад увеличения МЗП в 2023 году в рост номинального фонда оплаты труда составил порядка 3,8 п.п. (график 43).

В третьем квартале 2023 года реальные заработные платы продолжили восстанавливаться по мере замедления годовой инфляции и увеличились на 3,5% по отношению к третьему кварталу 2022 года (график 44). Наибольший рост реальной заработной платы в третьем квартале 2023 года наблюдается в электроснабжении, водоснабжении, информации и связи. Стоит отметить, что в вышеперечисленных секторах наблюдаются наибольшие темпы роста инвестиций в текущем году. Сокращение реальной заработной платы в третьем квартале 2023 наблюдается в сельском хозяйстве, образовании и в услугах по проживанию и питанию.

График 43. Вклад МЗП в фонд оплаты труда, в %, п.п.

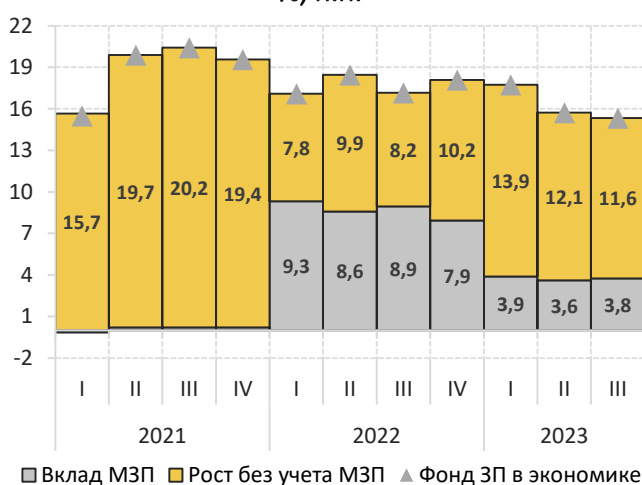
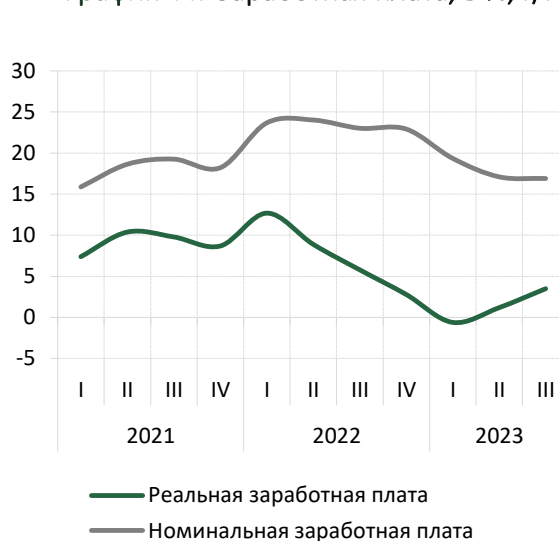


График 44. Заработная плата, в %, г/г



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

**Инвестиционная активность характеризуется устойчивой динамикой роста на фоне реализации инфраструктурных проектов во многих отраслях экономики. Значительный вклад в рост инвестиций отмечается в секторах предоставления коммунальных услуг в условиях реализации государственной программы «Тариф в обмен на инвестиции». Рост инвестиционного спроса в большей степени наблюдается со стороны фирм, инвестиционная активность населения демонстрирует тенденцию к замедлению в течение текущего года.**

Инвестиции в основной капитал в третьем квартале 2023 года выросли на 10,8% в годовом выражении (график 45). Основной вклад продолжают вносить строительно-монтажные работы. В разрезе отраслей наблюдается значительный рост инвестиций в отрасли снабжения электроэнергией, водоснабжении, транспорта и складирования, а также информации и связи (график 46).

Вместе с тем, инвестиционная активность населения в третьем квартале продолжает снижаться. Так, инвестиций в жилищное строительство в третьем квартале текущего года снизились на 2,2% г/г. Причиной такого снижения может являться снижение лимитов по максимальной сумме потребительского кредитования в рамках программы «7-20-25» с 400 миллиардов тенге в 2022 году до 100 миллиардов тенге в 2023 году. Тем не менее, несмотря на снижение инвестиций в жилищное строительство, количество сделок купли-продажи продолжает увеличиваться и в третьем квартале заметно превышает средний уровень 2018-

2020 годов, что свидетельствует о сохранении высокого спроса на жилье в 2023 году (график 47).

График 45. Инвестиции в основной капитал и компоненты, г/г в %, п.п.



График 46. Инвестиции в инфраструктуру, г/г в %, п.п.



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 47. Инвестиции в жилищное строительство и активность на рынке недвижимости



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

**В результате роста потребительского и инвестиционного спроса в 2023 году наблюдается существенный рост импорта по всем основным группам товаров. При этом, структура импорта по странам претерпела некоторые изменения.**

В январе-сентябре 2023 года стоимостной импорт увеличился на 25,0% г/г и составил 44,5 млрд. долл. США. При этом, отмечаются изменения в страновой структуре импорта. Так, доля России в импорте сократилась с 36,7% до 26,7% при одновременном росте доли Китая с 22% до 25,5% (график 48 и график 49). В то же время, несмотря на снижение доли России в импорте в целом, по некоторым товарным позициям российского импорта произошло увеличение объемов. Это могло быть обусловлено укреплением номинального обменного курса тенге к рублю начиная с апреля текущего года.

В структуре импорта товаров наблюдается существенное увеличение объемов импорта одежды из Китая и Турции, моющих и чистящих средств из США и Турции, мебели для дома из Китая, гигиенических средств и косметических средств из России, Франции и Египта, автомобилей из Китая, телефонов из Вьетнама.

График 48. Импорт в разрезе стран за январь-сентябрь 2023

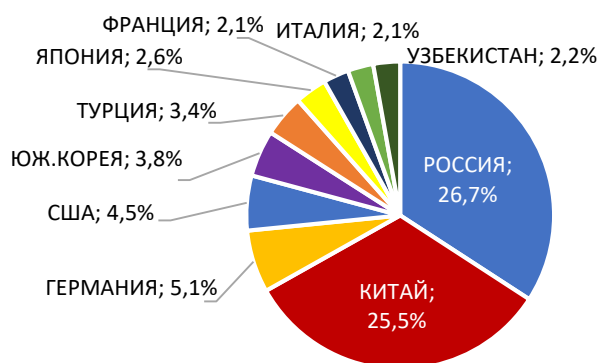
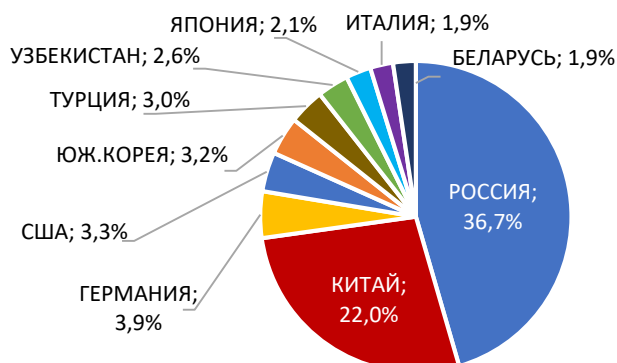


График 49. Импорт в разрезе стран за январь-сентябрь 2022

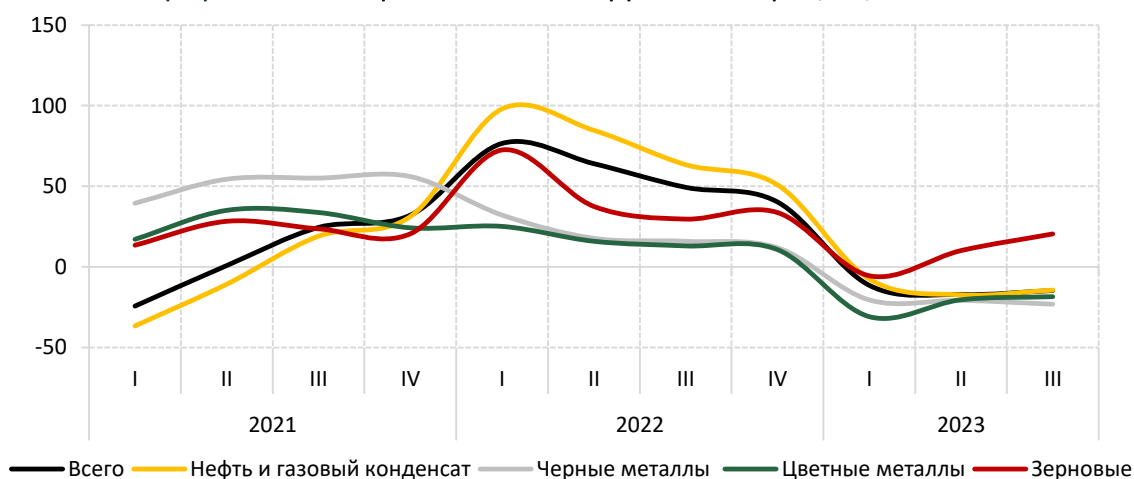


Источник: КГД МФРК, БНС АСПР

**Экспорт товаров за январь-сентябрь 2023 года сократился на 14,6% г/г в стоимостном выражении и составил 57,5 млрд. долл. США. Снижение наблюдается по всем основным группам экспортных товаров, за исключением зерновых.**

Экспорт нефти и газового конденсата снизился в январе-сентябре текущего года на 14,5% г/г. Основной причиной сокращения экспорта нефти стали более низкие цены на нефть в сравнении с 2022 годом и высокая база прошлого года. Сокращение экспорта цветных и черных металлов связано со снижением цен на металлы, а также более слабым спросом со стороны Китая ввиду низких темпов восстановления экономики. Вместе с тем, в результате хорошего урожая прошлого года экспортные поставки зерновых за январь-сентябрь 2023 года выросли на 20,4% г/г (график 50).

График 50. Экспорт по основным группам товаров, г/г, в %



Источник: БНС АСПР

### Бокс 3. Обзор рынка дизельного топлива в Казахстане

Дизельное топливо – нефтепродукт, имеющий важную роль для функционирования всех отраслей экономики, в том числе сельского хозяйства, промышленности, транспорта и логистики, электроэнергетики.

Состояние рынка дизельного топлива оказывает прямое и косвенное влияние на инфляцию. Прямое влияние обусловлено включением дизеля в корзину ИПЦ (доля в корзине ИПЦ в 2023 году – 0,4%). Косвенное влияние проявляется ввиду того, что себестоимость широкого круга товаров и услуг в корзине ИПЦ зависит от цен на дизельное топливо.

