



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

# Обзор инфляции

3 квартал 2018 года

Алматы, Казахстан

---

**Обзор инфляции** 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 макроэкономических показателей подготовлен на основе статистической информации по состоянию на 15.11.2018г.

## СОДЕРЖАНИЕ

Резюме .....	4
I. Макроэкономические условия и развитие финансового сектора .....	6
<b>1. Внешние макроэкономические условия</b> .....	6
1.1 Ситуация на мировых товарных рынках .....	6
1.1.1 Рынок нефти .....	6
1.1.2 Рынок цветных металлов .....	7
1.1.3 Рынок продовольствия .....	8
1.2 Экономическая ситуация в США и ставка ФРС .....	9
1.3 Экономическая ситуация в странах-торговых партнерах Казахстана .....	10
1.3.1 Агрегированный внешний ВВП.....	10
1.3.2 Агрегированная внешняя инфляция.....	12
1.3.3 Ставки денежного рынка.....	12
1.3.4 Валютные курсы.....	14
1.4 Платежный баланс РК.....	15
<b>2. Внутренняя экономика</b> .....	17
2.1 Денежно-кредитная политика и развитие финансового сектора .....	17
2.1.1 Денежный рынок и операции НБРК .....	17
2.1.2 Валютный рынок и операции НБРК с иностранной валютой .....	18
2.1.3 Депозитный рынок .....	19
2.1.4 Кредитный рынок .....	20
2.1.5 Денежные агрегаты .....	21
2.2 Цены и инфляционные процессы .....	22
2.2.1 Цены в потребительском секторе.....	22
2.2.2 Цены в реальном и внешнем секторах.....	22
2.2.3 Инфляционные ожидания.....	23
2.3 Развитие реального сектора .....	24
2.3.1 Внутренний спрос .....	24
2.3.2 Внутреннее производство .....	27
2.3.3 Рынок труда и безработица .....	30
2.4 Бюджетная политика .....	33
<b>II. Прогноз основных макроэкономических показателей и дальнейшие направления денежно-кредитной политики</b> .....	34
1. Основные допущения внешних параметров для прогнозов .....	36
2. Прогноз по базовому сценарию .....	38
3. Риски в среднесрочной перспективе .....	40
Приложение 1. Прогноз текущего счета платежного баланса.....	43
Основные термины и понятия .....	45
Список основных сокращений .....	49

## РЕЗЮМЕ

С момента выхода предыдущего Обзора инфляции за второй квартал 2018 года Национальный Банк дважды принимал решение по базовой ставке. В октябре базовая ставка была повышена до 9,25%, и сохранена на уровне 9,25% в декабре при неизменном коридоре +/-100 базисных пунктов.

Инфляция в октябре и ноябре 2018 года сформировалась на уровне 5,3%, приблизившись к нижней границе целевого коридора 5-7%. Замедлению роста цен преимущественно способствовало годовое снижение цен на плодоовощную продукцию и бензин, а также понижение по сравнению с сентябрем тарифов на регулируемые услуги. При этом на сохраняющийся высокий инфляционный фон в экономике указывает продолжение роста базовой инфляции с 5,9% в августе до 6,8% в ноябре текущего года.

Инфляционные ожидания остаются адаптивными и являются чувствительными к событиям разового характера. Если в сентябре и октябре инфляционные ожидания складывались выше фактической инфляции, то по итогам ноября они снизились до уровня фактической инфляции – 5,3%. Таким образом, уменьшился эффект влияния негативных событий сентября и октября, связанных с динамикой курса тенге. Продолжается долгосрочный тренд на замедление уровня воспринимаемой инфляции.

По оценкам Национального Банка, в рамках базового сценария, предполагающего цену на нефть марки Brent в размере 60 долл. США за баррель, годовая инфляция в Казахстане в 2019 году начнет плавное вхождение в новый целевой коридор 4-6%, находясь около его верхней границы. По сравнению с предыдущим прогнозным раундом «Август-сентябрь 2018 года» траектория инфляции была скорректирована в сторону незначительного понижения, что связано с ожидаемым в 2019 году снижением цен на услуги монополистов. В первом полугодии 2020 года годовая инфляция, по оценкам Национального Банка, продолжит постепенное замедление.

Национальный Банк пересмотрел риск профиль в сторону незначительного ухудшения. Из внутренних факторов по сравнению с прошлым прогнозным раундом усилился риск инфляционного давления со стороны внутреннего спроса в условиях повышения минимальных заработных плат с 2019 года в 1,5 раза. Кроме того, возможному разгону внутреннего спроса будут способствовать снижение индивидуального подоходного налога для низкооплачиваемых работников, а также положительная динамика потребительского кредитования.

Основными рисками инфляционного давления со стороны внешнего сектора являются неопределённость в отношении будущих цен на нефть, а также продолжение тенденции роста инфляции в странах – основных торговых партнёрах. Волатильности на рынке нефти и усилению рисков их снижения способствует рост предложения сырья, при возможном замедлении мирового спроса в результате торговых конфликтов.

Сохраняются риски ужесточения внешних монетарных условий, проявляющиеся в повышении ставки денежно-кредитной политики ФРС США.

Согласно обновленным прогнозам Национального Банка, при базовом сценарии рост реального ВВП Казахстана в 2019 году составит 2,7%, в первом полугодии 2020 года – 2,7%. Предпосылки по экономическому росту не изменились. Основным драйвером роста экономики будет выступать рост внутреннего потребительского спроса. Сохранится позитивная динамика инвестиционной активности, в первую очередь, в горнодобывающей отрасли и жилищном строительстве. Увеличение экспорта товаров и

услуг будет связано с дальнейшим ростом добычи нефти и газового конденсата на месторождении Кашаган.

Национальный Банк оценивает разрыв выпуска на прогнозной перспективе как положительный, что будет оказывать проинфляционное давление. К концу прогнозного горизонта положительный разрыв будет сокращаться, оставаясь в слабopоложительной зоне.

Национальный Банк сохраняет нейтральный характер денежно-кредитных условий. Текущий уровень базовой ставки, при прочих равных условиях, обеспечивает формирование инфляции внутри нового целевого коридора 4-6% к концу 2019 года. Кроме того, текущая процентная политика Национального Банка позволяет также нивелировать давление внешних факторов на внутренний валютный рынок. Тем самым, обеспечивается эффективное формирование курса тенге и снижение его влияния на внутренние цены.

Важной задачей в рамках повышения эффективности денежно-кредитной политики Национального Банка остаётся улучшение краткосрочной предсказуемости таргетируемой ставки TONIA в границах целевого коридора, в том числе за счёт сближения ставок денежного рынка с базовой ставкой.

I. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ И РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

1. ВНЕШНИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

1.1 Ситуация на мировых товарных рынках

1.1.1 Рынок нефти

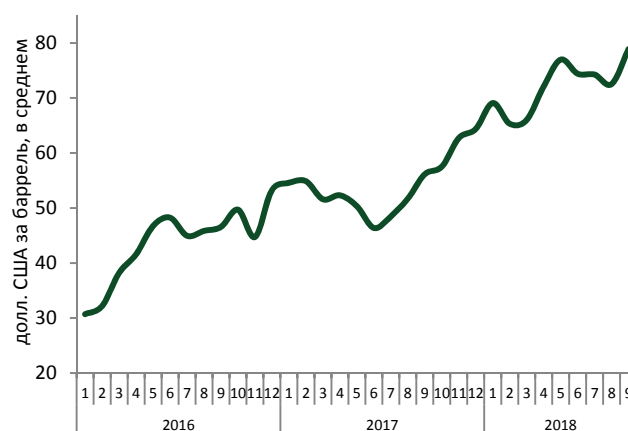
Средняя цена на нефть марки Brent за третий квартал составила 75,2 долл. США за баррель (график 1), что на 44,4% выше третьего квартала 2017 года.

Одной из главных фундаментальных причин отмеченного роста цен на нефть является сокращение общемировых запасов вследствие быстро и стабильно растущего мирового спроса на нефть (график 2).

Мировое потребление нефти в сравнении с соответствующим кварталом предыдущего года выросло на 1,5% (график 3). Ускорение мирового потребления было обусловлено ростом опасений рынка по дальнейшему увеличению цен на нефть, а также ожиданиями сокращения поставок из Ирана в связи с санкциями со стороны США. Дополнительную поддержку спросу продолжает оказывать ситуация в Венесуэле. На фоне влияния перечисленных факторов было отмечено усиление потребления нефти в Китае, Индии, а также в США, где на увеличение спроса дополнительно повлиял рост объемов промышленного производства и грузовых перевозок.

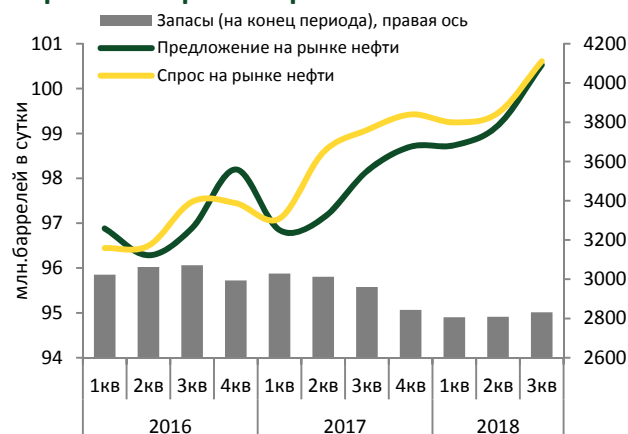
Мировое производство нефти выросло на 2,2% (график 4). Основной вклад в рост мирового производства обеспечивается странами вне ОПЕК, суммарная добыча нефти в которых выросла на 4,7%. На фоне благоприятной ценовой динамики отмечен значительный рост добычи нефти в США, а также в странах Латинской Америки. По мнению некоторых аналитиков, добыча нефти в США и Канаде была бы намного выше, если бы не проблемы, связанные с ограниченными производственными мощностями. Добыча нефти в странах ОПЕК+ в сравнении с соответствующим кварталом 2017 года снизилась на 2,3%. При этом основной вклад в снижение был обеспечен Ираном (минус 7,5%), а также Венесуэлой (на 35,3%). Рост добычи отмечен в Саудовской Аравии, России, странах Африки и ОАЭ.

График 1. Цена на нефть марки Brent



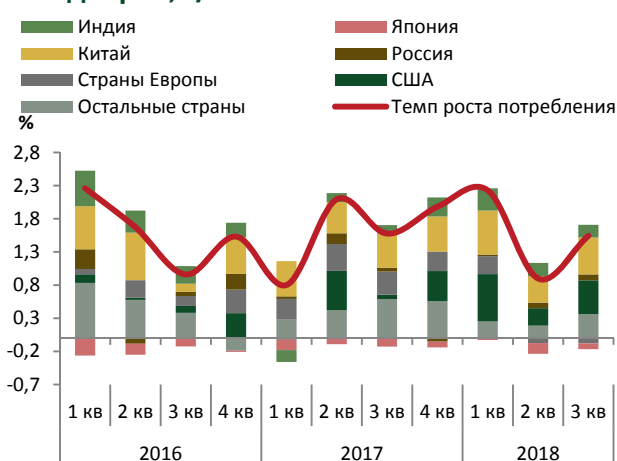
Источник: U.S. Energy Information Administration (EIA)

График 2. Спрос, предложение и запасы на мировом нефтяном рынке



Источник: U.S. Energy Information Administration (EIA)

График 3. Потребление нефти в мире и вклад стран, г/г



Источник: U.S. Energy Information Administration (EIA)

### 1.1.2 Рынок цветных металлов

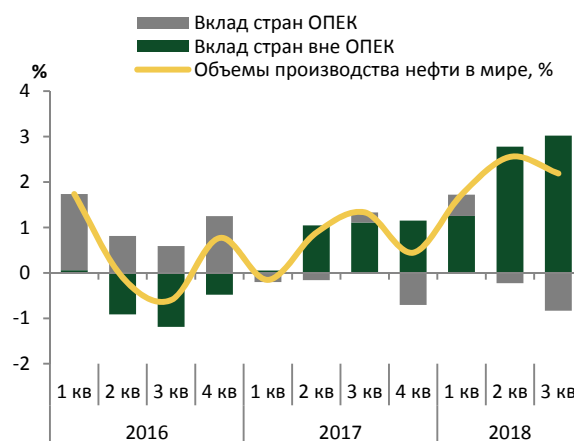
На рынке цветных металлов преобладала негативная динамика, вызванная ужесточением денежно-кредитной политики США и центральных банков развивающихся стран, а также укреплением американской валюты и эскалацией торговых войн в мире. Ожидаемое замедление роста глобальной экономики и, как следствие, замедление мирового спроса на металлы оказали дополнительное давление на снижение цен на них.

На фоне вышеперечисленных факторов по всем цветным металлам было отмечено снижение цен в отчетном периоде. В результате, по оценкам Национального Банка, в сентябре 2018 года по сравнению с сентябрем 2017 года среднеарифметический индекс цен на медь, алюминий, цинк и свинец показал снижение на 12,8% (график 5).

На рынке алюминия котировки цен снизились на 9,4%. Падение цен на металл происходило под влиянием нескольких факторов. Во-первых, Министерство финансов США в очередной раз отложило ввод санкций в отношении компаний Русал и En+, что снизило риск нехватки металла на рынке. Во-вторых, наблюдался резкий рост производства в результате запуска нового завода в Индии. В-третьих, снижение производства алюминия в мире является также следствием снижения доступности глинозема, используемого для получения алюминия, а также роста цен на электроэнергию. В отчетном периоде поддержку ценам оказывали: забастовка рабочих на заводе Alcoa (третий в мире по величине производитель алюминия) в Западной Австралии, сокращение объемов производства глинозема китайской компанией Aluminium Corp. China из-за высоких цен на бокситы и низких цен на глинозем, а также планы властей Китая по широкому развитию инфраструктурных проектов в стране.

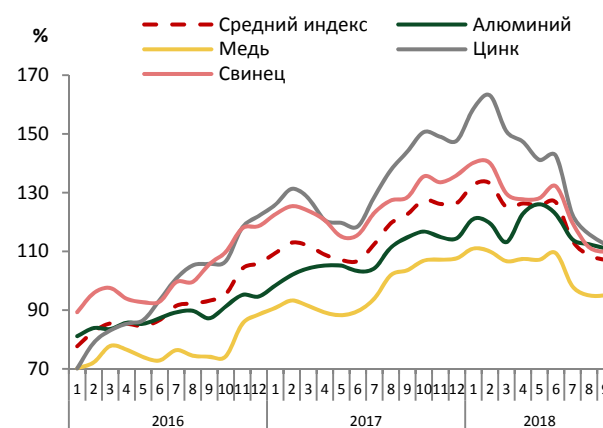
На рынке меди цены снизились на 13,1%. Главным сдерживающим фактором

График 4. Производство нефти в мире, г/г



Источник: U.S. Energy Information Administration (EIA)

График 5. Индекс цен на медь, алюминий, цинк и свинец (январь 2015 г.=100 %)



Источник: расчеты НБРК по данным Bloomberg

аналитики отмечают ожидания рынка по падению потребления металла на фоне торговых разногласий между США и Китаем. Снижение цены на металл стало также отражением увеличения предложения со стороны Чили и Индонезии, несмотря на необходимость урегулирования трудовых споров. На снижении уровня потребления металла в Европе и США сказались начало отпускного сезона и небольшой спад торговой активности. Драйверами роста цен на металл стали остановка медеплавильного завода в Индии ввиду экологических протестов, а также ремонтные работы на заводе Glencore на Филиппинах в результате прошедшего в сентябре крупного тайфуна.

На рынке цинка наблюдалось наиболее глубокое падение цен, снижение составило 21,2%. Столь значительное падение цен на металл произошло, прежде всего, в результате более быстрого роста производства металла, чем его потребления в мире. Немаловажным фактором, отразившимся на снижении котировок, стал укрепившийся доллар США. Кроме того, падение цен на металл сопровождалось ростом ожиданий рынка по предстоящему сокращению потребления в Китае на фоне реализации государственной зимней программы по защите экологии.

Торговые войны в мире и политическая напряженность привели к тому, что цены на свинец значительно упали, падение составило 17%. Вместе с тем, дефицит поставок и сезонно высокий спрос на предстоящий зимний период продолжали поддерживать рынок металла.

### 1.1.3 Рынок продовольствия

По данным Продовольственной и сельскохозяйственной Организации Объединенных Наций, в сентябре 2018 года индекс продовольственных цен ФАО составил 164,9., снизившись в сравнении с сентябрем 2017 года на 7,6% (график 6). Падение индекса обусловлено снижением цен по всем компонентам.

Индекс цен на зерновые продемонстрировал небольшое снижение,



что объясняется падением цен на кукурузу, рис и пшеницу на фоне богатого урожая кукурузы в США и больших объемов поставок пшеницы из России. В годовом выражении цены на зерновые снизились на 7,6%.

Цены на масла падают 8 месяцев подряд и достигли трехлетнего минимума. Стоимость пальмового, соевого и подсолнечного масел снижается на фоне данных о повышенном предложении со стороны производителей. Индекс цен на растительные масла за год снизился на 22%.