В Казахстане порядка 95% всей обрабатываемой нефти приходится на долю трех крупных нефтеперерабатывающих заводов (таблица 1).

**Таблица 1. Информация по трем крупным НПЗ РК**

|                    | Год постройки | Владельцы                 | Средняя проектная мощность по переработке нефти | Объем переработки нефти в 2022 году | Объем производства в 2022 году (млн. тонн), в т.ч. доля | Доля в производстве дизеля в 2022 году | Проекты в перспективе                                                         | Тарифы на переработку нефти в 2022 году (тенге/тонн) |
|--------------------|---------------|---------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| АНПЗ (г. Атырау)   | 1945          | 99% КМГ                   | 5,5                                             | 5,2                                 | 4,1 (70,5%)                                             | 28,1%                                  | увеличение выпуска светлых нефтепродуктов за счет глубокой переработки мазута | 42 515                                               |
| ПНХЗ (г. Павлодар) | 1978          | 100% КМГ                  | 6,0                                             | 5,5                                 | 4,2 (85,8%)                                             | 34,6%                                  | производство зимнего дизеля, снижение содержания серы в сжиженном газе        | 23 240                                               |
| ШНПЗ (г. Шымкент)  | 1985          | 50% КМГ+ 50% CNPC (Китай) | 6,0                                             | 6,2                                 | 5,4 (81,3%)                                             | 36,9%                                  | увеличение мощности до 12 млн. тонн                                           | 35 336                                               |

Источник: КМГ

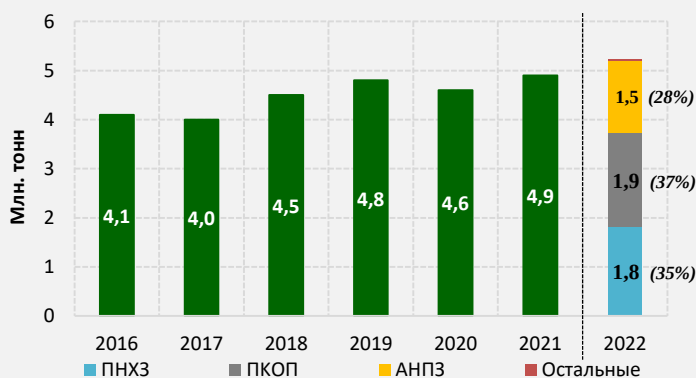
Три крупных НПЗ производят как светлые нефтепродукты в виде дизельного топлива, бензина, авиакеросина и сжиженного газа, так и темные нефтепродукты в виде мазута, вакуумного газойля, а также продукты нефтехимии в виде бензола и параксилола (таблица 2).

**Таблица 2. Объемы переработки и производства НПЗ в 2022 году (млн. тонн)**

|                     | нефтехимический завод | нефтеперерабатывающие заводы |                     |      |        |
|---------------------|-----------------------|------------------------------|---------------------|------|--------|
|                     | АО «ПНХЗ» в Павлодаре | ТОО «ПКОП» в Шымкенте        | ТОО «АНПЗ» в Атырау |      |        |
| Переработано нефти: | -                     | -                            | -                   | 17,9 | 94,4%  |
| Выработано:         | 4,2                   | 5,4                          | 4,1                 | 13,7 | 99,6%  |
| дизельного топлива  | 1,8                   | 1,9                          | 1,5                 | 5,2  | 99,5%  |
| бензина             | 1,6                   | 2,1                          | 1,3                 | 5,0  | 99,5%  |
| мазута              | 0,6                   | 1,0                          | 1,2                 | 2,8  | 100,0% |
| керосина            | 0,2                   | 0,3                          | 0,1                 | 0,7  | 100,0% |

Источник: САЦТЭК МЭ РК (телеграм канал)

**График 1. Производство дизельного топлива в РК**



Источник: телеграмм канал МЭ РК "Energo\_Official"

Потребление определенного вида дизельного топлива зависит от внешней температуры. В Казахстане производятся такие виды дизельного топлива как летнее, межсезонное, зимнее и арктическое. Производство дизеля осуществляется на всех трех крупных НПЗ. По итогам 2022 года в Казахстане было произведено 5,2 млн. тонн дизеля, из которых на Шымкентском НПЗ произведено 1,9 млн. тонн, Павлодарском НПЗ – 1,8 млн. тонн, Атырауском НПЗ – 1,5 млн. тонн (график 1).

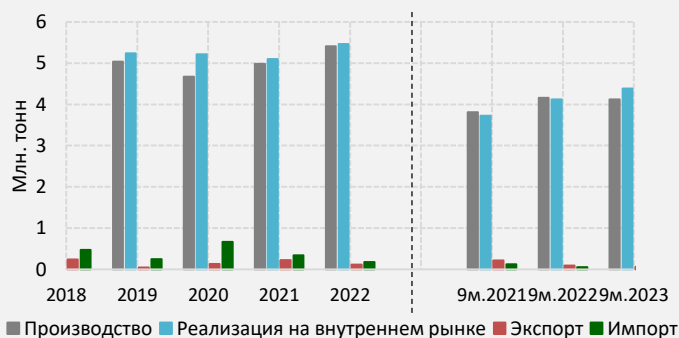
Шымкентский НПЗ, преимущественно, обеспечивается сырьем с месторождений Кызылординской и Актюбинской областей. Снабжение нефтью Атырауского НПЗ осуществляется западными регионами

страны. Так как нефть с месторождений Тенгиз, Карачаганак и Кашаган является экспортоориентированной, на Атырауский НПЗ поставляется нефть с западных месторождений, не включающих вышеперечисленные три проекта.

Павлодарский НПЗ обеспечивается западносибирской нефтью «Роснефти» на основе контрактного соглашения между Казахстаном и Россией. Российская нефть по трубопроводу «Омск-Павлодар» направляется на Павлодарский НПЗ и переходит в собственность Казахстана. В то же время, эквивалентные объёмы казахстанской нефти загружаются в трубопровод «Атасу-Алашанькоу» и передаются в собственность России. Данный вид контрактного соглашения носит название «swap-операция», при которой стороны имеют возможность доставлять нефть из точки «А» в точку «Б» за счет взаимобмена объемов, минуя надобность реальной физической транспортировки.

Направление нефти для производства нефтепродуктов, в том числе дизельного топлива, происходит по формируемому плану поставок сырой нефти на НПЗ в соответствии с законом «О государственном регулировании производства и оборота отдельных видов нефтепродуктов». НПЗ принимают следующие виды нефти от поставщиков: самостоятельно добытую; полученную в качестве налогов в натуральном выражении; самостоятельно ввезенную; приобретенную непосредственно у взаимосвязанного недропользователя; приобретенную у лица, осуществившего ввоз, в том числе импорт, на территорию Казахстана. Кроме того, НПЗ могут приобретать нефть самостоятельно у недропользователей для последующей реализации нефтепродуктов. После принятия сырой нефти, НПЗ перерабатывают нефть согласно тарифам процессинга и возвращают произведенные нефтепродукты собственникам нефти. Полученные нефтепродукты могут быть реализованы розничными реализаторами, оптовыми поставщиками или направлены напрямую на оптовую реализацию конечным потребителям, включая производителей сельскохозяйственных товаров, «Қазақстан темір жолы», автозаправочные станции, предприятия горно-металлургического комплекса, единого оператора вооруженных сил Казахстана. Кроме того, некоторые объемы нефтепродуктов реализуются через биржевые торги.

**График 2. Ресурсы и использование дизельного топлива**



Источник: stat.gov.kz

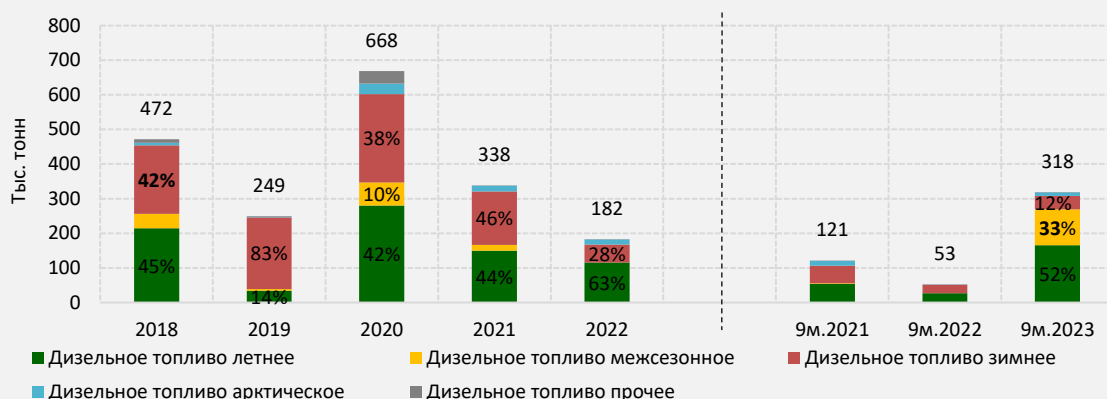
В целом, Казахстан практически полностью обеспечивает себя дизельным топливом (график 2): в 2022 году доля импорта во внутреннем потреблении дизельного топлива составляла 3,3%.

Казахстан, в основном, импортирует зимнее и летнее дизельное топливо (график 3). За период с 2018 года по 9 месяцев 2023 года порядка 96,2% импортных объемов данных двух видов дизельного топлива были ввезены из России, 3,6% – из Кыргызстана, остальные незначительные объёмы – из Белоруссии и США. При этом, летнее дизельное топливо производится на всех трех НПЗ, тогда как

зимнее – только на НПЗ в Атырау.

Объемы экспорта дизельного топлива Казахстана незначительны (график 2). Казахстан, в основном, экспортирует прочее дизельное топливо, используемое для дальнейшей переработки и химических превращений (график 4). За период с 2018 года по 9 месяцев 2023 года экспортные направления были следующими: 23,2% – в Россию, 19,8% – в Кыргызстан, 19,3% – в Азербайджан, 15,2% – в Узбекистан.

**График 3. Структура импорта дизельного топлива**



Источник: stat.gov.kz

**График 4. Структура экспорта дизельного топлива**



Справочно. В 2020-2021 годы экспорт дизеля осуществлялся в следующие страны: в Узбекистан – 35,1%, Россию – 20,5%, Нидерланды – 19,3%, Кыргызстан 15,7%, другие страны 9,4%.

Источник: stat.gov.kz

Дифференциал между розничными ценами на дизель и ценами производителей дизельного топлива существенен и расширяется из-года в год (графики 5а и 5б). В 2022 году средняя розничная цена на летнее дизельное топливо превышала цены производителей в 1,8 раз (розничная цена – 236,3 тенге/литр, цена производителей – 128,5 тенге/литр), в то время как среднее соотношение за 2016-2021 годы составляло 1,5 раза. По зимнему дизельному топливу в 2022 году средняя розничная цена превышала цены производителей в 3,1 раз (розничная цена – 429,5 тенге/литр, цена производителей – 139,8 тенге/литр), тогда как данное соотношение за 2016-2021 годы в среднем составляло 1,9 раз. Дифференциал в ценах, помимо торговой и сбытовой наценки, складывался за счет налогов на добавленную стоимость, акцизов, транспортных расходов, связанных с доставкой продукции от производителя к покупателю.

В Казахстане цены на дизельное топливо существенно ниже, чем в приграничных странах (график 6). Это обусловлено нерыночным ценообразованием в связи с социальной и экономической значимостью дизельного топлива. Так, по состоянию на октябрь 2023 года казахстанские цены на дизель находились на уровне 0,6 долларов за литр, что значительно ниже цен в Китае (1,1 долларов за литр), Узбекистане (0,9 долларов за литр), Кыргызстане (0,8 долларов за литр) и России (0,7 долларов за литр).

В секторальном разрезе рост цен на топливо, в т.ч. на дизельное топливо, больше всего повлияет на увеличение расходов предприятий секторов транспорта и складирования, а также сельского, лесного и рыбного хозяйства (график 7). По итогам 2022 года соотношение расходов на топливо к себестоимости товаров и услуг в секторе транспорта и складирования составило 10,5%, в сельскохозяйственном секторе – 8,5%.

График 5а. Цены на летнее ДТ

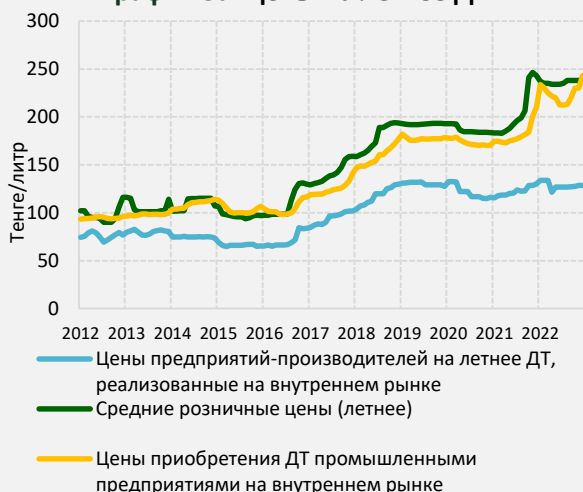


График 5б. Цены на зимнее ДТ

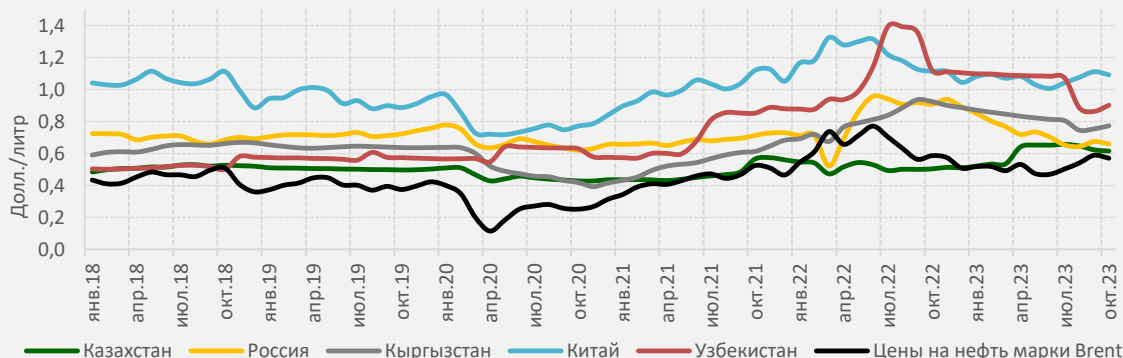


Примечание 1. Розничные цены «тенге/литр» были получены посредством пропорции 1 тонна=1300 литров.

Примечание 2. Регистрация розничных цен на продукты нефтепереработки, приобретаемые населением, производится непосредственно в местах их реализации. **Цена производителя** – это цена единицы в момент ее выхода из ворот предприятия без учета налога на добавленную стоимость и акцизов, торговой и сбытовой наценки и транспортных расходов, связанных с движением продукции от производителя к покупателю. **Цена приобретения** – цена с учетом налога на добавленную стоимость, транспортных, торгово-сбытовых, посреднических и других расходов.

Источник: stat.gov.kz

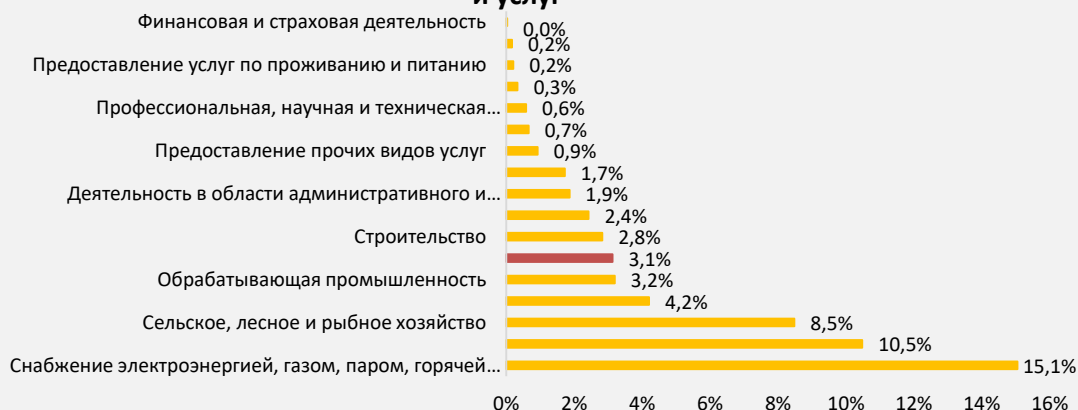
График 6. Розничные внутренние цены на дизельное топливо



Примечание. Баррель нефти был переведен в литры посредством пропорции 1 баррель=159 литров.

Источник: Казахстан, Россия и Кыргызстан – официальные статистические ведомства; Узбекистан и Китай – открытые источники; Brent – EIA.

График 7. Соотношение расходов предприятий Казахстана на топливо на себестоимость товаров и услуг



Примечание. При оценке наибольшего эффекта роста стоимости топлива на сектора экономики не брался в учет сектор «Снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом». Это обусловлено тем, что для большей части предприятий данного сектора дизель не является главным видом топлива.

Источник: stat.gov.kz

Ожидается, что с 2025 года вступит в силу договор ЕАЭС о формировании общих рынков нефти и нефтепродуктов. Это повлияет на выравнивание цен на дизельное топливо в Казахстане с другими странами-участницами ЕАЭС. Таким образом, цены на дизельное топливо окажут прямой и косвенный эффект на повышение стоимости продовольственных и непродовольственных товаров и услуг, входящих в корзину ИПЦ.

### 3.3. Издержки производства

**Продолжается тренд на замедление годовых темпов роста цен производителей промышленной продукции и продукции сельского хозяйства на фоне снижения цен на кормовые и зерновые культуры.**

Начиная с прошлого года, годовые темпы роста цен на продукцию обрабатывающей промышленности постепенно снижались. Во втором полугодии текущего года динамика цен в промышленности перешла в отрицательную зону. В октябре текущего года цены производителей продуктов питания снизились на 2,3% в годовом выражении. Отмечается снижение цен производителей мукомольно-крупяной продукции, масел и жиров. Снижение темпов роста цен на напитки обусловлено снижением цен производителей спиртных напитков.

В структуре непродовольственных товаров продолжилось замедление роста цен предприятий-производителей текстильных изделий (на 2,3%, г/г), машин и оборудования (на 5,6%), а также металлургических изделий (на 10,6%) (график 51).

График 51. Цены производителей обрабатывающей промышленности, в %, г/г

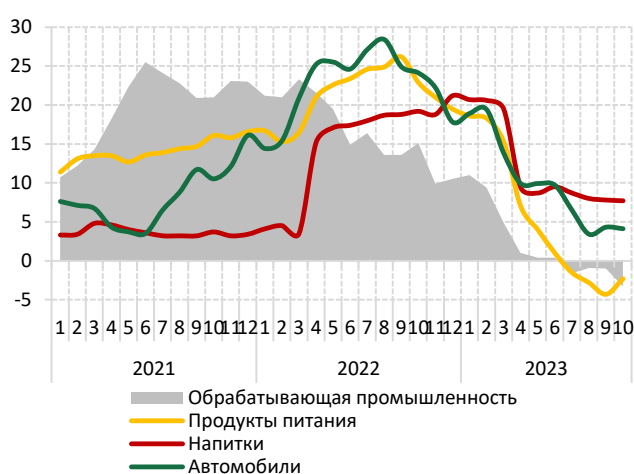
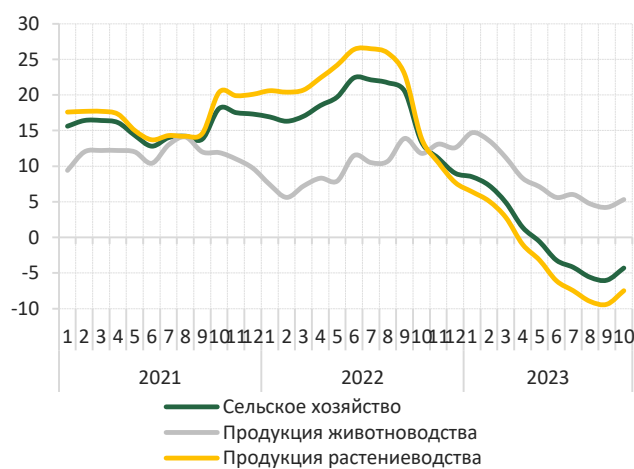


График 52. Цены производителей продукции сельского хозяйства, в %, г/г



Источник: БНС АСПР

Аналогичная динамика наблюдается у производителей продукции сельского хозяйства. С мая текущего года цены в отрасли снижаются на фоне снижения цен на продукцию животноводства. Вместе с тем, стоит отметить, что в октябре снижение цен производителей в сельском хозяйстве замедлилось до 4,3% в годовом выражении (график 52). Снижение цен на продукцию растениеводства также продолжилось, однако в октябре текущего года отмечается разворот нисходящего тренда впервые с середины прошлого года. Это обусловлено ростом цен на зерновые на 2,4% (м/м) ввиду более низкого сбора урожая зерновых, вызванного неблагоприятными погодными условиями в основных зерносеющих регионах страны. В животноводстве отмечается подорожание живого скота и домашней птицы, в то же время наблюдается замедление годовых темпов роста цен на молоко сырое и

яйца. Данное замедление может быть обусловлено сокращением цен на кормовые культуры, которые занимают более 50% в затратах предприятий производителей молока и яиц.