Стоимость мясной продукции за третий квартал практически не изменилась. Снижение цен на мясо птицы и говядины вследствие большого предложения со стороны США было нивелировано ростом цен на баранину и свинину на фоне повышенного спроса со стороны Китая.

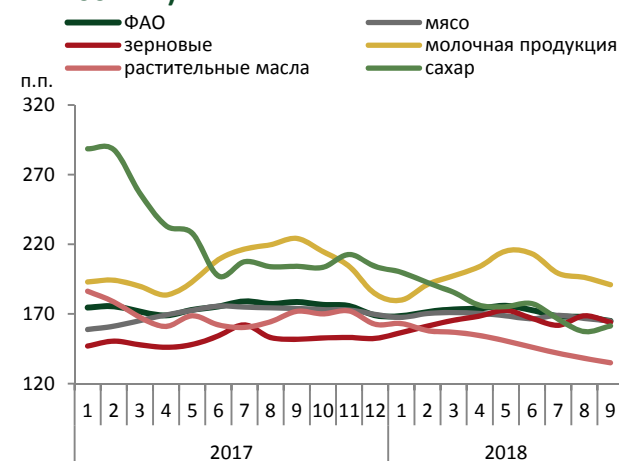
Индекс цен на молочную продукцию снижается 4 месяца подряд, потеряв за квартал 10,4% стоимости. Сокращение рыночной активности и хорошие виды на производство в Новой Зеландии стали причинами снижения цен на молочные продукты. По сравнению с сентябрем 2017 года цены упали на 15%.

В сентябре цены на сахар продемонстрировали рост на фоне данных о плохих погодных условиях в Бразилии, Индии и Индонезии - основных странах экспортерах. Несмотря на это, за год цены на сахар снизились на 21%, чему способствовало обесценение национальных валют Бразилии и Индии.

### 1.2 Экономическая ситуация в США и ставка ФРС

По итогам третьего квартала экономический рост США ускорился и составил 3,0% (график 7). Ускорение роста экономики сопровождалось усилением политики протекционизма США, а также высокой поддержкой экономических субъектов посредством проведения мягкой бюджетной политики. По данным Бюро экономического анализа при Министерстве торговли США, дополнительную поддержку росту экономики оказали увеличение потребительских расходов на товары и

**График 6. Индекс цен ФАО (2002-2004 гг.=100 п.п.)**



Источник: ПСО ООН

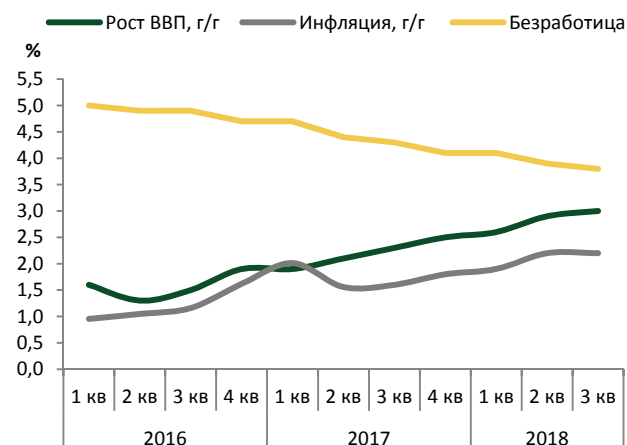
услуги, а также валовые частные внутренние инвестиции, преимущественно в продукты интеллектуальной собственности. Рост потребительских расходов произошел на фоне увеличения почасовой заработной платы, государственных социальных пособий и доходов за аренду жилья. Среди прочих положительных факторов было отмечено дальнейшее замедление безработицы, а также рост числа занятых в сфере здравоохранения, услугах транспорта и прочих услугах.

В отчетном периоде было зафиксировано значительное падение экспорта товаров, а также сокращение инвестиционных вложений в оборудование, что в совокупности оказало сдерживающее влияние на дальнейший рост экономики.

Годовая инфляция США ускорилась. Ускорение инфляционных процессов было вызвано значительным ростом цен на бензин, товары длительного пользования (автомобили, компьютеры, велосипеды и т.д.) и некоторые услуги на фоне роста реальных денежных доходов населения.

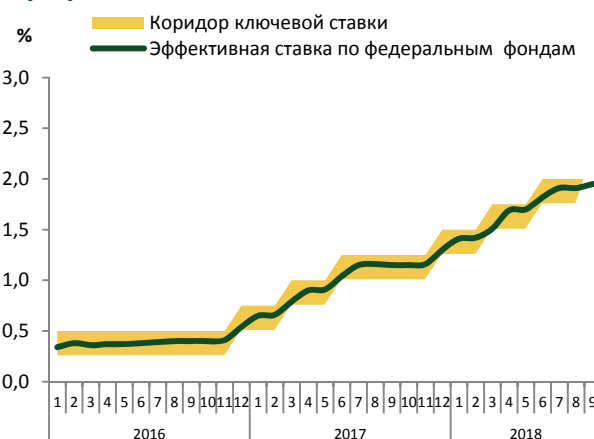
В сентябре 2018 года ФРС США в третий раз с начала года приняла решение повысить ключевую ставку на 25 базисных пункта до 2,00-2,25% (график 8). Решение было принято с учетом достижения долгосрочной цели по инфляции, а также дальнейшего укрепления показателей на рынке труда и высоких темпов экономической активности.

График 7. Показатели экономики США



Источники: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS)

График 8. Ставки в США



Источник: Reuters

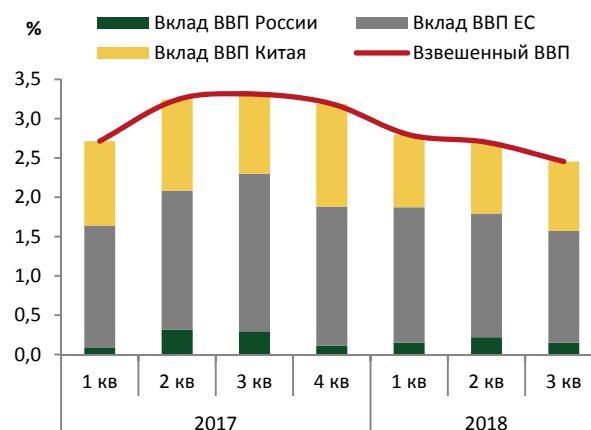
### 1.3 Экономическая ситуация в странах – торговых партнерах Казахстана

#### 1.3.1 Агрегированный внешний ВВП

Показатель агрегированного внешнего ВВП, рассчитываемый на основе данных о структуре международной торговли Казахстана и характеризующий спрос на казахстанский экспорт, продолжает снижение четыре квартала подряд (график 9). В отчетном квартале замедление темпов роста показателя произошло ввиду замедления темпов роста экономик всех торговых партнеров – России, ЕС и Китая (график 10).

Рост экономики Китая снизился до отметки 6,5%, что стало, прежде всего,

График 9. Взвешенный внешний ВВП, г/г



Источник: Расчеты НБРК

отражением торгового противостояния с США и увеличения торговых барьеров в экономике. В результате чего, в отчетном периоде было отмечено замедление активности в обрабатывающей промышленности, строительстве и торговле.

Дополнительное отрицательное влияние происходило от ослабления внутреннего спроса на фоне снижения потребительских расходов. Поддержку экономическому росту оказали высокие показатели экспорта, выросшие до реализации американских пошлин, а также рост добычи сырой нефти (впервые за три года) на фоне роста мировых цен на энергоносители.

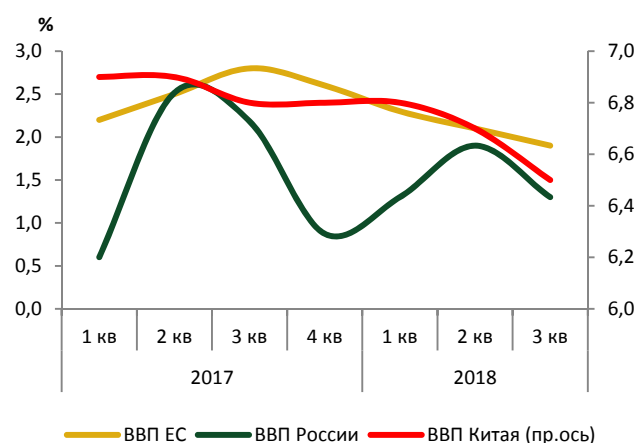
Замедление ВВП стран еврозоны произошло во многом за счет Германии, Франции и Италии. По мнению экспертов, на отмеченное замедление повлияло множество факторов, наиболее значимыми из которых стали торговая война с США, политические проблемы в Германии, высокий уровень госдолга в Италии, а также общее ухудшение экономической ситуации в мире. Немаловажным фактором, обострившим ситуацию, стали намерения ЕЦБ до конца 2018 года свернуть программу выкупа облигаций. Сдерживающее влияние на дальнейший рост экономики продолжает оказывать процесс выхода Великобритании из состава ЕС.

Согласно оценке Росстата, темпы экономического роста России в третьем квартале 2018 года замедлились до 1,3% (1,9% в предыдущем периоде). Снижение производственной активности зафиксировано по большинству отраслей, в частности в сельском хозяйстве (-6,1% г/г), строительстве (-0,4% г/г). Такая динамика в сельском хозяйстве объясняется снижением урожая зерновых и зернобобовых культур на фоне высокой базы прошлого года. Следует отметить, что отрицательный вклад сельского хозяйства в третьем квартале в рост ВВП составил 0,5 п.п.

### 1.3.2 Агрегированная внешняя инфляция

Агрегированный внешний индекс потребительских цен, рассчитанный по доле

**График 10. Реальный рост ВВП Китая, ЕС, России, г/г**



Источник: Bloomberg, Евростат, Росстат

в импорте Казахстана стран – основных торговых партнеров, в третьем квартале 2018 года ускорился (график 11). Отмеченное ускорение объясняется резким ростом инфляции в России и в Китае (график 12). Ускорение показателя четко иллюстрирует усиление внешнего инфляционного давления на потребительские цены в Казахстане.

Годовая инфляция в Китае в сентябре 2018 года ускорилась и достигла 2,5%. Наибольший вклад в рост годовой инфляции привнесли выросшие цены на энергоносители. Дополнительную нагрузку создали подорожавшие цены на некоторые продукты питания, в особенности на овощи и фрукты, баранину и яйца. В структуре услуг подорожали образовательные услуги, услуги здравоохранения и аренда домов. Кроме того, было отмечено увеличение цен на местные и зарубежные лекарственные средства.

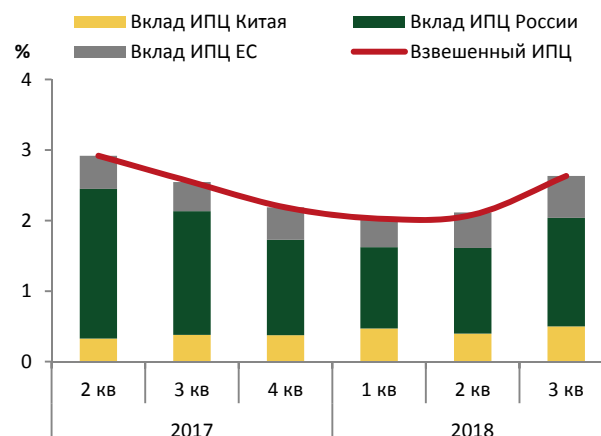
Инфляция стран ЕС в сентябре 2018 года в годовом выражении составила 2,2%. На рост инфляционных процессов в экономике существенное влияние оказали высокие цены на бензин. Кроме того, было отмечено удорожание некоторых сезонных продуктов питания, таких как фрукты и овощи, а также алкоголя и табака.

Инфляция в России продолжила свое ускорение в третьем квартале и в сентябре 2018 года составила 3,4%. Динамика инфляционных процессов формировалась под влиянием ослабления рубля, ускорения роста цен на товары продовольственной компоненты на фоне низкой базы прошлого года и опережающего повышения цен на товары некоторыми производителями в преддверии повышения ставки НДС.

### 1.3.3 Ставки денежного рынка

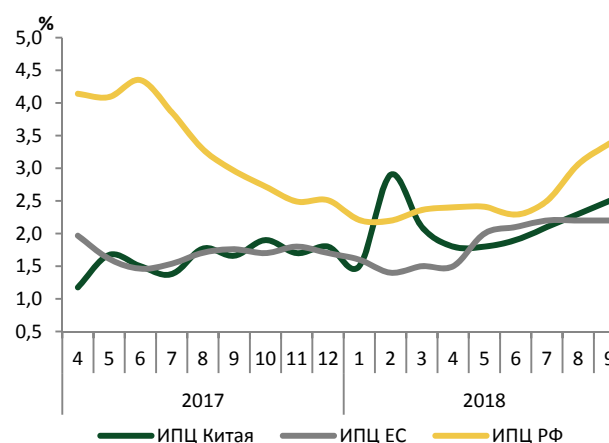
Народный Банк Китая в третьем квартале 2018 года сохранил ключевую ставку без изменений (график 13). Между тем, среднемесячное значение однодневной ставки SHIBOR показало небольшой рост с 2,20% в августе до 2,47% в сентябре 2018 года.

График 11. Взвешенный внешний ИПЦ, г/г



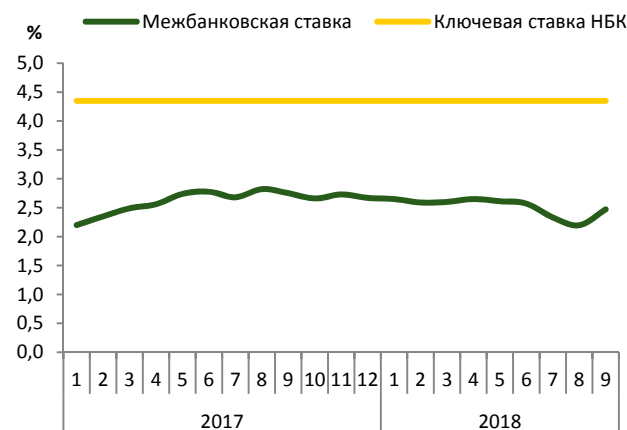
Источник: Расчеты НБРК

График 12. Инфляция в Китае, ЕС, России г/г



Источник: Национальное бюро статистики Китая, Евростат, Росстат

График 13. Ставки в Китае



Источник: Reuters

На последнем заседании ЕЦБ, вопреки ожиданиям рынка, сохранил директивные ставки на минимальном уровне. Более того, ЕЦБ повторно заявил о намерении сохранить ставки на текущих уровнях до конца лета 2019 года (график 14). Регулятор также подтвердил, что чистые покупки активов будут прекращены к концу декабря 2018 года.

На фоне роста цен Банк России пересмотрел свои прогнозы по инфляции в сторону увеличения. Так, по прогнозам ЦБ РФ, годовая инфляция на конец 2018 года составит 3,8-4,2% вместо ранее заявленных 3,5-4%. В 2019 году планируется краткосрочное ускорение темпов инфляции до 5-5,5% с плавным входом в целевой ориентир в размере 4% в первой половине 2020 года (график 15). В этой связи, для ограничения инфляционных рисков Банк России в сентябре 2018 года принял решение о повышении ключевой ставки на 25 п.п. до 7,50%.

### 3.4 Валютные курсы

Среднемесячный курс юаня к доллару США ослаб с 6,71 в июле до 6,85 юаней за доллар США в сентябре 2018 года (график 16).

На ослабление китайской национальной валюты повлияло несколько факторов, наиболее значительным из которых являлось обострение конфликта с США. Давление на китайскую валюту также оказали меры центрального банка Китая по снижению резервных требований для ряда банков. Некоторые аналитики среди прочих причин ослабления национальной валюты указывают на попытку властей Китая поддержать местных производителей-экспортеров посредством ослабления юаня.