Давление внутренних издержек продолжает ослабевать с начала текущего года, что, в свою очередь, положительно сказывается на замедлении продовольственной части инфляции.

**Импортные цены в годовом выражении продолжили снижение в условиях эффекта высокой базы прошлого года, укрепления номинального обменного курса тенге в летний период и замедления внешней инфляции.**

В инвестиционных товарах импортные цены на строительные материалы продолжают снижаться на фоне снижения цен в России, укрепления обменного курса тенге к рублю и высокой базы июня-августа 2022 года (график 53). В России наблюдается замедление годовых темпов роста цен производителей строительной продукции до 6,2% в сентябре текущего года (пик наблюдался в апреле 2022 года – рост на 13,3% г/г). В структуре импорта строительных материалов основная доля приходится на Россию (январь-сентябрь 2023 года – 38,4%).

График 53. Импортные цены на инвестиционные товары, в %, г/г

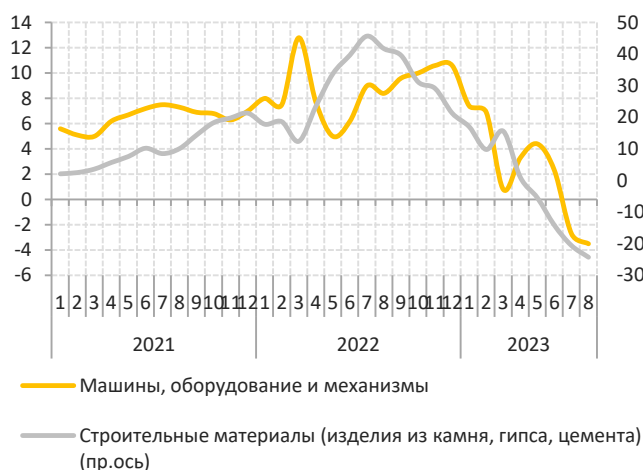
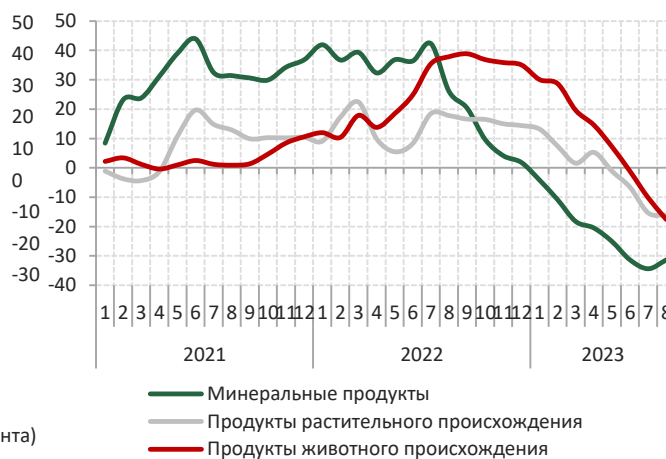


График 54. Импортные цены на промежуточные товары, в %, г/г



Источник: БНС АСПР

После резкого роста импортных цен на промежуточные товары в прошлом году на фоне роста мировых цен на продовольствие и нарушения цепочек поставок в текущем году наблюдается дефляция. Сокращение импортных цен на продукты как растительного, так и животного происхождения обусловлено снижением мировых цен на продовольствие. В структуре импортных цен на минеральные продукты отмечается существенное сокращение в индексе цен производителей каменного угля, нефти и нефтепродуктов (график 54).

**Несмотря на снижение импортной составляющей, внутренние издержки производства продолжают расти. Отмечается удорожание коммунальных услуг и расходов на логистику, что может оказать повышательное давление на цены для конечных потребителей.**

Цены производителей промышленной продукции и услуг в водоснабжении, электроснабжении, услуг промышленного характера и нефтепродуктов демонстрируют рост в годовом выражении с начала текущего года. Существенный рост цен производителей водоснабжения и электроснабжения происходит на фоне реализации государственной программы «Тариф в обмен на инвестиции» (график 55). Данная программа направлена на привлечение инвестиций для модернизации, реконструкции и обновления существующих генерирующих мощностей ТЭЦ, требующих значительных затрат.

Наряду с этим, со второй половины прошлого года отмечается рост стоимости услуг транспорта и хранения, в частности услуг по хранению зерна. При этом темпы роста цен на услуги по хранению в третьем квартале текущего года замедлились ввиду эффекта высокой базы прошлого года (график 56).

График 55. Цены производителей отдельных видов промышленной продукции и услуг, в %, г/г

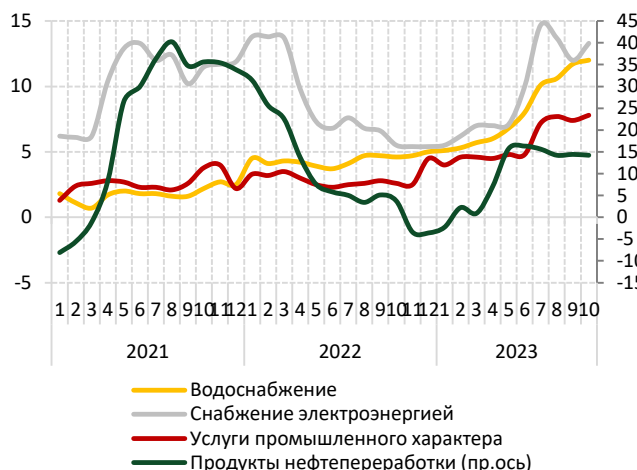
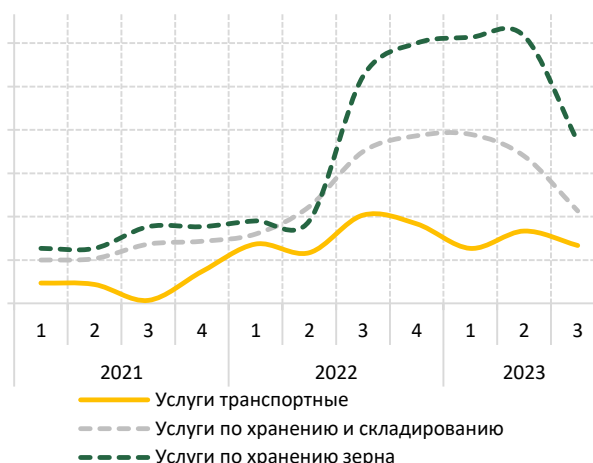


График 56. Цены производителей услуг транспорта и хранения, в %, г/г



Источник: БНС АСПР

#### Бокс 4. Анализ маржи фирм в Казахстане

Рост маржи фирм считается одним из потенциальных факторов влияния на повышение уровня цен в стране. Экономисты активно изучают идею о том, что фирмы могли использовать свое влияние на рынке для повышения цен в большей степени, чем увеличились их издержки. Согласно теории, существуют различные способы и причины изменения наценок с течением времени. Например, маржа<sup>11</sup> может измениться ввиду снижения ценовой чувствительности потребительского спроса или увеличения монопольной власти, возникающей в результате снижения конкуренции. Либо фирмы могут повышать маржу в текущем периоде, если они ожидают более высоких предельных издержек в будущем и хотят сгладить рост цен с течением времени, а не повышать цены одномоментно. В данном боксе, мы исследуем предположение, что изменение маржи фирм могло быть фактором изменения уровня цен в Казахстане.

В целях максимизации прибыли фирмы устанавливают цены выше своих предельных издержек производства. Цена, в свою очередь, устанавливается на основе уровня предельных издержек и маржи фирм. Таким образом, изменения в ценах (инфляции) можно разделить на изменения в издержках производства и наценках, которые могут передаваться потребителям в виде более высоких цен. Эта взаимозависимость дает возможность понять динамику цен, наблюдая за динамикой маржи, например, в периоды высокой инфляции.

Анализ данных предприятий показывает, что уровень маржи в Казахстане составляет около 33,9% в среднем за 2018-2023 годы (график 1). В отраслевом разрезе высокий уровень маржи (свыше 50%) наблюдается в горнодобывающей промышленности и операциях с недвижимым имуществом. Высокая маржа в горнодобывающей промышленности обусловлена низкой себестоимостью добываемой продукции, а также высоким спросом на добываемое сырье. Кроме того, низкая маржа отмечается в электроснабжении и водоснабжении. Уровень маржи в обрабатывающей

<sup>11</sup> Маржа представляет собой уровень наценки на товары и вычисляется как разность между выручкой и затратами на переменные расходы.

промышленности, сельском хозяйстве, финансовой и страховой деятельности, торговле в среднем ниже общего уровня по экономике и находятся в диапазоне 23%-30%.

**График 1. Маржа по отраслям, средняя за 2018-2023 (2кв) гг. %**



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

Согласно опросам предприятий Национального Банка<sup>12</sup>, уровень маржи у крупных фирм выше чем у средних и малых за период с 2019 года по 2023 год (График 2). Основными причинами более высокой маржи у крупных предприятий является, во-первых, эффект экономии масштаба. Фирмы могут производить продукцию в больших объемах, что позволяет снижать средние издержки на единицу производимой продукции и, таким образом, повышать маржу. Во-вторых, крупные фирмы имеют доступ к более широкому рынку и большему числу клиентов и могут быть монополистами на рынке. Вместе с тем, фирмы могут легче получать доступ к капиталу и инвестировать в инновации, маркетинг и расширение бизнеса, оптимизировать производственные процессы, что также влияет на увеличение маржи.