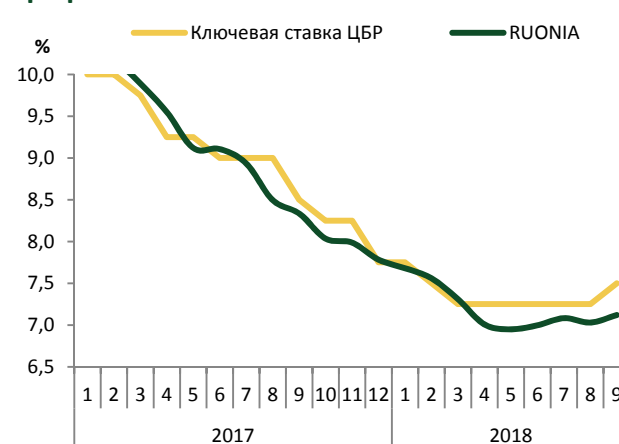
За рассматриваемый период котировки европейской валюты после продолжительного ослабления немного укрепились с 1,168 долларов США в среднем за июль 2018 года до 1,166 долларов США за

График 14. Ставки в ЕЦБ



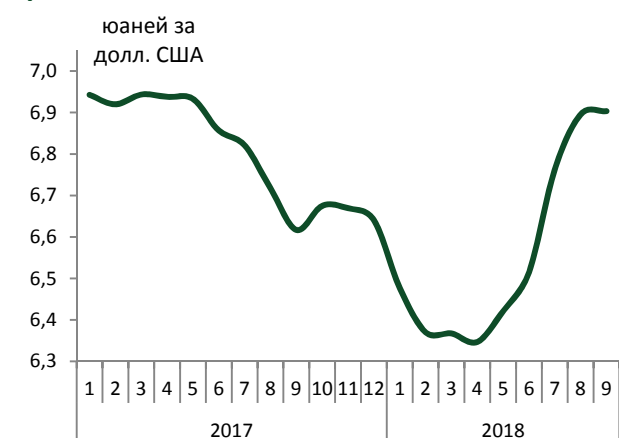
Источник: Reuters

График 15. Ставки в России



Источник: ЦБ РФ

График 16. Курс юаня к доллару США, в среднем за месяц



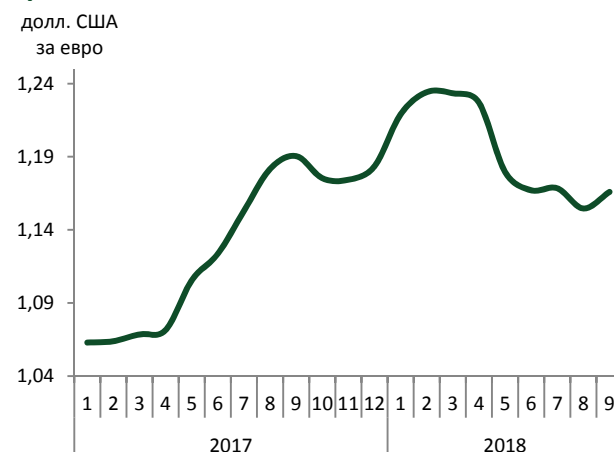
Источник: Reuters

евро в среднем за сентябрь 2018 года (график 17). Незначительное укрепление происходило на фоне достижения договоренности властей ЕС с США о временной приостановке ввода повышенных пошлин на сталь и алюминий из Европы.

Курс российского рубля к доллару США на протяжении третьего квартала демонстрировал тенденцию ослабления. Данная динамика была обусловлена в большей степени вводом новых санкций по отношению к России со стороны США, вследствие чего произошел отток нерезидентов с рынка облигаций федерального займа (график 18). Доля нерезидентов в облигациях федерального займа в сентябре уменьшилась до 25,8% с пиковых 34,5% в марте 2018 года.

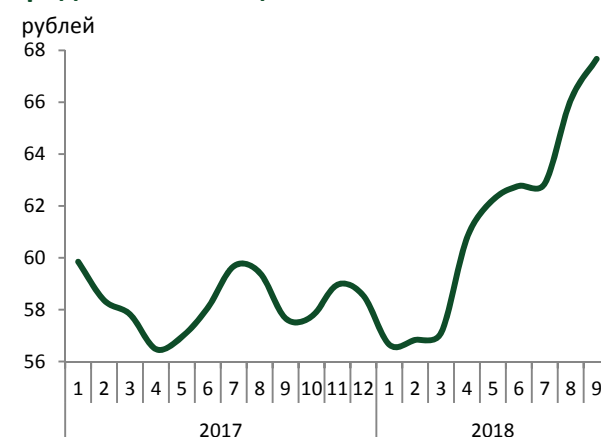
В сентябре среднемесячный курс рубля ослаб относительно июня 2018 года на 7,8%, составив 67,7 рублей за доллар США.

**График 17. Курс доллара США к евро, в среднем за месяц**



Источник: Reuters

**График 18. Курс рубля к доллару США, в среднем за месяц**



Источник: ЦБ РФ

**1.4 Платежный баланс РК**

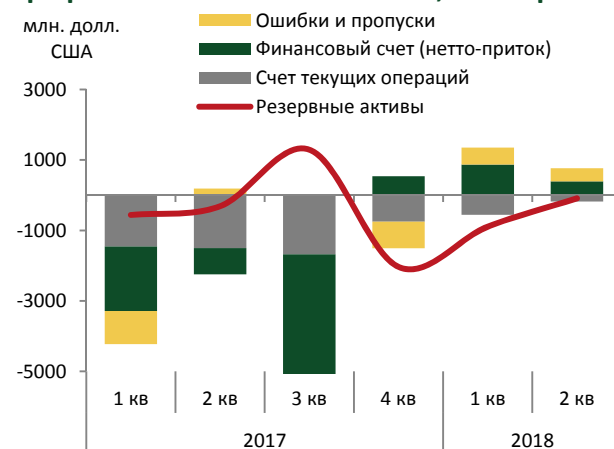
На фоне роста мировых цен и увеличения добычи нефти и газового конденсата во втором квартале 2018 года наблюдалось улучшение платежного баланса.

Дефицит счета текущих операций во втором квартале 2018 года сократился более чем в 8 раз по сравнению с аналогичным кварталом предыдущего года до 0,2 млрд. долл. США. Сдерживающим фактором сокращения дефицита текущего счета является высокий уровень доходов прямых иностранных инвесторов (графики 19 и 20).

Экспорт товаров вырос на 21,5%, главным образом, за счет минеральных продуктов (на 34,6%) и зерна (на 31,9%).

Рост импорта товаров (на 3,2%)

**График 19. Платежный баланс, за квартал**



Источник: НБРК



отмечался по всем основным товарным группам (по потребительским товарам – на 5,8%, промежуточным товарам промышленного потребления – на 2,8%, инвестиционным товарам – на 6,1%).

Более высокие темпы прироста экспорта товаров над импортом обеспечили увеличение положительного сальдо торгового баланса более чем в 1,5 раза (график 20).

Дефицит баланса международных услуг снизился по сравнению со вторым кварталом 2017 года на 9,1% за счет роста экспорта услуг при менее значительном увеличении импорта услуг. Прирост экспорта услуг обеспечен увеличением доходов отечественных авиаперевозчиков, а также расходов нерезидентов на поездки в Казахстан.

Увеличение импорта услуг было обусловлено ростом объемов деловых услуг, связанных с участием нерезидентов в реализации крупных инфраструктурных проектов на территории РК (график 21).

На фоне роста экспорта сырьевых товаров доходы нерезидентов от прямых инвестиций увеличились на 29,4%. Часть доходов была направлена нерезидентами на финансирование дочерних казахстанских предприятий в нефтегазовой сфере.

Чистый отток капитала по финансовому счету (за исключением резервных активов) составил 0,4 млрд. долл. США.

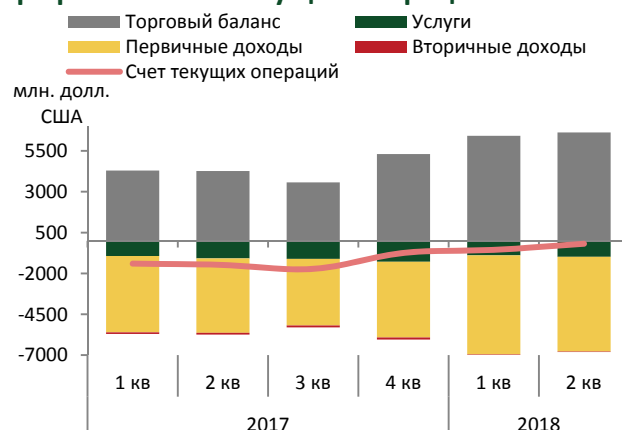
Чистый приток капитала по прямым инвестициям был компенсирован чистым оттоком по портфельным и другим инвестициям.

По иностранным прямым инвестициям чистый приток сложился в результате реинвестирования доходов нерезидентов от участия в казахстанских предприятиях.

Положительное сальдо (нетто-отток) по портфельным инвестициям сформировалось вследствие существенного сокращения обязательств резидентов в составе портфельных инвестиций при менее значительном снижении их активов.

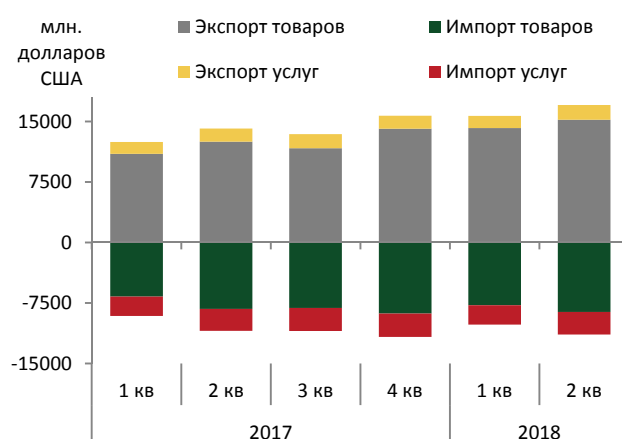
По другим инвестициям положительное сальдо возникло в связи с увеличением

**График 20. Счет текущих операций**



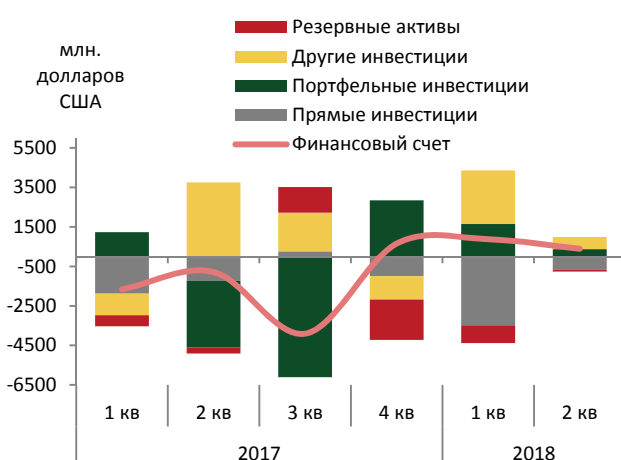
Источник: НБРК

**График 21. Экспорт и импорт товаров и услуг**



Источник: НБРК

**График 22. Финансовый счет**

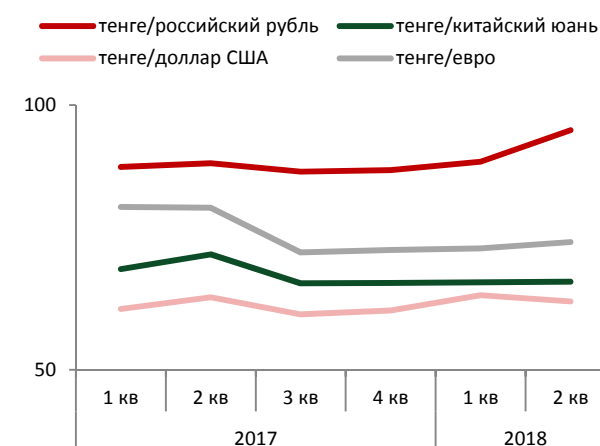


Источник: НБРК

дебиторской задолженности небанковских организаций и наличной иностранной валюты на руках у населения (график 22).

Индекс реального эффективного обменного курса укрепился по итогам шести месяцев 2018 года на 2,5% по отношению к декабрю 2017 года и составил 79% к базовому уровню конкурентоспособности декабря 2013 года. Индексы двухсторонних реальных обменных курсов тенге к валютам стран основных партнеров демонстрировали разнонаправленную динамику. В июне 2018 года по отношению к декабрю 2017 года тенге в реальном выражении укрепился к рублю на 6,7% и к евро - на 1,9%. При этом тенге ослаб к юаню на 0,4%, к доллару США - на 0,3% (график 23).

**График 23. Индекс реального эффективного обменного курса (декабрь 2013 = 100%)**



Источник: НБРК



## 2. ВНУТРЕННЯЯ ЭКОНОМИКА

### 2.1 Денежно-кредитная политика и развитие финансового сектора

#### 2.1.1 Денежный рынок и операции Национального Банка

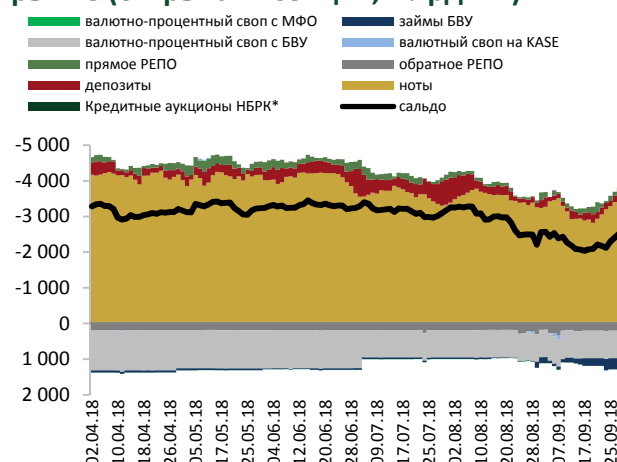
Профицит ликвидности обуславливал ситуацию на денежном рынке. Для сдерживания инфляционного давления со стороны избыточной ликвидности Национальный Банк проводил операции по ее изъятию. Основные объемы изымались посредством краткосрочных нот.

На фоне ужесточения внешних монетарных условий произошел выход нерезидентов из краткосрочных нот Национального Банка (доля в общем объеме открытой позиции по краткосрочным нотам сократилась с 6,33% в июне 2018 года до 2,85% в сентябре). В результате в середине сентября отрицательное сальдо по операциям денежно-кредитной политики сократилось до минимума с начала 2018 года (2 трлн. тенге).

В целях улучшения трансмиссии ставок на денежном рынке Национальным Банком предпринимались меры по приближению доходностей краткосрочных нот к уровню базовой ставки. На этом фоне возрос спрос на краткосрочные ноты со стороны банков резидентов. Как следствие к концу квартала отрицательное сальдо возросло до уровня 2,6 трлн. тенге. При этом в рамках поддержания финансовой стабильности банковского сектора в течение квартала были предоставлены займы отдельным банкам (график 24).

Базовая ставка была дважды сохранена на прежнем уровне (9 июля и 3 сентября) на фоне смещения баланса рисков во внешнем секторе, а также возможного усиления проинфляционного давления со стороны внутренней экономики. Таким образом, денежно-кредитные условия были сохранены на нейтральном уровне. Ставка TONIA в течение квартала формировалась преимущественно ближе к уровню нижней границы коридора процентных ставок (график 25). Однако на фоне волатильности обменного курса тенге и сезона налоговых выплат происходили периодические всплески до уровня базовой ставки. На конец

**График 24. Операции НБРК на внутреннем рынке (открытая позиция, млрд. тг.)**



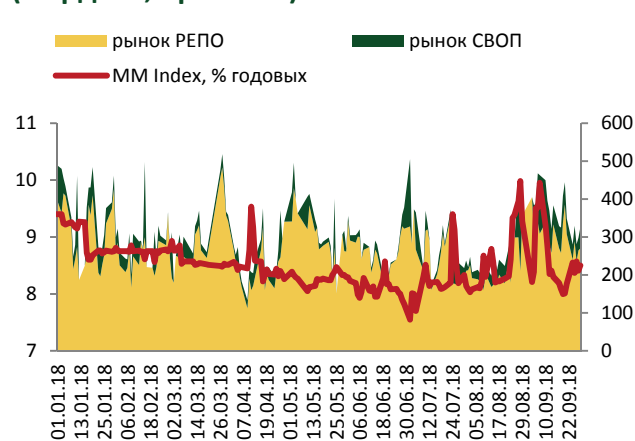
\*Аукцион НБРК по покупке ценных бумаг с обратной продажей  
Источник: НБРК

**График 25. Базовая ставка и ставка TONIA**



Источник: НБРК, КФБ

**График 26. Динамика MMI и объем сделок (млрд. тг., прав. ось)**



Источник: КФБ

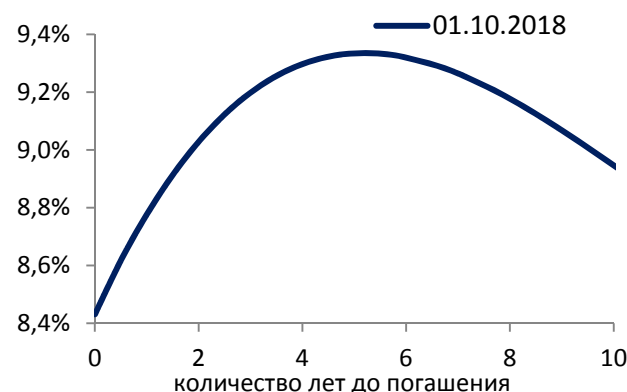
периода ее значение составило 8,31%.

В целях повышения эффективности проводимой политики с 10 сентября 2018 года официальный курс тенге к доллару США устанавливается на основе среднебиржевого курса по итогам торговых сессий со сроками расчетов T+1, что способствует улучшению в управлении краткосрочной ликвидностью и снижению волатильности на денежном рынке.

Money Market Index изменялся в диапазоне 7,55-9,98%. Значение индикатора на 28 сентября 2018 года сформировалось на уровне 8,50% (график 26).

Наблюдалась временная «горбатая» форма кривой, которая свидетельствует о существенном повышении краткосрочной доходности (график 27). Данная ситуация возникла вследствие сделок, проведенных в сентябре нерезидентами по продаже годовых нот с доходностью выше 10% по низкой цене. Ожидается, что подобный эффект продлится до середины четвертого квартала текущего года.

**График 27. Безрисковая кривая доходности на рынке государственных ценных бумаг, %**



Источник: КФБ

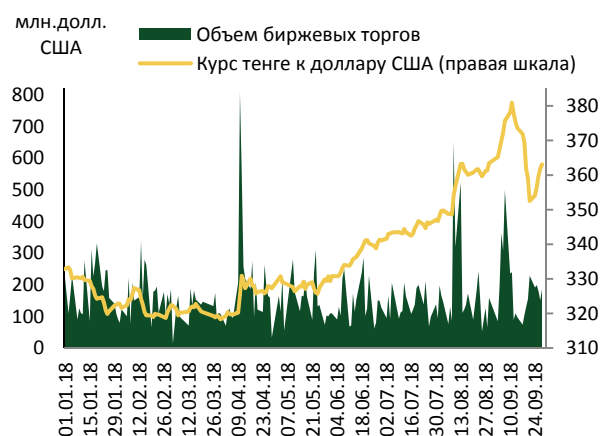
### 2.1.2 Валютный рынок и операции Национального Банка с иностранной валютой

Волатильность на валютном рынке являлась следствием ряда внешних факторов.

Рост цены на нефть, достигшей в сентябре 2018 года максимальных значений с декабря 2014 года, стал благоприятным фактором. Обострение торговых конфликтов, санкционная и протекционистская политика США негативно повлияли на состояние валютного рынка. Данные меры, а также ужесточение денежно-кредитной политики ФРС США, обусловили изменение направленности потоков капитала в пользу развитых рынков и ослабление валют развивающихся стран, в том числе Казахстана. Наиболее значительным неблагоприятным внешним фактором стало ослабление российского рубля на фоне новостей об ужесточении санкций со стороны США.

Тенге по отношению к доллару США изменялся в диапазоне 341,62-380,93 тенге за доллар США. По итогам квартала

**График 28. Динамика обменного курса и объем торгов на валютном рынке**



Источник: КФБ

биржевой курс тенге к доллару США ослаб до 363,07 или на 6,4% (график 28).

В сентябре в целях стабилизации валютного рынка Национальный Банк продал 520,6 млн. долл. США (валютные интервенции впервые с октября 2017 года). Общий объем биржевых торгов валютной парой USD/KZT в третьем квартале сопоставим с показателями предыдущего квартала (увеличение на 0,9% с 10,5 до 10,6 млрд. долл. США).

### 2.1.3 Депозитный рынок

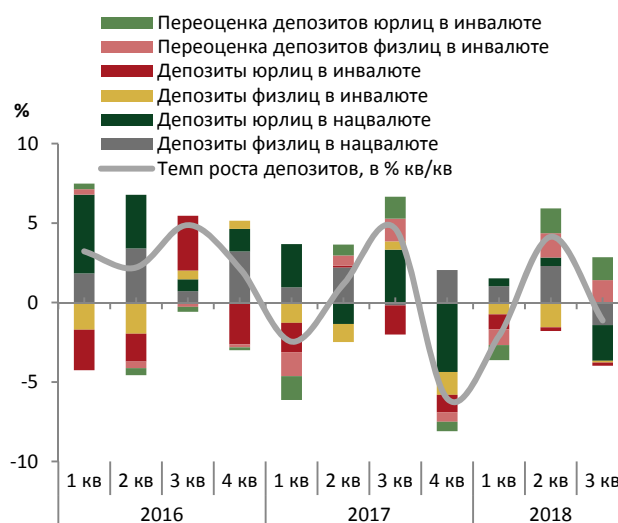
Объем депозитов на конец сентября 2018 года составил 17,6 трлн. тенге, снизившись за третий квартал на 1,1%.

Депозиты в национальной валюте снизились на 6,6%, в иностранной валюте в долларовом эквиваленте уменьшились на 0,7% (график 29).

По сравнению с предыдущими кварталами снижение валютных депозитов замедлилось, напротив, рост тенговых депозитов в национальной валюте сменился снижением. Снижение тенговых депозитов, прежде всего, было обусловлено волатильностью обменного курса. В результате общий уровень долларизации депозитов сложился на максимальном уровне с начала года, достигнув 47,5% (в июне – 44,5%).

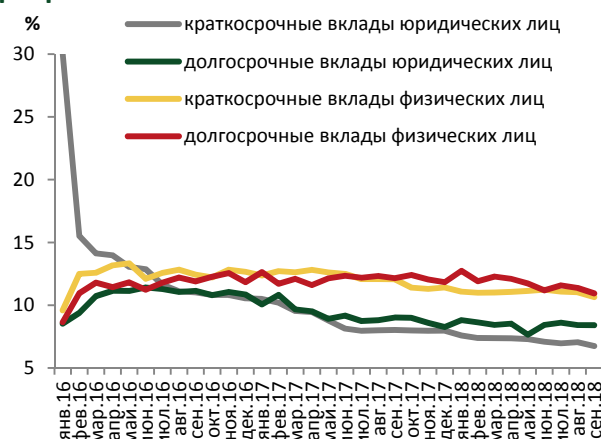
Средневзвешенная ставка по депозитам в национальной валюте снизилась за третий квартал на 0,3 п.п. с 7,4% в июне до 7,1% в сентябре 2018 года. Динамика средневзвешенной ставки полностью определялась ставками по срочным депозитам в национальной валюте, которые продолжили плавно снижаться. В сентябре ставки по срочным депозитам в национальной валюте для юридических и физических лиц составили 6,8% (в июне 2018 – 7,1%) и 10,8% (11,2%), в свободно конвертируемой валюте 1,2% (0,9%) и 1,7% (1,8%), соответственно (график 30).

График 29. Вклад компонентов в рост объема депозитов



Источник: расчеты НБРК

График 30. Ставки по срочным депозитам в разрезе валют



Источник: НБРК

### 2.1.4 Кредитный рынок

Объем кредитов банков за третий квартал уменьшился на 1,3% до 12,7 трлн. тенге, в том числе в тенге вырос на 0,8%, в иностранной валюте сократился на 7,7% в долларовом эквиваленте. Без учета банков, лицензия которых была отозвана или приостановлена, а также списывающих свои активы в результате очистки баланса, рост кредитного портфеля в отчетном квартале оценивается в 7% в годовом выражении.

В корпоративном сегменте портфель кредитов продемонстрировал квартальное уменьшение на 5,3% до 7,6 трлн. тенге за счет лишения лицензии АО «Qazaq Banki», АО «Банк «Астаны», АО «ЭКСИМБАНК КАЗАХСТАН» и очистки баланса банков (АО «Цеснабанк»). Портфель кредитов физическим лицам вырос на 5,4% за счет тенговых займов (график 31).

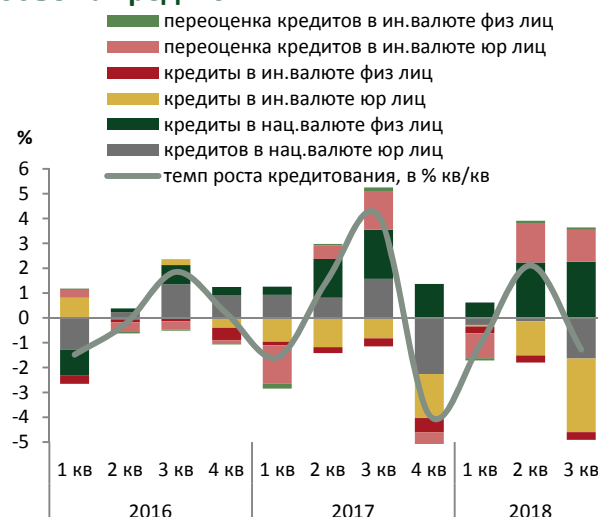
Средневзвешенная ставка по кредитам в национальной валюте снизилась за квартал с 15,0% в июне до 14,1% в сентябре 2018 года (график 32).

В структуре ставок по займам в национальной валюте, предоставленным юридическим лицам, продолжилась тенденция плавного снижения долгосрочных ставок. Ставки по ним снизились с 13,2% до 12,6% при увеличении объемов кредитов со сроками более 1 года на 37,5%.

В третьем квартале, согласно опросу банков, наблюдалось ухудшение показателей ликвидности, рост стоимости и рисков долгового фондирования, в том числе на рынке депозитов. Также наблюдался рост ставок по займам вследствие роста стоимости фондирования из-за повышенной волатильности курса тенге.

Согласно результатам мониторинга предприятий, незначительно увеличилась доля предприятий, отметивших ухудшение ценовых (уровень ставок по кредиту, размер дополнительных комиссий) и неценовых (максимальный размер и срок кредита, требования к финансовому состоянию заемщика, требования к обеспечению) условий кредитования оборотных средств. Тем не менее, увеличилось количество

График 31. Вклад компонентов в рост объема кредитов



Источник: НБРК

График 32. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

предприятий, обратившихся за кредитом, а количество отказов снизилось. Ставка по кредитам физическим лицам в тенге постепенно снижается за счет смягчения условий по беззалоговым займам на потребительские цели. Ставки по кредитам физических лиц в тенге снизились с 19,1% до 17,6%.

Условия ипотечного кредитования были смягчены преимущественно банками-участниками программы 7-20-25, составляющих четверть ипотечного рынка. В результате наблюдалось снижение ставок, что положительно отразилось на снижении долгосрочных ставок по розничным тенговым кредитам.

### 2.1.5 Денежные агрегаты

Денежная масса незначительно (на 1%) снизилась за квартал (или на 3,6% за год), в то время как денежная база расширилась на 7,8% (на 1,9%) (график 33).

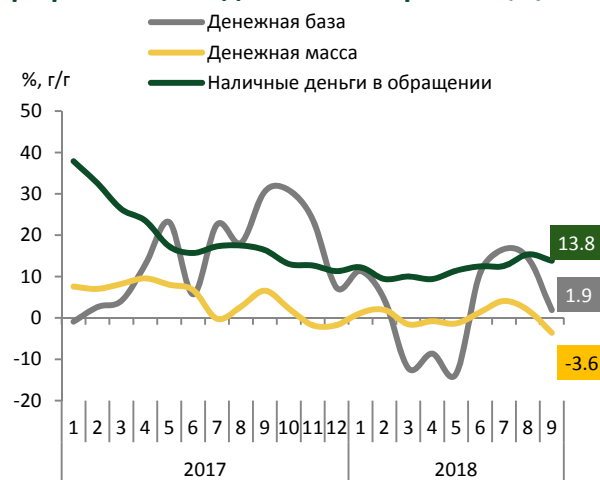
В расширение денежной базы основной положительный вклад внесла капитализация КФУ в рамках утвержденного Правительством и Национальным Банком механизма оздоровления аграрного сектора и повышения устойчивости финансового сектора.

Средства КФУ были направлены на приобретение облигаций АО «Фонд проблемных кредитов», в целях выкупа последним портфеля сельскохозяйственных кредитов у АО «Цеснабанк».

При этом данная операция оказала нейтральное воздействие на денежную массу, так как списание кредитов было нивелировано капитализацией КФУ на балансе банковской системы.

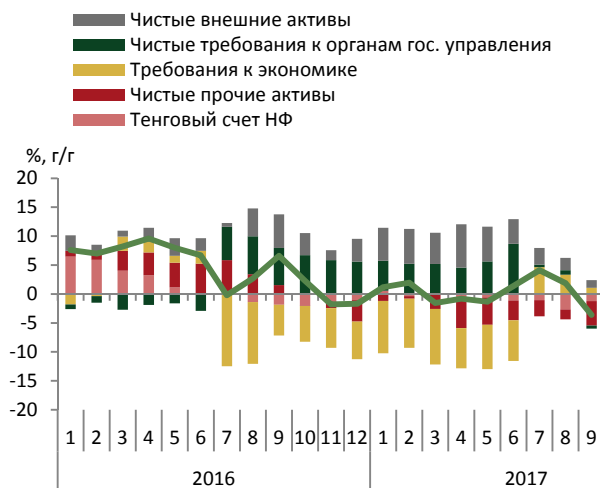
Положительный вклад в денежную массу внесли рост чистых внешних активов и увеличение кредитов домашним хозяйствам. Снижению денежной массы, в основном, способствовало увеличение прочих внутренних активов (график 34).

График 33. Рост денежных агрегатов, г/г



Источник: НБРК

График 34. Динамика источников формирования денежной массы, г/г



Источник: НБРК

## 2.2 Цены и инфляционные процессы

### 2.2.1 Цены в потребительском секторе

Годовая инфляция в третьем квартале сохранялась ближе к середине целевого коридора 5-7%. Вместе с тем, наблюдалось незначительное повышение ее уровня с 5,9% в июне до 6,1% в сентябре 2018 года (график 35). Подобная динамика была обусловлена краткосрочным влиянием факторов предложения. Более поздний сбор урожая сельхозпродукции, обусловленный неблагоприятными погодными условиями, способствовал сокращению запасов и росту цен на зерновые. В результате исчерпания эффекта избыточного предложения, наблюдавшегося в аналогичном квартале предыдущего года, в августе-сентябре продовольственная инфляция ускорилась до 5,7%. Более высокие темпы роста по сравнению с третьим кварталом 2017 года демонстрировали такие группы, как хлебобулочные изделия и крупы, масло и жиры, сахар, яйца.

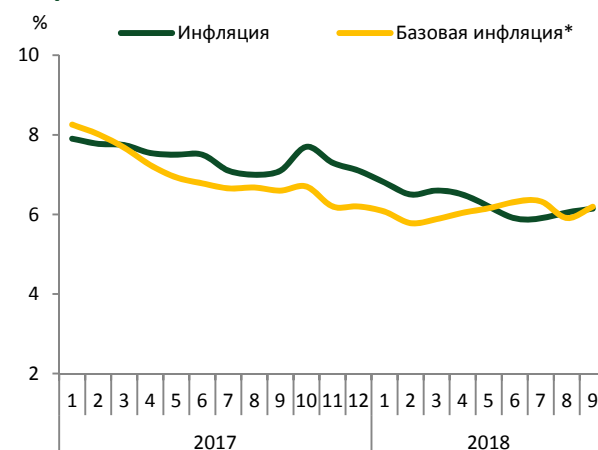
Вместе с тем, рост объемов внутреннего производства продуктов нефтепереработки постепенно нивелировал шоки прошлого года и способствовал замедлению непродовольственной инфляции до 7,7% (график 36). Кроме того, на основные товарные группы наблюдалось замедление темпов роста (одежда и обувь, предметы домашнего обихода). Некоторое удорожание стоимости демонстрировали цены бытовых товаров как длительного, так и краткосрочного пользования на фоне повышенной волатильности и обесценения тенге.

В секторе платных услуг наблюдалось замедление темпов роста регулируемых услуг в результате введения временных компенсирующих тарифов.

### 2.2.2 Цены в реальном и внешнем секторах

Годовой рост цен в промышленности незначительно повысился с 22,2% в июне до 23,9% в сентябре 2018 года (график 37). В горнодобывающей отрасли наблюдалось удорожание сырой нефти, направляемой на внешние рынки. На внутреннем рынке

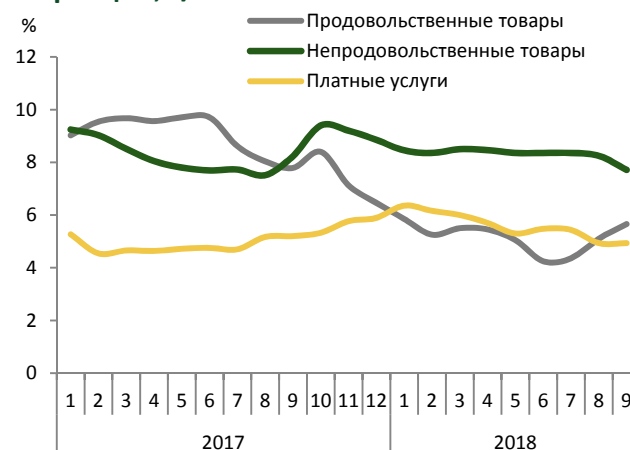
График 35. Динамика годовой и базовой инфляции, г/г



Источник: КС МНЭ РК

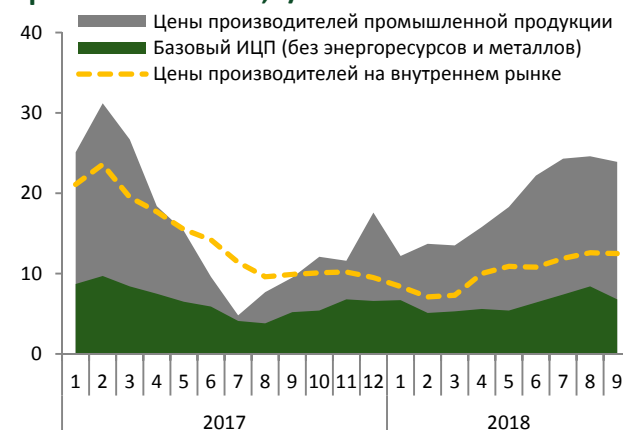
\*без учета цен на фрукты и овощи, жилищно-коммунальные услуги, железнодорожный транспорт, связь, бензин, дизельное топливо и уголь

График 36. Динамика компонентов инфляции, г/г



Источник: КС МНЭ РК

График 37. Изменение цен в промышленности, г/г



Источник: КС МНЭ РК



наблюдались более низкие темпы прироста цен на данную продукцию. В обрабатывающей отрасли продолжилось повышение темпов роста на продукты питания. Наибольшее удорожание наблюдалось в производстве масел и жиров, мукомольной продукции, сахара. Кроме того, повысились цены производителей напитков.