**График 2. Уровень маржи по размерности предприятий**



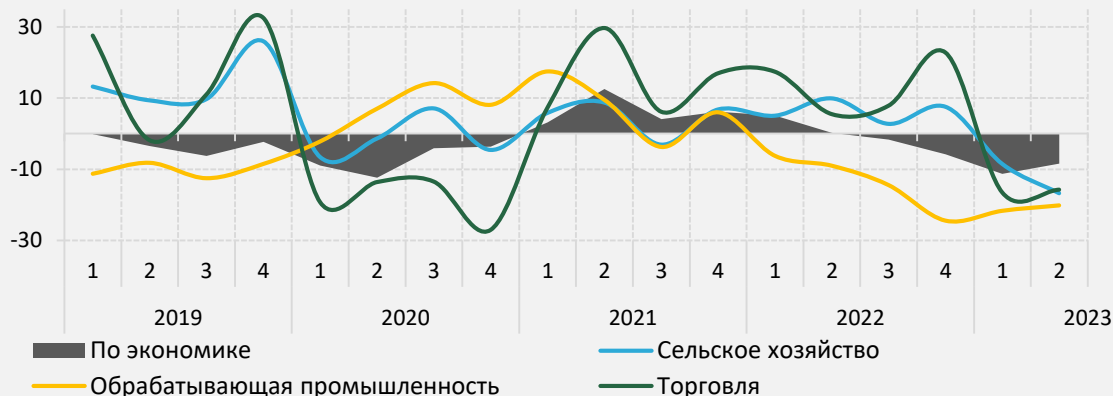
Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

Динамика маржи показывает, что ее уровень снижался в 2020 году во время пандемии COVID-19, а также, начиная со 2 квартала 2022 года, на фоне геополитической напряженности в мире (график 3). Маржа в обрабатывающей промышленности, наоборот, выросла во время пандемии, тогда как в сельском хозяйстве и торговле наблюдалось видимое ее снижение. Одним из факторов роста маржи в обрабатывающей промышленности во время пандемии могло быть ожидание фирм о более высоком росте издержек в будущем, которое закладывалось в стоимость производимой продукции.

Сопоставление динамики инфляции, маржи и себестоимости дает возможность понять в какой степени рост наценок мог способствовать росту инфляции в стране (График 4). Год до пандемии характеризовался относительно стабильным и умеренным уровнем инфляции и снижением маржи (без горнодобывающей промышленности). Сокращение маржи произошло в начале 2020 года на фоне наиболее жестких мер, связанных с пандемией. Возможным объяснением причины является снижение спроса со стороны населения и необходимость предприятий снижать свои цены, чтобы выиграть в конкуренции за потребителя.

<sup>12</sup> Опрос предприятий реального сектора проводится ежеквартально. Репрезентативная выборка состоит из более 3000 предприятий разных регионов страны и разной размерности.

**График 3. Рост маржи по экономике и отдельным отраслям, % г/г**

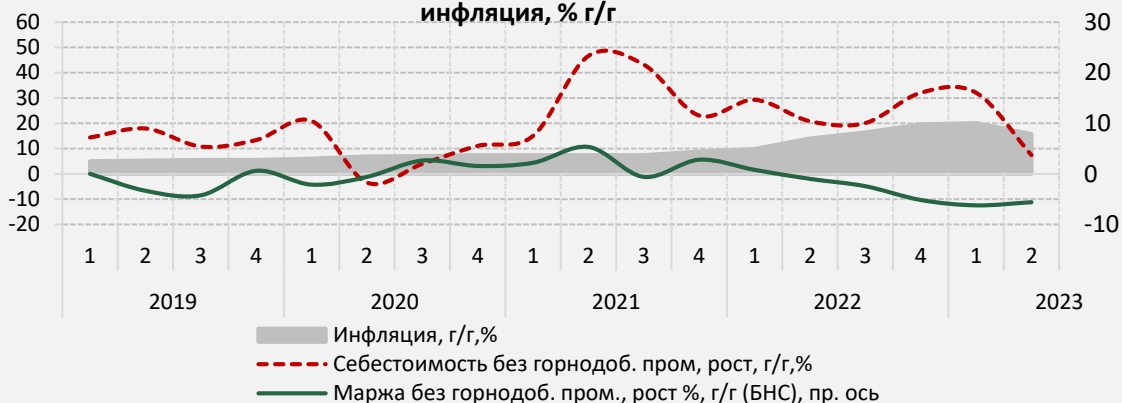


Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК.

Однако, когда эти ограничения были сняты в начале 2021 года, инфляция начала ускоряться и значительно выросла в 2022 году во время геополитического кризиса в мире. В то же время, возросшая маржа на фоне восстановления спроса и низкой базы 2020 года постепенно замедлила свой рост, а со второй половины 2022 года начала снижаться.

В 2021-2022 годах ввиду существенного роста мировых цен на продовольствие, импортных цен на широкий круг товаров, используемых во внутреннем производстве, удорожания логистических и транспортных услуг значительно повысилась себестоимость у производителей. При этом повышение маржи в этот период можно понять в контексте экономической теории, касающейся ожиданий фирм и их поведения при установлении цен. Фирмы повысили свою маржу в ожидании будущего повышения как своих цен, так и своих предельных издержек. Такое поведение отражает их стремление сглаживать рост цен с течением времени, а не резко повышать цены при реализации более высоких цен и предельных издержек.

**График 4. Маржа (без горнодобывающей промышленности) и инфляция, % г/г**



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК.

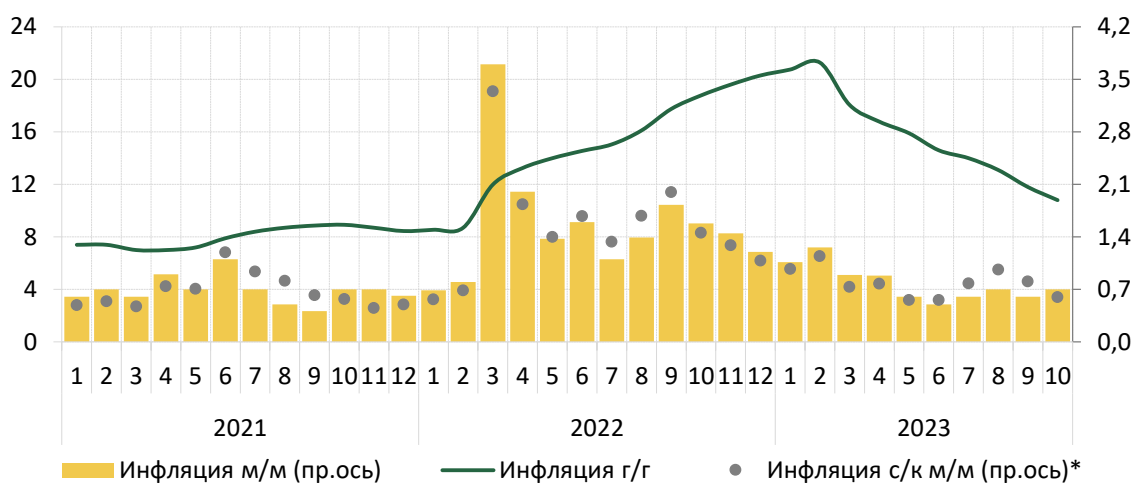
Таким образом, стоит отметить, что издержки производства являются важным фактором инфляции. Высокая инфляция в 2021-2022 годах подпитывалась высокой себестоимостью производства. Динамика маржи в этот период, которая после постепенного замедления к середине 2022 года начала снижаться, показывает, что предприятия с третьего квартала не перекладывают повышение издержек производства полностью на потребителей, а наоборот, нивелируют больший рост цен снижением уровня своей маржи, обусловленный в том числе повышением конкуренции на рынке. Так, отмечается рост зарегистрированных и действующих предприятий с иностранным участием на 66,3%, в т.ч. в 2,4 раза из России, в 1,6 раза из Китая, в 1,9 раза из Узбекистана, на 13,8% из Турции (в сентябре т.г. по сравнению с январем 2022 года).

### 3.4. Инфляция

**Потребительская инфляция продолжает снижаться, однако все еще остается выше целевого уровня в 5%.**

В октябре 2023 года годовая инфляция замедлилась до 10,8% (график 57). Замедление инфляции происходит на фоне исчерпания эффекта высокой базы 2022 года, снижения мировых цен на продовольствие, ослабления глобального инфляционного давления, а также проводимой денежно-кредитной политики. Более медленному росту цен способствовало снижение издержек производства в условиях замедления годовых темпов роста цен производителей в различных отраслях промышленности и снижения импортных цен на сырье и материалы.

График 57. Динамика инфляции, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

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

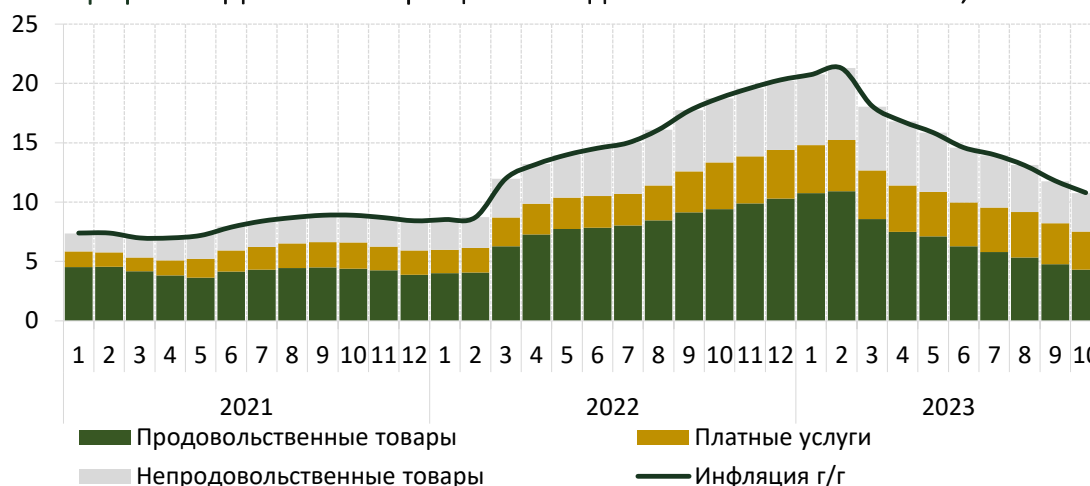
Месячная инфляция в августе-сентябре текущего года существенно превышала среднеисторические показатели. При этом в октябре 2023 года месячный рост цен замедлился, сложившись на уровне своих среднеисторических значений (0,7%).