Более высокие темпы, чем в прошлом году, демонстрировали товары промежуточного потребления, что сказалось на росте издержек производства.

Повышение темпов роста цен на внутреннем сельскохозяйственном рынке произошло на фоне удорожания продукции растениеводства (график 38). Так, цены на зерновые культуры продемонстрировали рост в годовом выражении впервые за год. Это было обусловлено как смещением сроков сбора урожая текущего сезона, так и сокращением запасов на 13% по сравнению с прошлым годом на конец квартала. Вместе с тем, темпы роста цен на свежие овощи продолжили замедление.

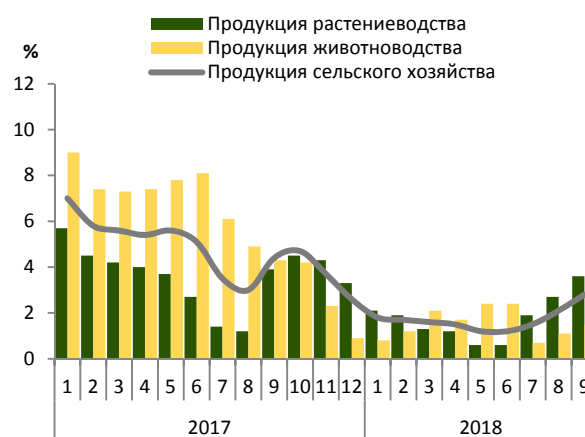
### 2.2.3 Инфляционные ожидания

Инфляционные ожидания населения относительно перспектив роста цен на продукты питания, непродовольственные товары и платные услуги все еще подвержены шокам в краткосрочном периоде.

По результатам опроса населения в третьем квартале наблюдалось повышение инфляционных ожиданий на фоне волатильности обменного курса тенге. Воспринимаемая инфляция также незначительно увеличилась в сравнении с предыдущим кварталом.

Доля респондентов, ожидающих сохранения темпов инфляции в следующие 12 месяцев, снизилась, составив по итогам квартала 37% от общего числа респондентов (график 39). При этом возросла доля респондентов, ожидающих более быстрого роста цен (25% по итогам квартала).

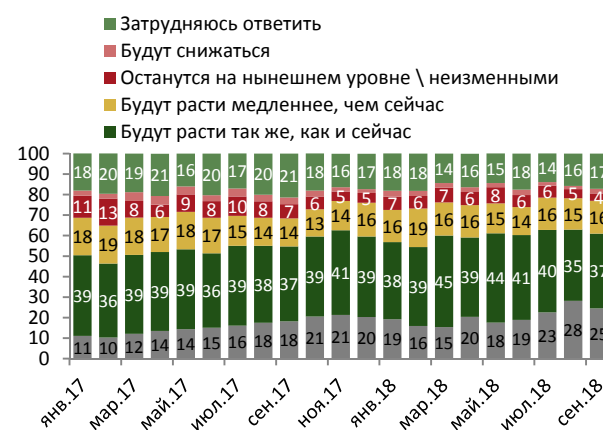
**График 38. Изменение цен в сельском хозяйстве, г/г**



Источник: КС МНЭ РК

**График 39. Оценка роста цен через год**

Как, по Вашему мнению, в целом изменятся цены на продукты питания, непродовольственные товары и услуги в следующие 12 месяцев?

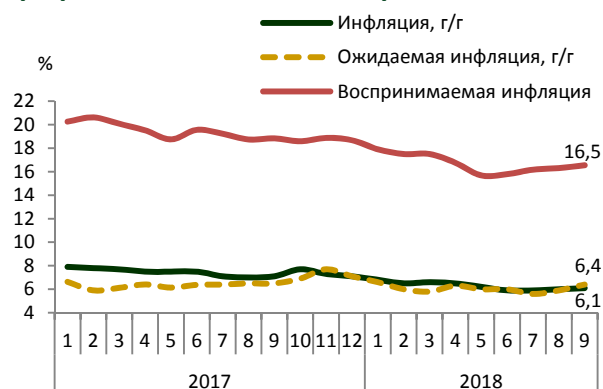


Источник: GfK Kazakhstan

Количественная оценка ожидаемой инфляции<sup>1</sup> на год вперед по итогам квартала составила 6,4% (график 40), находясь выше уровня фактической годовой инфляции.

Значение воспринимаемой инфляции<sup>2</sup>, которое формируется из субъективной корзины товаров отдельного человека, возросло до 16,5%. Тем не менее, долгосрочная понижательная динамика воспринимаемой инфляции сохраняется (график 40).

**График 40. Ожидаемая инфляция**



Источник: Комитет по статистике МНЭ РК, GfK Kazakhstan

## 2.3 Развитие реального сектора

### 2.3.1 Внутренний спрос

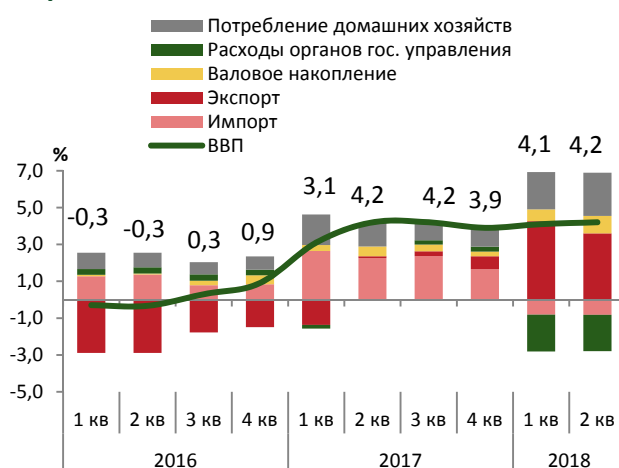
В первом полугодии 2018 года продолжалась положительная динамика экономической активности на фоне благоприятной внешней ценовой конъюнктуры на мировых рынках энергоресурсов. Рост ВВП сопровождался положительным вкладом всех основных компонентов: чистый экспорт, потребительский и инвестиционный спрос.

По итогам первого полугодия ВВП методом конечного использования вырос на 4,2% на фоне существенного положительного вклада чистого экспорта и потребительского спроса (график 41). Инвестиционный спрос также демонстрировал положительную динамику.

Увеличение чистого экспорта сопровождалось значительным ростом экспорта товаров и услуг (на 8,9%). Рост общих объемов экспорта происходил на фоне расширения экспорта сырой нефти и газового конденсата, а также увеличения мировых цен на нефть. В первом полугодии 2018 года рост средних цен на нефть составил 36,7% к аналогичному периоду прошлого года.

Импорт продолжил демонстрировать положительную динамику. Рост реальных

**График 41. Декомпозиция компонентов ВВП методом конечного использования, г/г нарастающим итогом**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

<sup>1</sup> Методика расчета квантификации инфляционных ожиданий опубликована на официальном интернет-ресурсе Национального Банка в разделе «Денежно-кредитная политика»- «Инфляция и инфляционные ожидания»

<sup>2</sup> В качестве воспринимаемой инфляции используется медианное значение результатов по вопросу «На сколько именно, по Вашему мнению, выросли цены на товары и услуги за прошедшие 12 месяцев?»



объемов импорта наблюдался на фоне расширения потребительского и инвестиционного спроса.

Темпы роста потребительского спроса по итогам первого полугодия составили 4,5% (график 42). Такое ускорение потребительского спроса наблюдалось в результате увеличения реальных денежных доходов населения, положительной динамики потребительского кредитования на фоне замедления инфляционных процессов.

Рост валового накопления на 4% сопровождался значительным ускорением темпов роста инвестиций в основной капитал.

Расходы органов государственного управления в первом полугодии 2018 года сократились на 15% на фоне планов Правительства по снижению дефицита государственного бюджета.

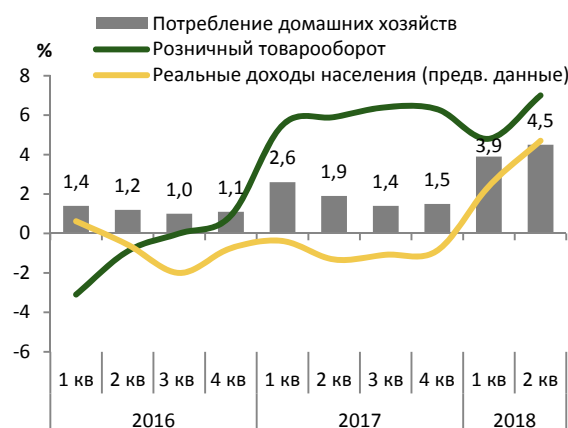
Во втором квартале 2018 года номинальные потребительские расходы домашних хозяйств выросли на 9,3%. Данному росту способствовало увеличение положительного вклада продовольственных товаров и платных услуг. Вместе с тем, вклад непродовольственных товаров продолжил постепенное снижение (график 43).

### Доходы населения

В третьем квартале 2018 года рост реальных денежных доходов продолжил рост, но более медленными темпами по сравнению с прошлым кварталом. Стоит отметить, что высокий рост реальных денежных доходов во втором квартале 2018 года объясняется более низкой базой в соответствующем квартале 2017 года, а также ростом пенсионных выплат в связи с изменением методики расчета базовой пенсии с 1 июня 2018 года.

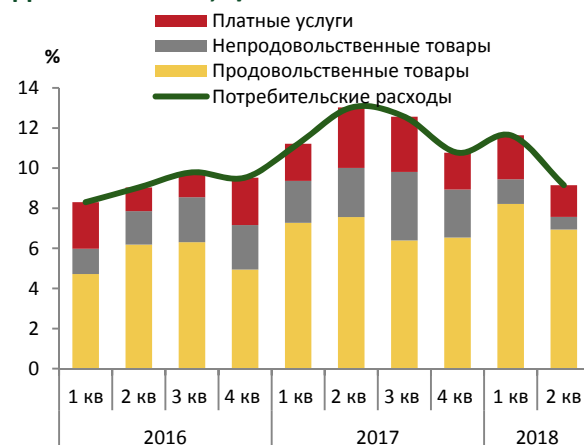
После исчерпания данного эффекта в третьем квартале 2018 года динамика реальных денежных доходов вернулась на

**График 42. Динамика потребления домашних хозяйств, реальных денежных доходов населения и розничного товарооборота, г/г нарастающим итогом**



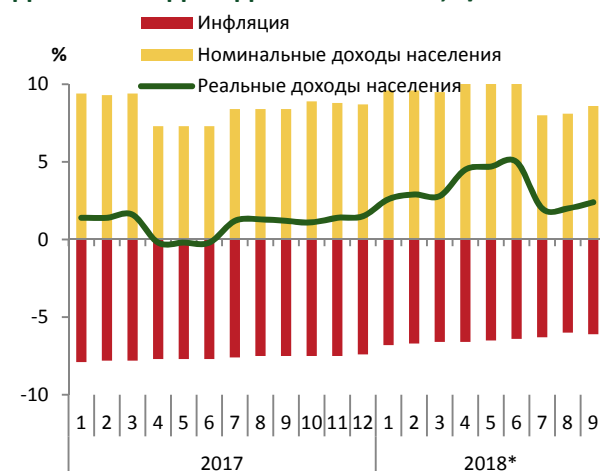
Источник: КС МНЭ РК

**График 43. Структура прироста номинальных потребительских расходов домохозяйств, г/г**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

**График 44. Структура прироста реальных денежных доходов населения, г/г**



\*-предварительные данные

предыдущую траекторию. Так, в сентябре 2018 года по сравнению с соответствующим периодом 2017 года реальные денежные доходы выросли на 2,4% (график 44). В структуре номинальных денежных доходов населения наблюдался рост по всем компонентам: доходы от работы по найму – на 4,2%, пенсии – на 3,9%, доходы от самостоятельной занятости – на 1,3% и прочие доходы – на 0,5%. Основной причиной положительного роста реальных денежных доходов населения выступило увеличение их номинальных значений. В свою очередь, рост номинальных денежных доходов происходил в результате более высоких темпов роста номинальных заработных плат, которые в третьем квартале ускорились до 9,3%. Кроме того, замедление инфляционных процессов в третьем квартале также способствовало росту доходов в реальном выражении.

Источник: КС МНЭ РК

**Инвестиции**

В третьем квартале продолжилась высокая инвестиционная активность реального сектора. В целом за 9 месяцев 2018 года рост инвестиций в основной капитал составил 21,6% в годовом выражении (график 45).

В общей структуре инвестиций наиболее существенная их доля направлена на развитие нефтегазового сектора (42,3%), также на операции с недвижимым имуществом (13,3%) и транспорт и складирование (13,0%).

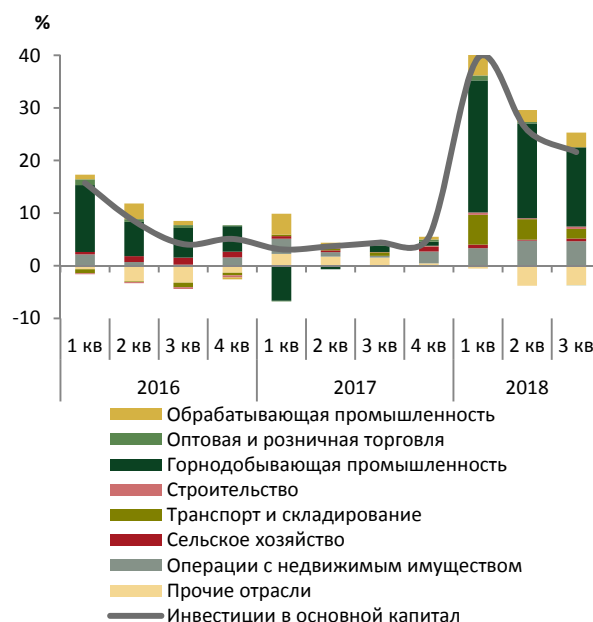
В отраслевом разрезе положительный вклад в динамику инвестиций внесла горнодобывающая промышленность (годовой рост на 41,4%) в результате увеличения мощностей добычи нефти на основных месторождениях страны.

Рост инвестиций в транспорт и складирование составил 12,4%.

В обрабатывающей промышленности рост на 26,4% обусловлен завершением модернизации и реконструкции Шымкентского нефтехимического завода.

Продолжается положительный тренд роста инвестиций в отрасли операций с

**График 45. Инвестиции в основной капитал по видам экономической деятельности, вклад, г/г нарастающим итогом**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

недвижимым имуществом (рост на 38,7%). Рост связан с реализацией инфраструктурных и жилищных проектов в рамках государственных программ «Нурлы жер» и «7-20-25».

Остальные отрасли внесли умеренный вклад в рост инвестиций.

По-прежнему собственные средства предприятий являются основным источником финансирования инвестиций (73,1%). Доля внутренних инвестиций в общем объеме инвестиций во втором квартале 2018 года составила 70,6%, внешних – 29,4%. При этом за второй квартал 2018 года валовый приток прямых иностранных инвестиций составил 5,6 млрд. долларов США и вырос на 7,7% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Наиболее привлекательными для иностранных инвесторов остаются горнодобывающая и обрабатывающая промышленность, а также оптовая и розничная торговля.

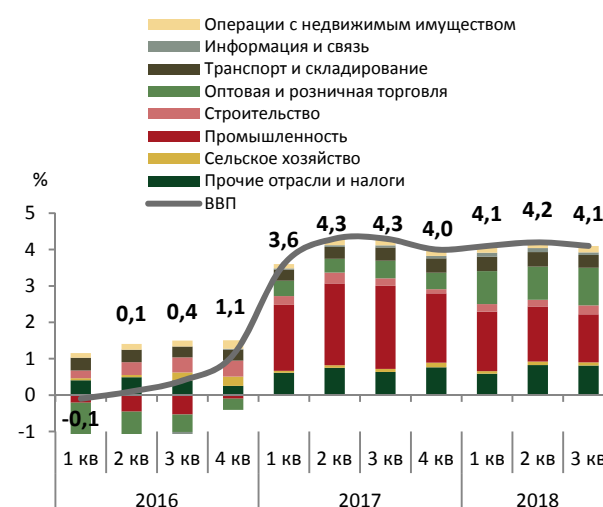
### 2.3.2 Внутреннее производство

По итогам девяти месяцев 2018 года рост реального ВВП методом производства составил 4,1% в годовом выражении (график 46).

Основным драйвером роста экономики выступило увеличение объемов производства товаров на 4,4% благодаря добыче минеральных ресурсов и производству промышленной продукции. Позитивный вклад также внес рост производства услуг на 3,9% за счет увеличения отраслей оптовой и розничной торговли, транспорта и операций с недвижимым имуществом.