Показатели сезонно-очищенной инфляции замедлились в октябре текущего года после повышения в июле-сентябре на фоне повышения тарифов на регулируемые услуги ЖКХ, а также меньшего, чем характерно для данного периода, снижения цен на плодоовощную продукцию. Более сильное замедление сезонно очищенной инфляции в октябре было нивелировано резким ростом цен на хлебобулочные изделия и крупы в условиях низких показателей урожая зерновых в стране в текущем году.

**В структуре инфляции отмечается снижение вклада всех основных компонент ввиду замедления годовых темпов роста цен на продукты питания, непродовольственные товары и платные услуги.**

Основной вклад в инфляцию продолжает вносить удорожание продовольственных товаров. Тем не менее, его вклад уменьшается наряду с увеличением вклада платных услуг для населения на фоне постепенного повышения тарифов на регулируемые коммунальные услуги и удорожания отдельных видов рыночных услуг (график 58).

График 58. Динамика инфляции и вкладов основных ее компонент, % п.п.



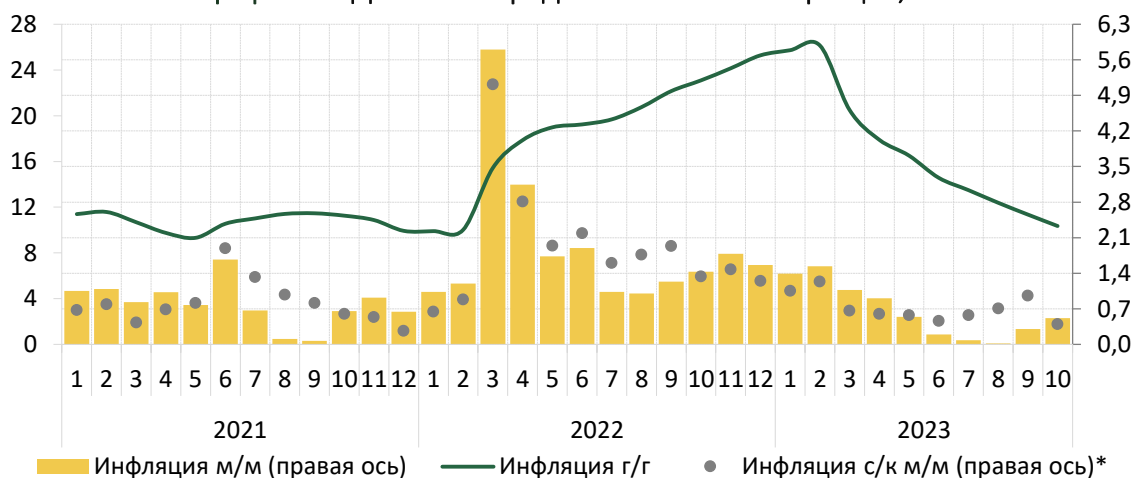
Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

**Годовой рост цен на продовольственные товары продолжил замедление в августе-октябре текущего года ввиду выхода из расчета высоких месячных значений инфляции прошлого года, снижения мировых цен на продовольствие.**

Несмотря на замедление годовой продовольственной инфляции, месячные показатели роста цен на продукты питания продолжают превышать среднеисторические значения за период с 2017 года по 2021 год.

После замедления с марта 2023 года месячная продовольственная инфляция ускорилась в сентябре-октябре текущего года (график 59). Данная динамика цен формировалась на фоне ускорения месячных темпов роста цен производителей продуктов питания в осенние месяцы. Наибольший месячный рост цен-производителей отмечается в производстве мукомольно-крупяных продуктов, что обусловлено низким урожаем пшеницы в текущем году. Наряду с этим проинфляционное давление на продовольственные цены оказало ускорение роста импортных цен на продовольственные товары в сентябре на 5,8% м/м после продолжительного снижения с апреля текущего года. В то же время наличие значительных запасов семян подсолнечника, гречихи, а также новый урожай сельскохозяйственной продукции отразились на продолжающемся снижении цен на плодоовощную продукцию, крупы и подсолнечное масло.

График 59. Динамика продовольственной инфляции, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

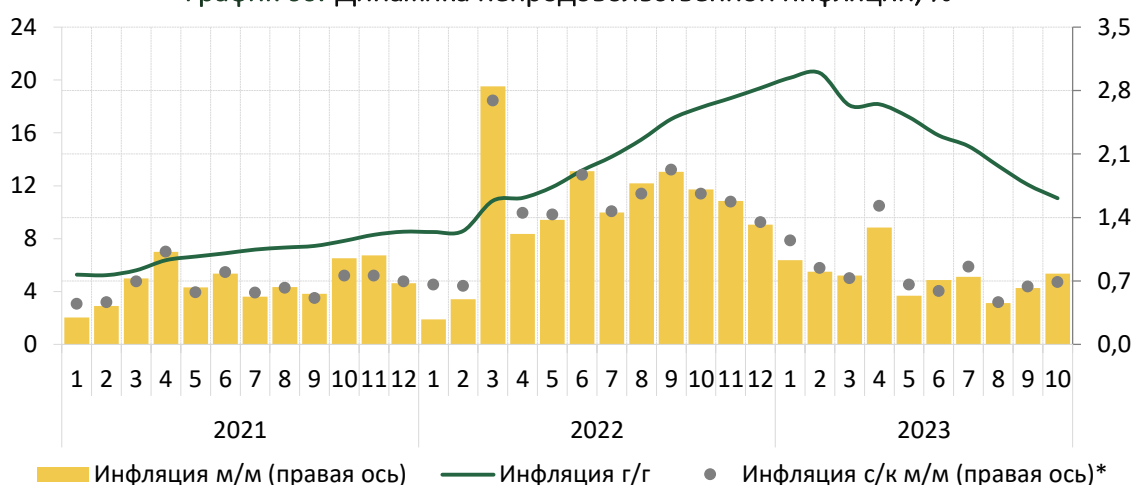
*\*сезонная корректировка проведена при помощи метода X-12-ARIMA с 2011 года по настоящее время*

## В структуре непроизводственной компоненты инфляции вклад ГСМ остается устойчивым.

Годовой рост цен на непроизводственные товары замедлился до 11,1%. В структуре непроизводственных товаров отмечается снижение совокупного вклада всех основных товарных групп. При этом вклад горюче-смазочных материалов остается стабильным после его увеличения в апреле 2023 года ввиду роста цен на ГСМ в рамках повышения предельных цен на внутреннем рынке энергоресурсов (график 60).

Месячная непроизводственная инфляция демонстрирует ускорение в осенние месяцы, однако сохраняется ниже среднеисторических значений в 2017-2021 гг. (сентябрь – 0,7%, октябрь – 0,9%, соответственно). Начало учебного года обусловило рост цен на оборудование для обработки информации. Наступление осеннего сезона традиционно повысило спрос на одежду и обувь, фармацевтическую продукцию. Помимо этого, ослабление номинального обменного курса тенге в августе-октябре текущего года оказало повышательное давление на цены импортных непроизводственных товаров.

График 60. Динамика непроизводственной инфляции, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

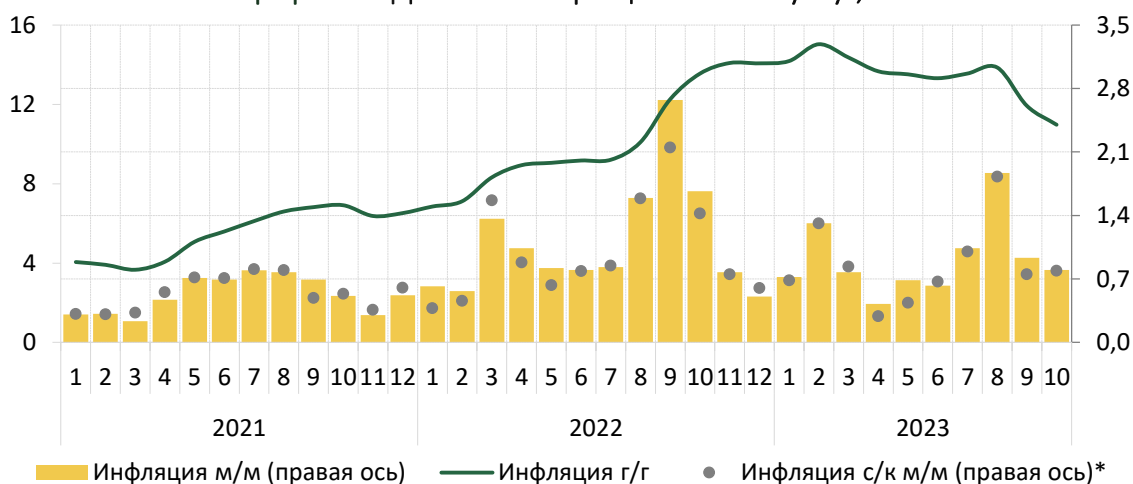
\*сезонная корректировка проведена при помощи метода X-12-ARIMA с 2011 года по настоящее время

## В августе-октябре 2023 года продолжилось поэтапное повышение цен на ЖКУ, которое оказывает повышательное давление на сервисную инфляцию.

Рост цен на платные услуги для населения в октябре 2023 года замедлился до 11% в годовом выражении. Месячный рост цен замедлился с 1,9% в августе до 0,8% в октябре (график 61). В структуре сервисной компоненты инфляции драйвером цен платных услуг выступал продолжающийся рост тарифов на регулируемые коммунальные услуги в условиях реализации программы «Тариф в обмен на инвестиции». Вклад регулируемых ЖКУ с января по октябрь текущего года в инфляцию составил 0,67 п.п. Наряду с этим на фоне роста цен на ГСМ подорожали услуги транспорта. В то же время ввиду начала учебного года отмечается рост цен на услуги образования.

Стоит отметить, что в отличие от продуктов питания и непроизводственных товаров стоимость нерегулируемых платных услуг для населения росла более медленными темпами с начала пандемии. Рост цен на платные услуги в период пандемии был ограниченным ввиду отсутствия доступности большинства видов услуг. Начиная с летнего периода текущего года, наблюдается догоняющий рост цен на нерегулируемые услуги относительно потребительских товаров.

График 61. Динамика инфляции платных услуг, %



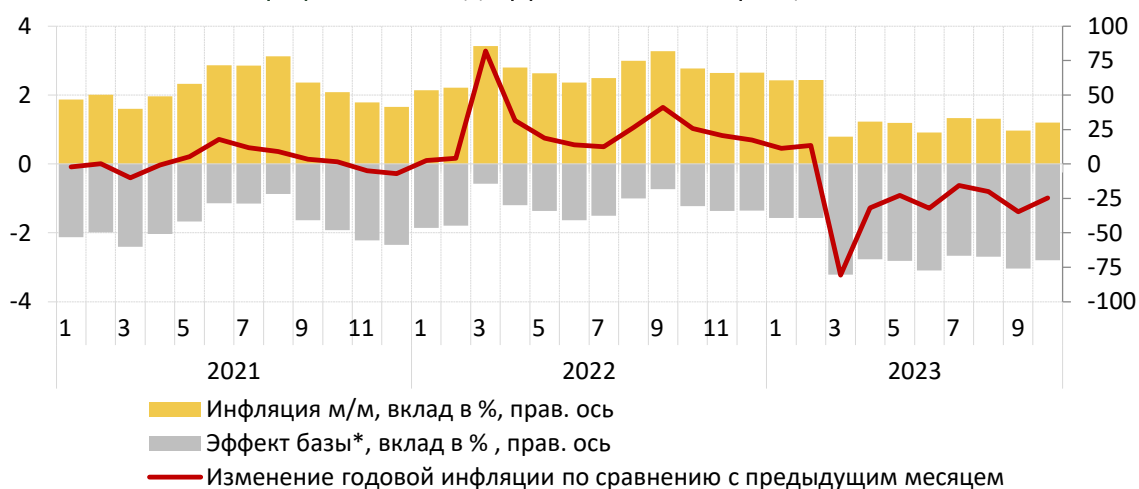
Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

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

**Ограничительный характер денежно-кредитной политики Национального Банка с начала 2022 года позволил снизить текущую инфляцию, усилив вклад эффекта высокой базы прошлого года в снижение инфляции.**

Меры денежно-кредитной политики, направленные на ужесточение монетарных условий с февраля прошлого года, позволили снизить инфляцию в текущем году. Показатели месячной инфляции существенно снизились в 2023 году по сравнению с 2022 годом (график 62).

График 62. Вклад эффекта базы в инфляцию<sup>13</sup>, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

\*Месячная инфляция в соответствующем периоде прошлого года (при расчете годовой инфляции в текущем месяце включается месячная инфляция за текущий месяц и исключается месячная инфляция за соответствующий месяц прошлого года, т.е. эффект базы).

Выход из расчетов высокой базы инфляции, которая сформировалась в прошлом году, в совокупности с более низкими значениями месячной инфляции в текущем году обусловили замедление годовой инфляции. Так, в течение марта-мая 2023 года вклад эффекта базы в замедление годовой инфляции составил в среднем 2,3 п.п. (в среднем 73%). Общая инфляция в годовом выражении замедлилась с 21,3% в феврале до 15,9% в мае 2023 года. Тенденция снижения инфляционного давления продолжилась в летние месяцы, однако в августе текущего года месячная инфляция ускорилась до 0,8% на фоне удорожания цен на услуги в

<sup>13</sup> Методология на основе статьи ECB (2005) «Base effects and their impact on HICP inflation in early 2005», Monthly Bulletin January: 31-33

виду реализации программы «Тариф в обмен на инвестиции». В июне-октябре текущего года вклад эффекта базы в замедление годовой инфляции в среднем составил 1,5 п.п. (в среднем 71,4%). Годовая инфляция замедлилась с 14,6% июне до 10,8% в октябре текущего года.

**Показатели базовой инфляции все еще продолжают формироваться выше целевого значения и отражают устойчивый рост цен на широкий спектр товаров и услуг.**

Медианная оценка сезонно очищенной базовой инфляции после стабилизации на одном уровне с апреля текущего года замедлилась до 0,6%, характеризую постепенное замедление месячного роста цен в устойчивой части инфляции (график 63). Наряду с этим, сокращение дисперсии (диапазона) оценок сезонно очищенной базовой инфляции с 0,4%-1% в августе до 0,5%-0,7% в октябре текущего года указывает на направленность к стабилизации инфляционных процессов.

На постепенную стабилизацию инфляционных процессов в стране указывает снижение в октябре текущего года стандартного отклонения распределения месячных показателей роста цен на 508 товаров и услуг, входящих в потребительскую корзину (график 64). Однако, оно превышает соответствующее значение за октябрь в 2017-2021гг., также как и медиана.

График 63. Сезонно-очищенный индекс потребительских цен и оценки базовой инфляции, %

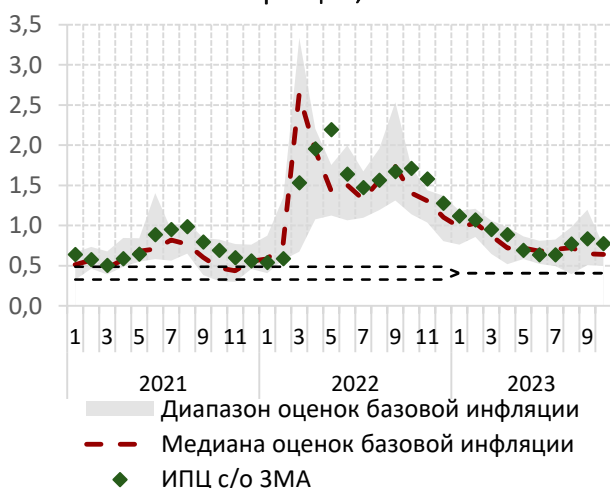
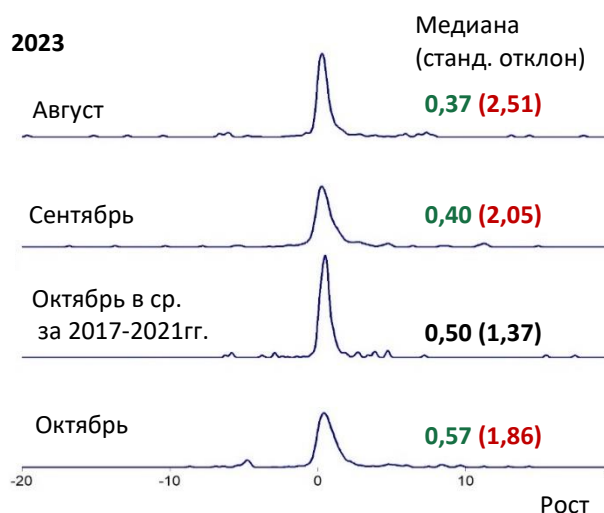


График 64. Распределение роста цен 508 товаров, сезонно-неочищенные, м/м %

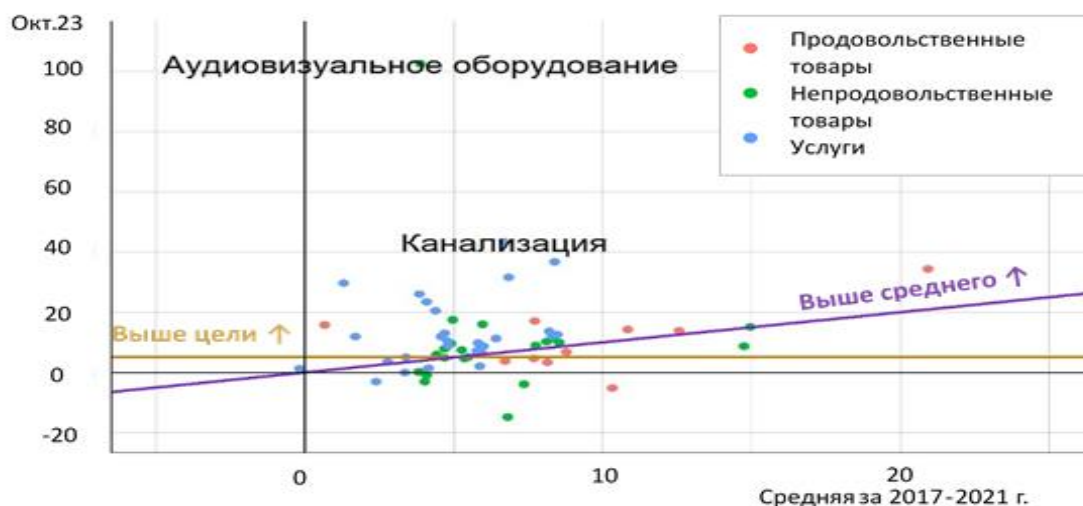


Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

**Несмотря на замедление инфляционных процессов, в октябре 2023 года рост основной части категорий ИПЦ превышает целевой показатель инфляции. Цены большинства товаров растут выше своих среднеисторических показателей.**

Сезонно очищенный аннуализированный рост цен большей половины товаров и услуг превышает целевой показатель инфляции и соответствующий среднеисторический рост в период с 2017 года по 2021 год (график 65). Вес данных категорий товаров и услуг в ИПЦ составляет 55%. Это свидетельствует о все еще высоком росте цен на большинство потребительских товаров и услуг. Среди товаров и услуг, которые продемонстрировали высокие показатели роста, выделяются аудиовизуальное оборудование и канализация (водоотведение). Вместе с тем, наблюдается ряд товаров и услуг, цены на которые растут ниже среднеисторических и целевых значений либо снижаются. Подобные тенденции отмечаются в динамике цен на овощи, масла и жиры, высшее образование.

График 65. Рост цен на различные группы товаров, м/м анн., %

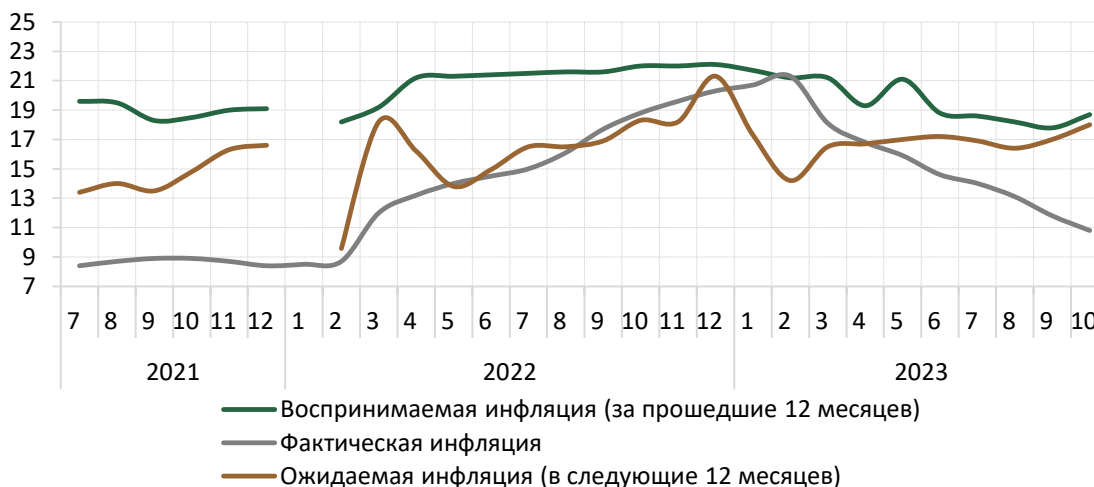


Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

### Инфляционные ожидания населения остаются повышенными и чувствительными к отдельным событиям.

Несмотря на последовательное замедление фактической инфляции, медианная оценка ожидаемой инфляции на горизонте одного года повысилась с 16,4% в августе до 18,0% в октябре 2023 года. При этом, несмотря на замедление с мая по сентябрь 2023 года (с 21,1% до 17,8%), медиана воспринимаемой инфляции выросла в октябре, составив 18,7% (график 66).