Динамика производства в основных отраслях экономики свидетельствует о продолжении положительных тенденций развития, обусловленных улучшением внешнеэкономической конъюнктуры и расширением внутреннего спроса. Краткосрочный экономический индикатор за 9 месяцев 2018 года вырос на 4,8% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (график 47).

**График 46. Декомпозиция ВВП. Вклад отраслей экономики в прирост ВВП, г/г нарастающим итогом**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

Существенное расширение добычи сырой нефти на крупных месторождениях страны (Тенгиз и Кашаган), а также стабильные темпы роста объемов добычи природного газа, угля и лигнита, железной руды и руд цветных металлов послужили причиной роста горнодобывающей промышленности на 4,9% по итогам 9 месяцев 2018 года (график 48). Между тем, в третьем квартале 2018 года было отмечено небольшое замедление темпов роста горнодобывающей промышленности, что было вызвано снижением объемов добычи нефти в августе, в первую очередь, в результате плановых ремонтных работ на месторождении Тенгиз.

Сохранение производственной активности в обрабатывающей промышленности было обеспечено как увеличением производства промежуточных товаров (металлургическая промышленность и нефтепереработка), так и товаров потребительского назначения.

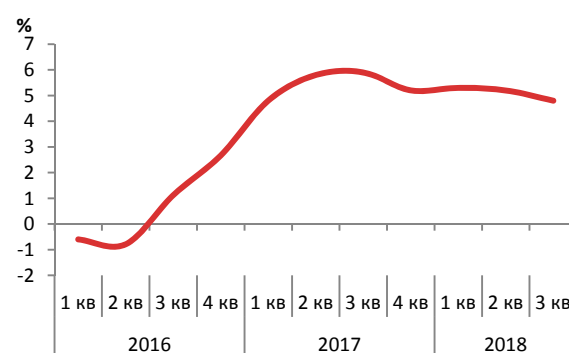
Рост обрабатывающей промышленности составил 5,1% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (график 49). Основным источником роста выступила металлургическая отрасль (рост на 4,2%). Так, темпы роста производства цветной и черной металлургии составили 3,7% и 4,5%, соответственно.

Рост производства продуктов нефтепереработки на 7,5% был обусловлен увеличением добычи сырья и завершением модернизации и реконструкции Шымкентского нефтеперерабатывающего завода.

Продолжается восстановление деловой активности в несырьевых отраслях экономики. Объемы производства в легкой промышленности увеличились на 3,4%, производство продуктов питания на 3,3%, табачных изделий на 4,9%.

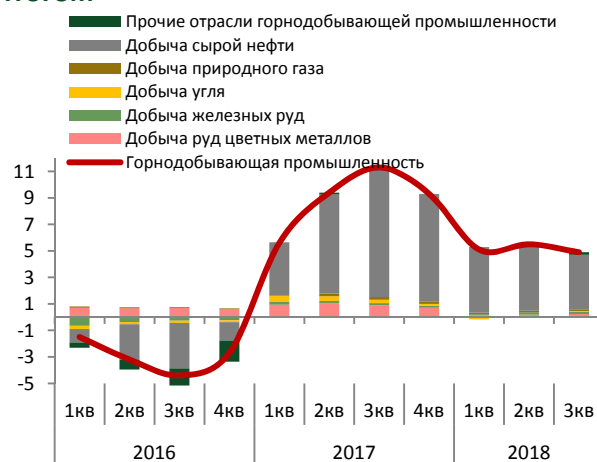
Машиностроение продолжает показывать высокие темпы роста, которые составили 14,5% за 9 месяцев 2018 года. Данный рост был обеспечен увеличением производства автотранспортных средств (на 50,7%), электрического оборудования (на

**График 47. Краткосрочный экономический индикатор, г/г**



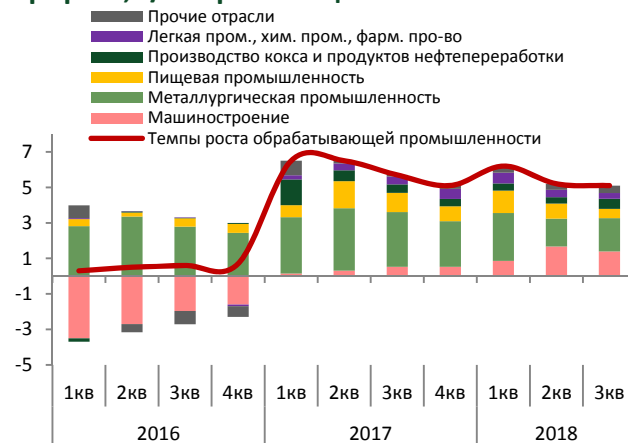
Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

**График 48. Декомпозиция горнодобывающей промышленности. Вклад отраслей в прирост, г/г нарастающим итогом**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

**График 49. Декомпозиция обрабатывающей промышленности. Вклад отраслей в прирост, г/г нарастающим итогом**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

41,7%), машин и оборудования, не включенных в другие категории (на 12,9%).

Производство валовой продукции сельского хозяйства продолжает постепенно снижаться. Так, по итогам 9 месяцев 2018 года рост составил 2,0%. Замедление отрасли объясняется снижением темпов роста растениеводства (на 0,5%) на фоне снижения урожайности зерновых. Положительный вклад в рост отрасли внесло животноводство (на 4,0%), выросшее на фоне увеличения объемов забоя скота и птицы в живом весе, надоев сырого коровьего молока и количества полученных куриных яиц.

Темпы роста производства в строительстве за 9 месяцев 2018 года увеличились до 4,4%, что объясняется завершением модернизации и реконструкции Шымкентского нефтеперерабатывающего завода (график 50). Так, объем строительно-монтажных работ увеличился на 3,2%, по капитальному и текущему ремонту рост составил 13% и 19,5%, соответственно.

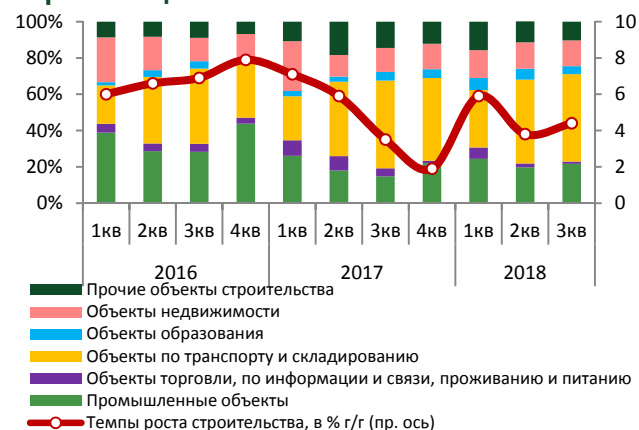
Увеличение ремонтных работ обусловлено реконструкцией промышленных объектов, инженерных путей и работ по модернизации НПЗ. В структуре строящихся объектов наибольшие доли занимают объекты по транспорту и складированию, промышленные объекты и объекты недвижимости, чему способствует реализация государственных жилищных программ и инфраструктурных проектов.

Рост реальных денежных доходов населения способствовал росту объемов розничного товарооборота на 7,0% (график 51). Положительный вклад в рост розничного товарооборота внесло существенное увеличение реализации непродовольственных товаров, что свидетельствует о росте потребительского спроса и занятости. Вместе с тем, наблюдалось снижение продаж продовольственных товаров на 6,0%.

Рост оптового товарооборота на 6,4% обусловлен увеличением оптовой реализации продовольственных товаров.

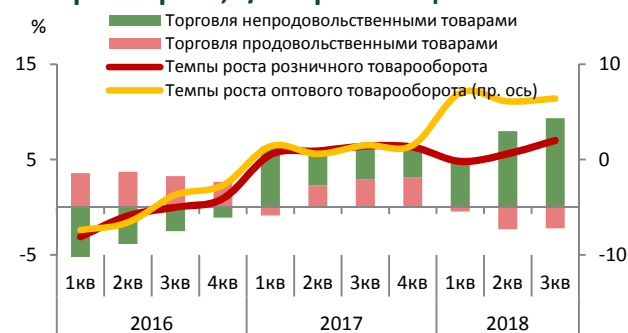
Благодаря положительной динамике в

**График 50. Темпы роста строительства и удельный вес строящихся объектов, г/г нарастающим итогом**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

**График 51. Структура прироста розничного товарооборота и темпы роста оптового товарооборота, г/г нарастающим итогом**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

торговле и стабильному внешнему спросу увеличивается объем услуг транспорта и складирования. Так, рост отрасли по итогам 9 месяцев 2018 года составил 4,6%, значительный вклад в который внесли перевозки грузов на железнодорожном (10,2%), трубопроводном (8,3%) и автомобильном транспорте (7,1%).

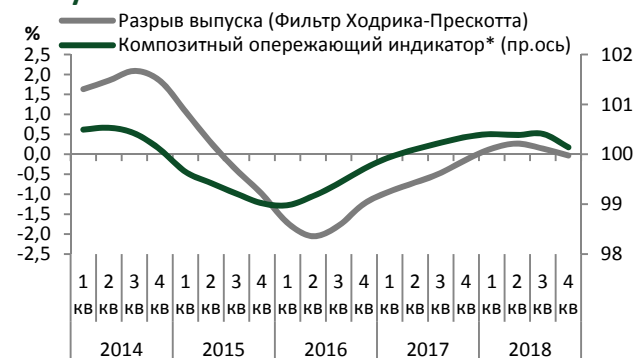
Отрасль информации и связи за рассматриваемый период выросла на 3,9% в основном за счет увеличения объемов телекоммуникационных услуг (8,7%) и сети Интернет (7,0%). Кроме того, увеличились услуги почтовой и курьерской деятельности (3,7%).

Сводный опережающий композитный индикатор, обобщающий оценки текущей ситуации и ожидания руководителей предприятий реального сектора экономики, в третьем квартале продолжает находиться в положительной зоне, что свидетельствует о продолжении восстановления деловой активности в реальном секторе. Благоприятная конъюнктура на мировом рынке нефти, а также восстановление внутреннего потребления на фоне роста реальных денежных доходов отразились в целом положительно на спросе на готовую продукцию. Так, опрошенные предприятия (промышленность, сельское хозяйство, транспорт, торговля, строительство) отмечают увеличение уровня загрузки производственных мощностей, улучшение ситуации с инвестиционной активностью предприятий, замедление роста цен на готовую продукцию, а также на сырье и материалы. Разрыв выпуска впервые с 2014 года перешел в положительную зону, что свидетельствует о наличии слабого проинфляционного давления в экономике (график 52).

### 2.3.3 Рынок труда и безработица

В третьем квартале реальные заработные платы продолжили рост, который составил 3,1%. Росту реальных заработных плат способствовало как сохранение темпов роста их номинальных значений (9,3%), так и замедление инфляции

**График 52. Динамика композитного опережающего индикатора и разрыва выпуска**



Источник: НБРК

\*расчет композитного опережающего индикатора был пересмотрен с учетом методологии ОЭСР



(график 53).

В отраслевой разбивке рост реальных заработных плат наблюдался в деятельности в области административного и вспомогательного обслуживания (на 16,2%), финансовой и страховой деятельности (на 9,8%), торговле (на 5,6%), строительстве (на 5%), горнодобывающей и обрабатывающей промышленности (на 5,1% и 6,3%, соответственно) и государственном управлении и обороне (на 4%).

Вместе с тем, отмечено снижение в здравоохранении (на 4,5%) и операциях с недвижимым имуществом (на 10,8%).

По итогам первого полугодия 2018 года рост производительности труда замедлился и составил 3,6%. Данное замедление произошло после непрерывного ускорения производительности, начиная с третьего квартала 2016 года. Положительная динамика производительности труда по всей экономике сопровождалась сохранением существенного роста производительности в отраслях по производству товаров (на 7,9%). В промышленности производительность труда выросла на 5,4% в основном за счет увеличения производительности в горнодобывающей промышленности (на 9,1%), производительность труда в обрабатывающей отрасли сократилась на 1,8%. В сельском хозяйстве и строительстве производительность труда выросла на 4,3% и 9,3%, соответственно.

Производительность труда в секторе услуг в первом квартале 2018 года перешла в положительную зону после значительного спада, который сохранялся с конца 2014 года. В первом полугодии положительная динамика продолжилась, и рост составил 1,2%. Рост производительности в секторе услуг наблюдался на фоне ее увеличения в финансовой и страховой деятельности (на 10,6%), транспорте (на 3,1%), профессиональной, научной и технической деятельности (на 3,9%), связи (на 2,6%), торговле (на 0,7%). Вместе с тем, наблюдалось снижение производительности в операциях с недвижимым имуществом (на 27,9%), деятельности в области

**График 53. Индексы номинальной и реальной заработной платы, г/г**



Источник: КС МНЭ РК

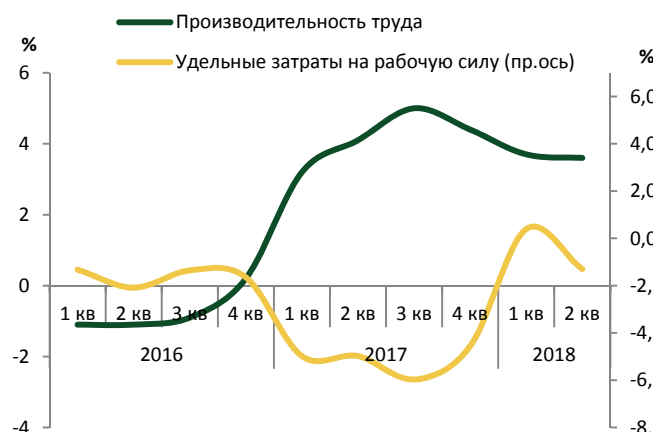
административного и вспомогательного обслуживания (на 8,4%).

Динамика удельных затрат на рабочую силу после перехода в положительную зону в первом квартале 2018 года снова показала отрицательное значение по итогам первого полугодия. Снижение удельных затрат на рабочую силу составило 1,3%. Данное снижение наблюдалось на фоне опережающих темпов роста ВВП по сравнению с номинальными заработными платами (график 54).

В третьем квартале наблюдался рост рабочей силы на 1,7% на фоне увеличения занятого населения на 1,8%. Рост занятого населения обусловлен увеличением наемных работников. При этом самостоятельно занятое население снижается четвертый год подряд (снижение на 2,8% по сравнению с третьим кварталом 2017 года), прежде всего, за счет непродуктивно занятых. Численность безработного населения незначительно увеличилась, при этом темпы роста занятого населения опережают темпы роста безработного населения (график 55). В таких условиях произошло снижение уровня безработицы до 4,8% впервые с 3 квартала 2016 года.

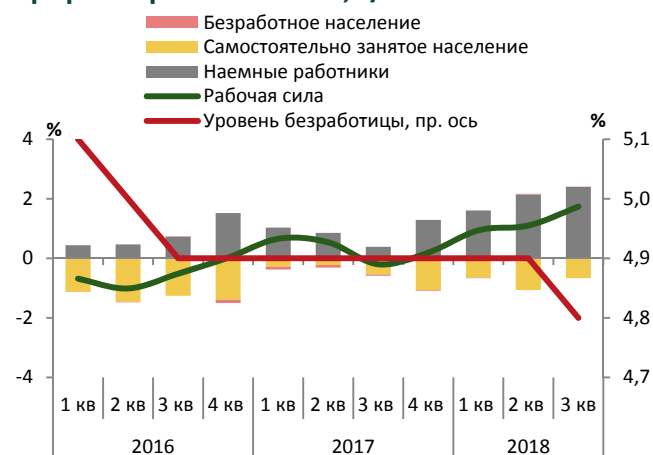
Количество наемных работников выросло на 1,2% (график 56). Наблюдалось повышение в услугах по проживанию и питанию (на 10,3%), торговле (на 3,9%), транспорте (на 3,3%), образовании (на 2,3%), связи (на 1,6%), обрабатывающей промышленности (на 1%), здравоохранении (на 0,7%), профессиональной научной и технической деятельности (на 0,2%). Вместе с тем, происходило сокращение в операциях с недвижимым имуществом (на 20,4%), финансовой и страховой деятельности (на 7,2%) и электроснабжении (на 0,5%). Тенденция снижения наемных работников в сельском хозяйстве (на 0,2%) и строительстве (на 3%) продолжается на фоне роста производительности труда в данных отраслях.