График 66. Медианные оценки ожидаемой и воспринимаемой инфляции, г/г, %



Источник: БНС АСПР РК, FusionLab: опрос населения

Основная доля респондентов отмечает рост цен на продукты питания, при этом она продолжила повышение с августа по октябрь 2023 года (с 66% до 81%). Среди продуктов питания, которые по мнению респондентов подорожали сильнее за прошедший месяц, стоит выделить молочную, мясную продукцию и хлебобулочные изделия. Низкие показатели урожая текущего года ввиду плохих погодных условий отразились на инфляционных ожиданиях населения. Так, в октябре 2023 года исторически максимальное количество опрошенных (46%) отметили более быстрый рост цен на хлеб и хлебобулочные изделия за прошедший месяц.

Наряду с этим, в октябре, как и в июле текущего года, респонденты снова отметили более быстрый рост цен на жилищно-коммунальные услуги, что обусловлено очередным

повышением тарифов на регулируемые услуги в рамках государственной программы «Тариф в обмен на инвестиции» (в октябре т.г. подорожали холодное водоснабжение, водоотведение, электроснабжение).

Население также отмечает рост цен на нерегулируемые услуги. В октябре текущего года доля опрошенных, указавших более быстрый рост цен на большинство рыночных услуг (медицинские услуги, услуги интернета и сотовой связи, услуги общественного питания и развлечения, образовательные услуги), существенно выросла по сравнению с июлем. Кроме того, респонденты также отметили удорожание лекарств и медикаментов, бытовой химии, одежды и обуви.

**Ценовые ожидания предприятий в четвертом квартале 2023 года продолжают постепенно замедляться, но в отдельных отраслях зафиксировано увеличение.**

По результатам опроса предприятий реального сектора, проводимым Национальным Банком, в третьем квартале 2023 года наблюдается замедление темпов роста цен на продукцию и услуги предприятий в экономике, однако наблюдается заметное увеличение темпов роста цен в водоснабжении и сельском хозяйстве. Предприятия обрабатывающей промышленности также отметили небольшое увеличение темпов роста цен.

В четвертом квартале 2023 года предприятия большинства отраслей ожидают дальнейшего замедления темпов роста цен, при этом предприятия ЖКХ (водоснабжение, производство электроэнергии) и сельского хозяйства ожидают их небольшого ускорения.

Для подавляющего большинства предприятий наиболее важным фактором при установлении цен на готовую продукцию являются цены на сырье и материалы (для 83,6% предприятий), спрос (82,7%) и затраты на рабочую силу (72,0%). По оценкам предприятий, динамика средней заработной платы замедлилась, остальные факторы практически не изменились.

В четвертом квартале 2023 года предприятия ожидают замедление роста цен на сырье и материалы и импортируемую продукцию, а также средней заработной платы, при этом предприятия ожидают небольшое увеличение спроса на готовую продукцию.

### 3.5. Фискальная политика

**Фискальная политика продолжает оставаться стимулирующей, оказывая проинфляционное влияние в различных секторах экономики. В текущем году наблюдается расширение дефицита государственного бюджета.**

Дефицит государственного бюджета вырос в 3,7 раза за 9 месяцев 2023 года по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, составив 2,2 трлн тенге, что было обусловлено опережающим ростом затрат по сравнению с ростом доходов (график 67). При этом нефтяной дефицит<sup>14</sup> вырос на 20,3% и составил 6,6 трлн тенге. Учитывая возросший дефицит, заимствования средств выросли на 72%, обслуживание долга - на 48,6%, что создает дополнительную нагрузку на бюджет.

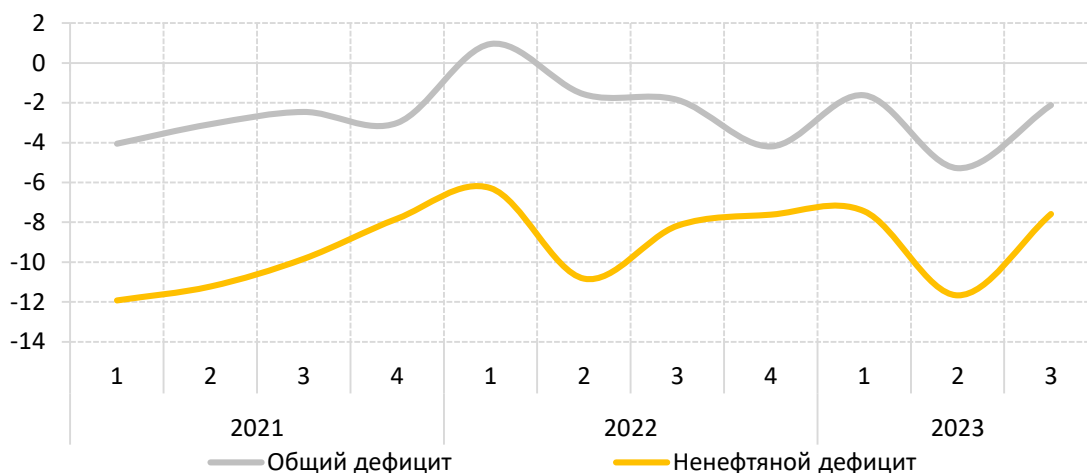
По итогам девяти месяцев 2023 года затраты государственного бюджета выросли на 24% в годовом выражении, наблюдается рост по всем статьям затрат (график 68). Основной вклад в рост вносят расходы на образование (доля в затратах – 21,4%), социальную помощь (21,2%), обслуживание долга (8,8%) и ЖКХ (5,9%). Рост капитальных затрат госбюджета составил 56%

---

<sup>14</sup> Ненефтяной дефицит - дефицит бюджета без учета трансфертов из Национального Фонда и вывозных таможенных пошлин на сырую нефть

на фоне инвестирования средств в инфраструктурные проекты на местном и республиканском уровнях.

График 67. Дефицит госбюджета, % к ВВП

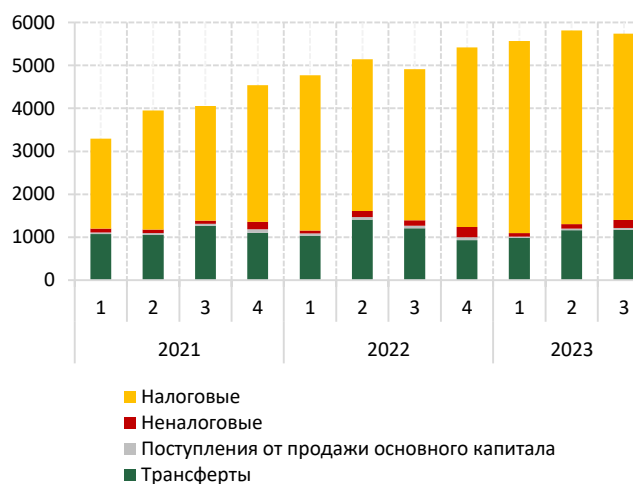


Источник: МФ РК, расчеты НБРК

График 68. Затраты основных статей госбюджета, г/г, %



График 69. Доходы госбюджета, млрд. тенге



Источник: МФ РК, расчеты НБРК

Кроме того, растут расходы на выдачу бюджетных кредитов. Так, рост кредитования из бюджетных средств составил 43,9% в результате повышенных займов со стороны АО «ФНБ «Самрук-Казына», местных бюджетов на предоставления микрокредитов сельскому населению и на инвестиционные проекты в АПК.

Государственные доходы растут более умеренными темпами, чем расходы. Так, рост доходов госбюджета за январь-сентябрь 2023 года составил 15,5%, что обусловлено ростом всех видов основных налоговых поступлений, прежде всего, корпоративного подоходного налога, индивидуального подоходного налога и налога на добавленную стоимость (график 69). Рост налогов был вызван ростом экономической активности, увеличением не нефтегазового внешнего и внутреннего товарооборота, а также расширением фонда заработной платы. Согласно поправкам в Налоговом Кодексе, введение новой ставки за использование радиочастотного спектра принесли дополнительные поступления в размере более 150 млрд тенге. Кроме того, увеличение ставок налога на добычу твердых полезных ископаемых (НДПИ) и рост добычи некоторых металлов пополнили бюджет на 101 млрд тенге. Помимо этого, на более высокий

уровень собираемости налогов также повлияло развитие цифровизации, налогового и таможенного администрирования.

Между тем, ввиду более низких запланированных трансфертов по сравнению с соответствующим периодом прошлого года снизились поступления из Национального Фонда. Стоит отметить, что на нефтяные доходы приходится более 30% доходов госбюджета.

Исполнение расходной части госбюджета идет согласно плановым прогнозам в рамках ПСЭР, заложенным на 9 месяцев 2023 года. При этом приток доходов находится ниже запланированного уровня ввиду более низких налоговых поступлений (на 4,1%). Расхождение с плановыми значениями наблюдается по статьям корпоративного подоходного налога с крупных субъектов предпринимательства кроме нефтяного сектора, налога на добавленную стоимость с импортных товаров, налога на добычу полезных ископаемых кроме нефтяного сектора и вывозной таможенной пошлины на сырую нефть.

## 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 непроизведенных материальных активов; г) расходы в связи с передачей права собственности на непроизведенные 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

**ЖКУ** – жилищно-коммунальные услуги

**ЖКХ** – жилищно-коммунальное хозяйство

**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

**МАЭК** – Мангистауский атомный энергетический комбинат

**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

**ПБР ПУУД** – Проект будущего расширения/ Проект управления устьевым давлением

**Трлн.** – триллион

**Тыс.** – тысяча

**ТШО** – Тенгизшевройл

**ЦБРФ** – Центральный банк Российской Федерации

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

**ФРС** – Федеральная резервная система США