**График 54. Динамика производительности труда и удельных затрат на рабочую силу, г/г нарастающим итогом**



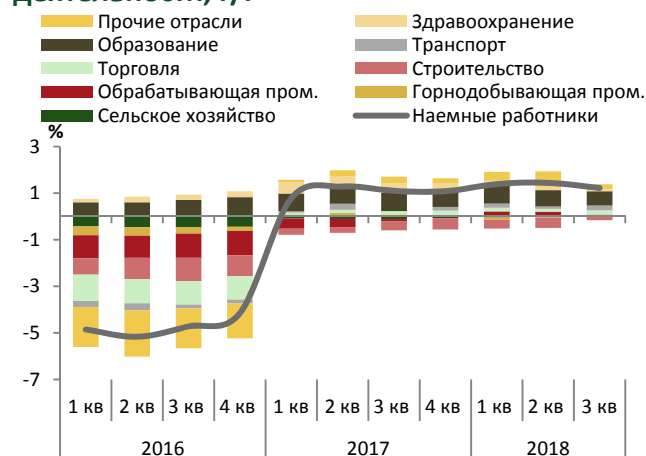
Источник: КС МНЭ РК, расчеты

**График 55. Уровень безработицы, структура прироста рабочей силы, г/г**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

**График 56. Структура прироста наемных работников\* по видам экономической деятельности, г/г**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

\*-без учета малых предприятий, занимающихся предпринимательской деятельностью



**2.4 Бюджетная политика**

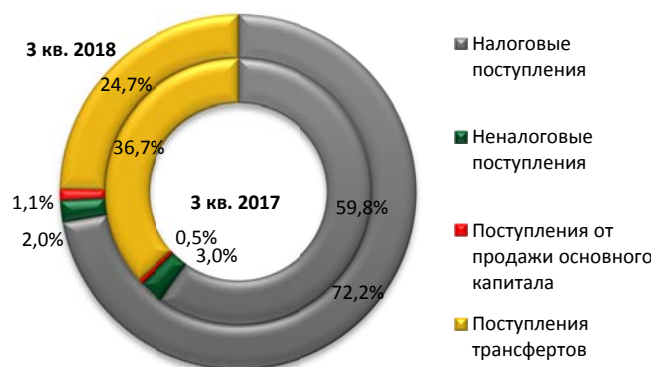
Бюджетные доходы на фоне планового снижения объема гарантированного трансферта из Национального фонда в третьем квартале снизились на 19,3% в сравнении с аналогичным периодом прошлого года, и составили 3 трлн. тенге или 20,3% от ВВП (график 57).

Рост производства товаров и услуг в основных секторах экономики и рост цен на основные экспортные позиции, а также улучшение налогового и таможенного администрирования привели к росту налоговых поступлений на 26,1%. Кроме того, существенный вклад в рост налоговых поступлений внесло применение повышенной ставки ЭТП на вывоз сырой нефти в результате более высокой цены на нефть.

Расходы государственного бюджета снизились на 35,8% и составили 3 трлн. тенге (20,1% ВВП). При этом, без учета разовой суммы, выделенной в третьем квартале 2017 года (2,1 трлн. тенге) для поддержки банковского сектора, расходы бюджета увеличились на 16%. Основной вклад в рост расходов внесли такие статьи, как социальная помощь и социальное обеспечение, здравоохранение и образование. Данный рост был обусловлен выполнением государственных социальных обязательств и развитием социальной инфраструктуры.

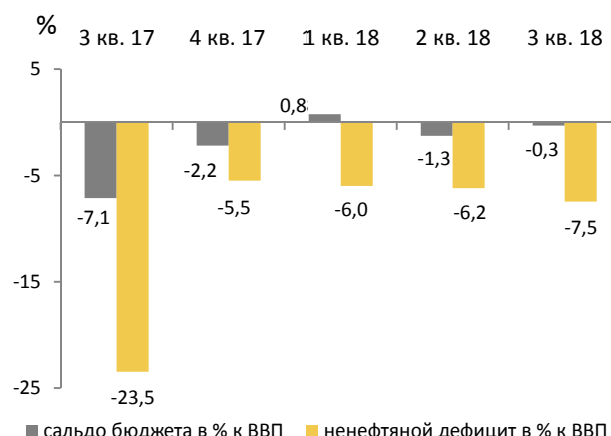
В результате, государственный бюджет сложился с дефицитом в 45,7 млрд. тенге или 0,3% ВВП (график 58). Основная часть дефицита бюджета была профинансирована за счет выпуска долгосрочных государственных ценных бумаг.

**График 57. Структура доходов государственного бюджета**



Источник: Министерство финансов РК

**График 58. Изменение общего и нефтегазового сальдо государственного бюджета**



Источник: Министерство финансов РК

## II. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И ДАЛЬНЕЙШИЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

*Прогноз макроэкономических показателей подготовлен на основе статистической информации по состоянию на 15 ноября 2018 года*

В рамках разработки прогнозов макроэкономических показателей на период с четвертого квартала 2018 года по второй квартал 2020 года Национальный Банк рассматривает три сценария развития экономики, отличающихся между собой траекториями цен на нефть на прогнозной перспективе. Базовый сценарий предполагает цену на нефть марки Brent на уровне 60 долл. США за баррель до конца прогнозного периода, при оптимистичном сценарии цена на нефть будет на уровне 70 долл. США, при пессимистичном – опустится до 40 долл. США. Сценарии прогноза построены с учетом не только внешних, но и внутренних предпосылок. На прогнозной перспективе данные факторы будут оказывать существенное воздействие на динамику экономической активности и инфляционных процессов, определяя характер денежно-кредитной политики.

### Внутренние предпосылки прогноза

**Структурные факторы значительным образом определяют внутренние условия реализации денежно-кредитной политики.** Это, прежде всего, низкая диверсификация экономики, низкая конкуренция на отдельных рынках товаров и услуг, преобладание импорта на рынках непродовольственных товаров, а также адаптивность и сильная чувствительность инфляционных ожиданий к отдельным событиям на валютном рынке и шокам предложения. Кроме того, отсутствие качественных заемщиков в банковском секторе, субсидирование ставок вознаграждения заемщиков со стороны государства ослабляют влияние краткосрочных ставок на их среднесрочные значения. Преодоление такого рода структурных ограничений носит долгосрочный характер, что, соответственно, не позволяет учесть его в рамках среднесрочного прогноза. В свою очередь, денежно-кредитная политика направлена на сглаживание циклических колебаний и имеет весьма ограниченный характер воздействия на вышеуказанные структурные факторы.

**Меры фискальной политики играют важную роль при проведении денежно-кредитной политики.** Корректировка параметров фискальной политики, в частности, объема направляемых средств из Национального фонда, и последующее изменение расходной части бюджета могут оказывать влияние на фактические и потенциальные темпы роста ВВП, определяя характер воздействия на цены со стороны спроса (проинфляционное/дезинфляционное давление). В этой связи, координация мер денежно-кредитной и фискальной политик является одним из ключевых факторов обеспечения долгосрочной стабильности цен.

Изменение параметров бюджета на 2019-2021 годы, предполагающее достижение 1,0% уровня дефицита республиканского бюджета лишь в 2021 году, а также увеличение трансфертов из Национального фонда на 150 млрд. тенге в 2019 году и на 300 млрд. тенге в 2020 году по сравнению с ранее запланированными значениями, могут ограничить темпы замедления инфляции на прогнозной перспективе. Отмеченный пересмотр трансфертов наряду с увеличением заработных плат в экономике будут оказывать проинфляционное давление на уровни цен без соответствующего роста производительности труда.

**Важное значение для закрепления инфляции на целевых уровнях имеет продолжение работы** Правительства по ограничению роста цен и тарифов на регулируемые услуги. В случае, если меры по ограничению повышения тарифов (или их снижения) на услуги естественных монополистов, планируемые в 2019 году, будут носить разовый характер, то соответствующее снижение рентабельности может быть компенсировано ростом тарифов в последующие годы. На среднесрочном горизонте возникает риск ускорения инфляционных процессов, что будет оказывать негативное влияние на достижение целевого уровня инфляции.

**Достаточное предложение энергоресурсов на внутреннем рынке в 2019-2020 годах в целях недопущения значительного роста цен на бензин и дизельное топливо будет способствовать дальнейшему замедлению инфляционных процессов.** Бензин и дизельное топливо являются одними из крупных компонент потребительской корзины и значимой статьей издержек множества предприятий и домохозяйств. При росте цен на энергоресурсы на прогнозном горизонте может наблюдаться ускорение инфляции как напрямую, так и за счет эффекта переноса на цены других товаров и услуг.

**Национальный Банк считает, что на среднесрочном горизонте будет преобладать адаптивный характер инфляционных ожиданий и их чувствительность к событиям разового характера.** Характер инфляционных ожиданий в значительной степени подвержен влиянию волатильности на валютном рынке, шоков предложения на отдельных товарных рынках, а также в целом всплеску инфляции. При этом в моменты ускорения роста цен инфляционные ожидания населения могут отреагировать достаточно сильно, тогда как замедление инфляционных процессов имеет слабовыраженный характер в отношении восприятия населением ценовой динамики.

#### **Внешние предпосылки прогноза**

**Сохраняется высокая степень неопределенности не только в отношении дальнейшего развития мировой экономики в целом и основных торговых партнеров Казахстана в частности, но и со стороны проведения макроэкономической политики ключевыми экономиками.** Данные факторы будут определять динамику потоков капитала, курсовую динамику в развивающихся странах, а также ценообразование на мировых товарных и финансовых рынках. Чувствительность участников рынка к скорости нормализации денежно-кредитной политики США и всплески волатильности на товарных рынках могут привести к турбулентности на финансовых рынках на прогнозном горизонте.

**Национальный Банк предполагает некоторое ухудшение внешних условий прогноза на прогнозной перспективе.** Ухудшение внешних предпосылок прогноза связано, прежде всего, с ситуацией в России. Во внимание принимается возможное усиление санкций в отношении России на прогнозной перспективе, что окажет негативное влияние как на курс российского рубля и экономический рост, так и на инфляционные процессы в России. Транслирование российских цен на внутренние цены в Казахстане будет происходить через стоимость импорта товаров.

**Внешние монетарные условия будут формироваться под влиянием нормализации денежно-кредитной политики ФРС.** Повышение процентных ставок в США и дальнейшее ухудшение санкционного фона будут способствовать пересмотру риск аппетита участников рынка, а также увеличению премии за риск активов и обесценению валют на развивающихся рынках, в том числе России и Казахстана. При этом предполагается, что потенциальное ухудшение внешних условий будет иметь более сдержанный характер в отношении курсовой динамики тенге по сравнению с траекторией российского рубля.

Ситуация на мировых рынках энергоносителей продолжит оказывать значительное влияние на экономику Казахстана. Учитывая высокую долю нефти в экспорте Казахстана, а также преобладание нефтедобывающей отрасли в общем объеме инвестиций в основной капитал, нефтяные котировки будут оказывать значительное влияние на экономику Казахстана не только напрямую через экспорт и промышленность, но и косвенно через оценку инвесторами перспектив развития экономического роста в Казахстане и риск-премии.

## 1. ОСНОВНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ ВНЕШНИХ ПАРАМЕТРОВ ДЛЯ ПРОГНОЗОВ

Ожидания по цене на нефть информационных агентств, международных финансовых институтов и частных компаний рынка предполагают нахождение нефтяных котировок на уровнях от 70 до 76 долл. США за баррель в 2019 году (таблица 1). Позитивные прогнозы участников рынка по цене на нефть связаны с сокращением добычи в Венесуэле на фоне политического кризиса, а также с санкциями США по отношению к Ирану. Дополнительными факторами, оказывающими повышательное влияние на прогнозы нефтяных котировок, являются неблагоприятные погодные условия, а также запуск новых нефтеперерабатывающих заводов в США, выступающих дополнительным источником спроса на нефтепродукты.

Вместе с тем, к середине ноября 2018 года наблюдалось значительное снижение нефтяных котировок до уровней ниже 70 долл. США за баррель (в октябре 2018 года средняя цена на нефть составила 80,5 долл. США за баррель). Существенное падение цен на нефть произошло на фоне ожиданий по сокращению мирового спроса в условиях замедления мировой экономики, а также возникновения избытка мировых запасов в результате высокого уровня предложения. Несмотря на более оптимистичные прогнозы участников рынка, усилился риск того, что нефтяные котировки в среднесрочной перспективе могут сложиться на уровнях, близких к 60 долл. США за баррель, отражая баланс спроса и предложения на рынке энергоресурсов.

Таблица 1  
Прогнозы цены на нефть марки Brent в долл. США за баррель

Источник	2018	2019	Дата релиза прогноза
International Monetary Fund	71.6	70.9	Октябрь 2018 года
WorldBank	74.2	76.2	Октябрь 2018 года
ThomsonReuters	74.3	76.0	Октябрь 2018 года
Consensus Economics	73.8	77.6	Октябрь 2018 года
Bloomberg	72.5	62.6	Октябрь 2018 года
Среднее	73.3	72.7	-

Источник: составлено НБРК

Учитывая волатильность и высокий уровень неопределенности относительно дальнейшей траектории цен на нефть, Национальный Банк дополнительно рассматривает другие сценарии, предполагающие как снижение, так и рост цен на энергоресурсы на среднесрочном периоде.

**Предпосылки по перспективам роста основных торговых партнеров Казахстана, отражающих потенциал расширения казахстанского экспорта, были скорректированы в сторону незначительного ухудшения.** Внешний спрос, находясь в положительной зоне в течение 2019 года, будет замедляться к концу среднесрочного горизонта. Замедление внешнего спроса будет происходить, прежде всего, на фоне ожиданий по более низким темпам роста ВВП ЕС в результате замедления мировой экономики. Кроме того, ожидается слабая динамика экономической активности в России и замедление экономического роста в Китае вследствие торговых войн с США (график 59).

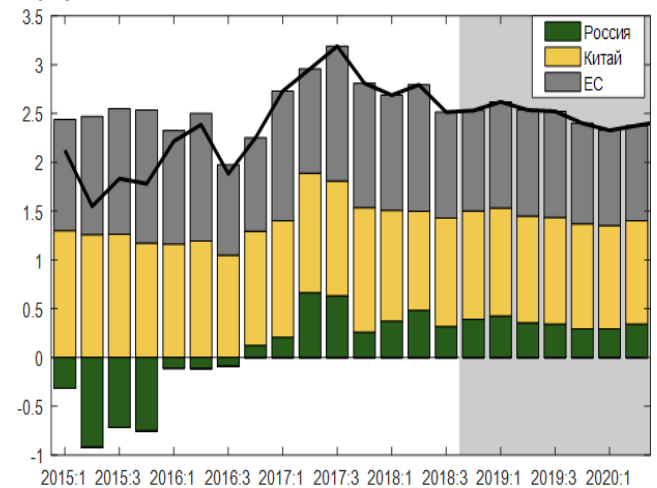
**Внешний инфляционный фон также ухудшился в результате пересмотра прогнозов российской инфляции в сторону повышения по сравнению с предыдущими оценками** (см. Обзор инфляции за второй квартал 2018 года). Ожидания более высокого роста цен в России на прогнозной перспективе связаны с ростом ставки НДС с начала 2019 года и увеличением импортных цен на фоне ослабления российского рубля.

В случае ослабления рисков ужесточения санкций в отношении России инфляционное давление со стороны импортных цен снизится, что окажет понижательное воздействие на инфляцию в Казахстане.

При этом предполагается, что на прогнозной перспективе в ЕС и Китае инфляция будет стабильной (график 60).

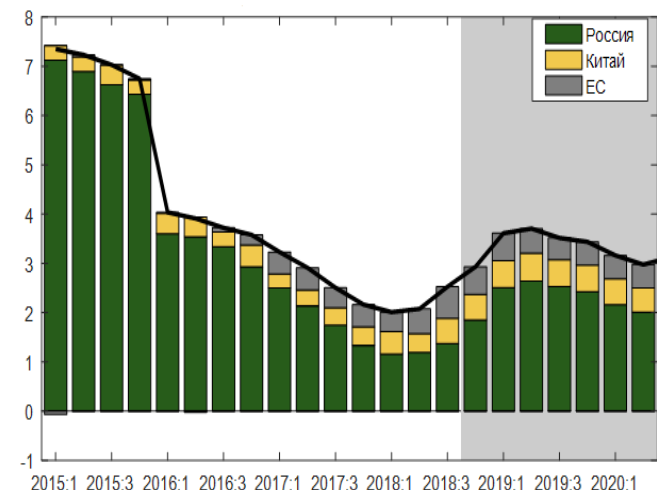
Что касается мирового рынка продовольственных товаров, то в краткосрочном периоде спрос на мировом рынке зерновых культур будет преобладать

**График 59. Декомпозиция внешнего взвешенного ВВП в разрезе стран – основных торговых партнеров Казахстана, %, г/г**



Источник: расчеты НБРК

**График 60. Взвешенная инфляция в разрезе стран – основных торговых партнеров Казахстана по долям в импорте, %, г/г**



Источник: расчеты НБРК

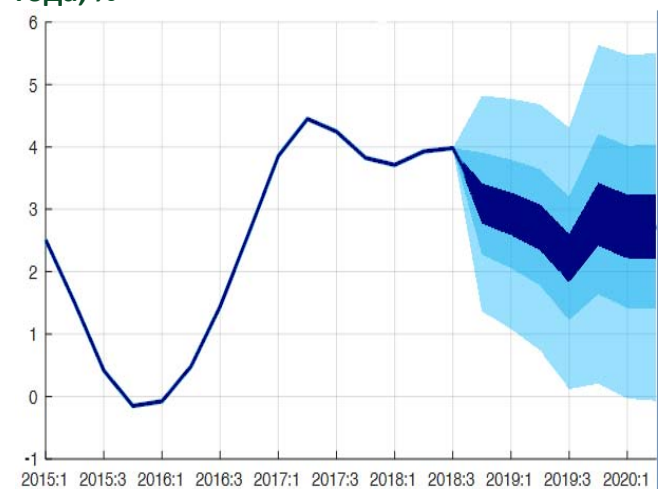
над предложением. Таким образом, ожидается сокращение мировых запасов зерновых культур в сельскохозяйственном сезоне 2018-2019 годов<sup>3</sup>. **Цены на мировом рынке продовольствия будут демонстрировать плавную восходящую динамику в результате более низких ожиданий по производству зерновых культур на прогнозной перспективе.** В свою очередь, ожидания по снижению производства связаны с ухудшением видов на урожай в Австралии. Предполагается, что на прогнозном горизонте мировые цены на зерновые будут оказывать умеренно-повышательное влияние на динамику продовольственной инфляции в Казахстане.

**Предпосылки по внешним монетарным условиям не изменились, ожидается постепенная нормализация денежно-кредитной политики США,** проявляющаяся в повышении ставки по федеральным фондам на прогнозном горизонте. В случае изменения риторики ФРС относительно дальнейших планов по изменению процентных ставок, Национальный Банк будет учитывать потенциальные последствия данных изменений при проведении денежно-кредитной политики.

## 2. ПРОГНОЗ ПО БАЗОВОМУ СЦЕНАРИУ

**В 2019 году рост реального ВВП Казахстана составит 2,7%, в первом полугодии 2020 года – 2,7%** (график 61). Основными факторами роста будут выступать потребительский и инвестиционный спрос. Позитивная динамика потребительского спроса будет наблюдаться на фоне положительной динамики потребительского кредитования, роста реальных денежных доходов населения, подкрепленных увеличением минимальной заработной платы. Рост инвестиционного спроса будет сопровождаться как увеличением инвестиций в основной капитал в рамках

**График 61. ВВП, квартал к соответствующему кварталу предыдущего года, %**



Источник: расчеты НБРК

<sup>3</sup> <http://www.fao.org/worldfoodsituation/csdb/en/>

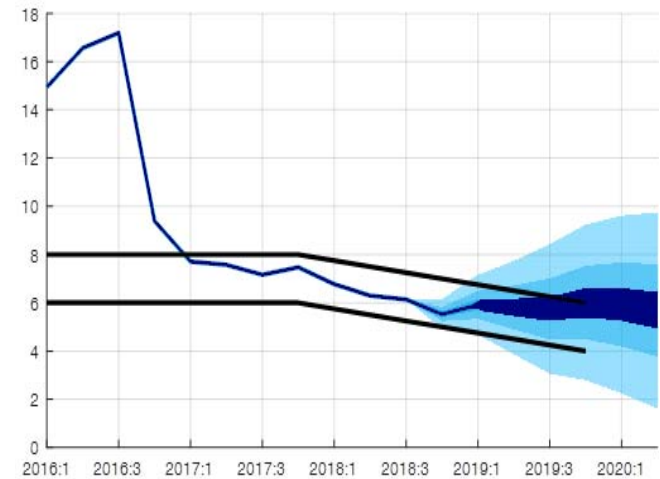


расширения месторождения Тенгиз, так и положительными темпами роста инвестиций в жилищное строительство. Росту экспорта будет способствовать увеличение добычи нефти и газового конденсата на месторождении Кашаган. Расходы государства на потребление будут демонстрировать слабую динамику.

На прогнозной перспективе будет наблюдаться положительный разрыв выпуска, оказывая проинфляционное давление на процессы ценообразования. К концу прогнозного горизонта положительный разрыв будет сокращаться, оставаясь в слаболожительной зоне.

В 2019 году годовая инфляция будет находиться внутри целевого коридора, формируясь около верхней границы к концу года (график 62). Прогнозы годовой инфляции до конца 2019 года по сравнению с предыдущим прогнозным раундом были скорректированы в сторону незначительного понижения в результате ожидаемых процессов замедления в динамике инфляции регулируемых услуг. При этом существуют риски превышения инфляцией целевого уровня в 2020 году на фоне расширения внутреннего спроса в результате повышения минимальных заработных плат, снижения индивидуального подоходного налога для малооплачиваемых категорий работников и увеличения трансфертов из Национального фонда по сравнению с ранее закладываемыми значениями. В совокупности данные факторы будут оказывать сдерживающее воздействие на процессы замедления роста цен в течение первого полугодия 2020 года. Кроме того, потенциальное усиление санкционного фона в отношении России, опосредованно влияющее на риск-премию казахстанских активов и динамику тенге, сопровождаемое ухудшением внешнего инфляционного фона, усиливают риски превышения целевого ориентира 2020 года (ниже 4%).

График 62. Инфляция, в среднем за квартал, г/г, %



Источник: расчеты НБРК

### 3. РИСКИ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

Действие различных внешних и внутренних факторов послужило причиной некоторой переоценки Национальным Банком рисков среднесрочного прогноза (график 63).

Из внутренних факторов по сравнению с прошлым прогнозным раундом усилился риск инфляционного давления со стороны внутреннего спроса в условиях повышения минимальных заработных плат в 1,5 раза с 2019 года. Кроме того, возможному разгону внутреннего спроса будут способствовать снижение индивидуального подоходного налога для низкооплачиваемых работников, а также положительная динамика потребительского кредитования.

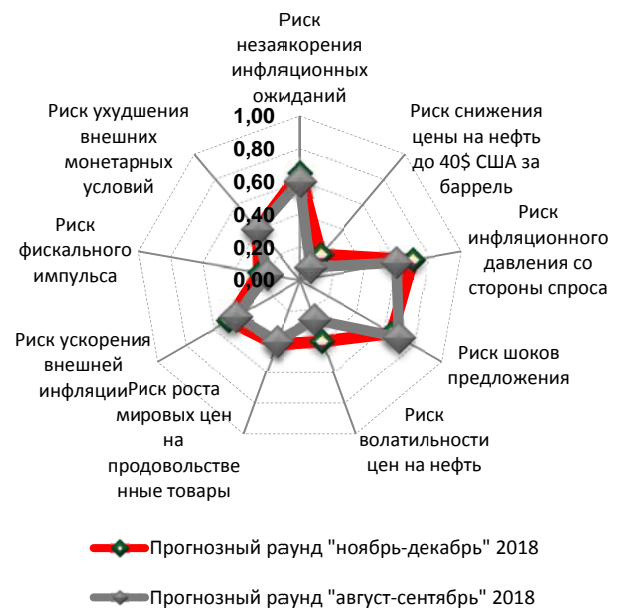
Вероятность незаякоренности инфляционных ожиданий существенно не изменилась, однако их адаптивность и зачастую зависимость от колебаний номинального обменного курса тенге по-прежнему выступают в качестве значительного фактора риска для обеспечения низкой и устойчивой инфляции в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Также остаются высокими риски шоков предложения на отдельных товарных рынках по причине нехватки внутреннего производства и/или неожиданного роста себестоимости производства. Тем не менее, в связи с планами Правительства по усилению контроля над установлением тарифов естественных монополий вероятность наступления данных шоков была незначительно понижена.

Риск фискального импульса по сравнению с прошлым прогнозным раундом не претерпел существенных изменений.

Из внешних факторов необходимо выделить заметное ухудшение ситуации на мировом рынке нефти. В настоящее время ввиду высокого уровня добычи нефти в США, Саудовской Аравии и России, а также возможного замедления мирового спроса на нефть вследствие торговых войн заметно

График 63. Карта рисков, основанная на экспертном подходе



Источник: оценка НБРК



усилился риск дальнейшей повышенной волатильности цен на нефть и продолжения их снижения.

По сравнению с прошлым прогнозным раундом оценка рисков роста мировых цен на продовольствие не изменилась, однако осталась на высоком уровне в условиях прогнозируемого снижения мировых запасов и роста мирового потребления.

Вероятность ухудшения внешних монетарных условий также не претерпела существенных изменений. Однако более жесткая риторика ФРС США касательно перспектив повышения ключевой ставки, а также сохранение и развитие торговой напряженности между ведущими экономиками мира (США, Китай, Евросоюз) могут привести к оттоку финансовых капиталов из развивающихся стран, обесценению их национальных валют и ускорению инфляционных процессов, в том числе и в Казахстане. Кроме того, важным остается риск импорта внешней инфляции в условиях ускорения российской инфляции из-за ослабления рубля на фоне возможного введения санкций и повышения ставки НДС в 2019 году.

Наконец, в связи с усилением рисков, касающихся рынка нефти, становится более реалистичным развитие пессимистического сценария, предполагающего падение цены на нефть до 40 долл. США за баррель. В случае реализации данного сценария заметно усилятся девальвационные и инфляционные ожидания, и инфляция может превысить свои целевые значения в 2019-2020 годах, а темпы роста ВВП упасть до 2,1% в 2019 году. Реакцией Национального Банка может стать ужесточение денежно-кредитной политики, и условия проведения монетарной политики сменятся с нейтральных на сдерживающие.

В дальнейшем, при оценке баланса рисков, Национальным Банком будут приниматься во внимание не только описанные выше внешние и внутренние факторы, но и успешность проведения

структурных реформ Правительства по диверсификации экономики, которые могут оказать значительное влияние на экономический рост и инфляционные процессы в Казахстане.

Приложение 1

Прогноз текущего счета платежного баланса

В данном приложении представлен прогноз текущего счета платежного баланса на 2018-2019гг. Прогноз разработан в рамках ежеквартальных прогнозных раундов Национального Банка для целей принятия решения по денежно-кредитной политике.

**Исходные предположения прогноза**

Базовым сценарием текущего прогноза является цена на нефть марки Brent в 60 долл. США за баррель, начиная с декабря 2018 года (*средняя цена в 2018г. – 71,8 долл. США за баррель; в 2019г. – 60 долл. США за баррель*).

В сравнении с предыдущим прогнозным раундом были пересмотрены некоторые внутренние и внешние параметры прогноза.

Прогноз темпов экономического роста Казахстана в среднесрочной перспективе несколько лучше предыдущих ожиданий.

В 2018 году ожидаемый объем добычи нефти составит 90 млн. тонн, в 2019 году – 91 млн. тонн (*предыдущий прогноз – 91 млн. и 93 млн. тонн, соответственно*). Пересмотр прогнозов связан с выходом фактических данных за 10 месяцев 2018 года и ожидаемым ремонтом на месторождении Кашаган весной 2019 года.

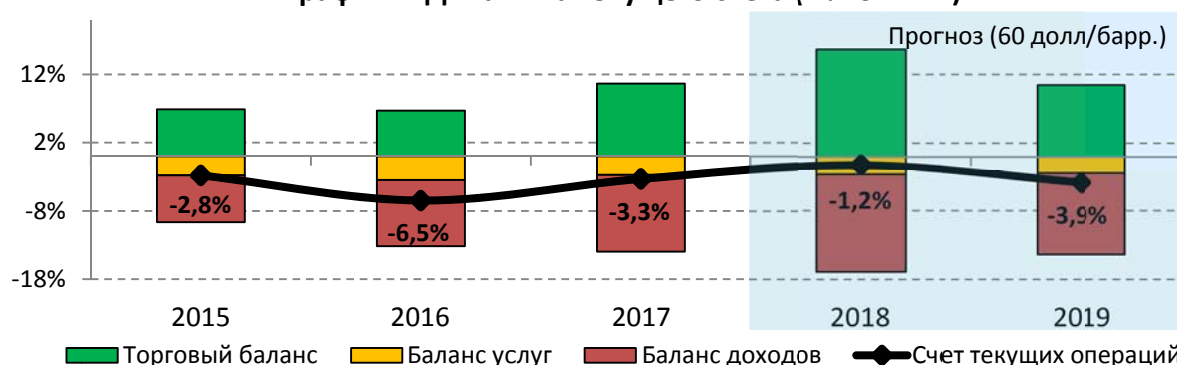
Показатели внешнего спроса были пересмотрены в сторону снижения в связи с замедлением темпов роста экономик Еврозоны и Китая.

**Прогноз**

Сальдо текущего счета в Казахстане определяется динамикой торгового баланса и баланса доходов. Динамика баланса услуг стабильна и ее влияние на показатели текущего счета ограничено (*график 1*). По итогам 2018 года ожидается улучшение состояния текущего счета до уровня (-)1,2% от ВВП (*предыдущий прогноз – (-)2,3% от ВВП*). В 2019 году дефицит увеличится до (-)3,9% от ВВП (*предыдущий прогноз – (-)3,8% от ВВП*) за счет более низкой среднегодовой цены на нефть и более низкого объема добычи по сравнению с прошлым прогнозным раундом.

Сдерживающими факторами улучшения текущего счета остаются рост импорта товаров, необходимых для реализации инвестиционных проектов в нефтегазовом секторе, а также рост выплат доходов иностранным прямым инвесторам.

**График 1. Динамика текущего счета (в % от ВВП)**



**Экспорт товаров в 2018 году** вырастет на 22,2% (*предыдущий прогноз – 18,6%*) до 60,4 млрд. долл. США за счет более высокой среднегодовой цены на нефть. В 2019 году ожидается снижение экспорта на 8,8% (*предыдущий прогноз – 1,1%*) до 55,1 млрд. долл. США в связи с предполагаемым замедлением роста объемов добычи нефти и сценарным снижением цен.

**Импорт товаров** вырастет на 7,8% (*предыдущий прогноз – 8%*) до 34,4 млрд. долл. США в 2018 году и на 3,3% (*предыдущий прогноз – 10%*) до 36 млрд. долл. США в 2019 году. Более низкие темпы роста импорта по сравнению с предыдущими прогнозами обусловлены изменением исходных предположений прогноза: предполагается некоторое замедление темпов роста выдачи новых потребительских кредитов. Тем не менее, высокий уровень потребительского импорта будет поддерживаться за счет увеличения реальных доходов населения.

Промежуточный и инвестиционный импорт продолжат рост вследствие восстановления доходов бизнеса, реализации государственных программ<sup>4</sup>, а также реализации инвестиционных проектов<sup>5</sup>, преимущественно в нефтегазовом секторе.

**Баланс доходов** отражает потоки доходов от инвестиций, оплаты труда и безвозмездных трансфертов. Отрицательный баланс доходов свидетельствует, что начисленные иностранным инвесторам доходы к выплате превышают доходы к получению отечественными субъектами экономики.

В прогнозном периоде ожидается увеличение дефицита баланса доходов до (-)23,6 млрд. долл. США в 2018 году и (-)22 млрд. долл. США в 2019 году. Данная динамика объясняется ростом доходов иностранных инвесторов в сырьевом секторе экономики Казахстана, которая, в свою очередь, обеспечена ростом добычи нефти. Текущая прогнозная траектория баланса доходов несколько лучше прогнозов предыдущего рассмотрения. Это связано с сокращением ожидаемой добычи нефти.

---

<sup>4</sup> «7-20-25», «Нұрлы жер» и др.

<sup>5</sup> ПБР-ПУУД ТШО, инвестиции в Карачаганак (СПОГ, ПРК), газопровод «Сарыарка», Интегрированный газохимический комплекс в г.Атырау совместно с компанией «Borealis», четвертый НПЗ, БАКАД, LRT в г.Астана, лоукостеры «Fly Arystan», СЭС «Номад» и «Байконур» и др.

## ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

**Базовая инфляция** – это инфляция, исключая кратковременные неравномерные изменения цен под влиянием отдельных факторов административного, событийного и сезонного характера.

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

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

**Валютный своп** – валютная сделка, которая предполагает одновременную покупку и продажу определенного количества одной валюты в обмен на другую с двумя разными датами валютирования.

**Внутренний валовой продукт (ВВП)** – показатель, отражающий рыночную стоимость всех конечных товаров и услуг (то есть предназначенных для

непосредственного употребления), 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 (резервные деньги)** включает наличные деньги, выпущенные в обращение Национальным Банком, за исключением наличных денег, находящихся в кассах Национального Банка (наличные деньги вне 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 населения 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** (далее – ИПЦ) – изменение общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для 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 Комитетом по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан.

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

**Композитный индикатор** – обобщающий индикатор, который служит для отражения краткосрочных тенденций развития реального сектора экономики, Обладая свойством опережения, композитный индикатор используется для отражения циклического изменения и определения поворотных точек при наступлении и смене подъемов и спадов в экономике, Композитный индикатор формируется на основе результатов опросов предприятий, являющихся участниками конъюнктурных исследований, проводимых Национального Банка.

**Краткосрочный экономический индикатор** рассчитывается в целях обеспечения оперативности и базируется на изменении индексов выпуска по базовым отраслям: сельское хозяйство, промышленность, строительство, торговля, транспорт и связь, составляющих свыше 60% от ВВП, Показатель формируется без

досчетов на ненаблюдаемую экономику и без применения других макроэкономических корректировок.

**Кредитные аукционы** – аукцион Национального Банка по покупке ценных бумаг с обратной продажей.

**Минимальные резервные требования (МРТ)** – обязательная доля от суммы обязательств банка, которую банк поддерживает в виде наличных денег в своей кассе и денег на корреспондентских счетах в Национальном Банке в национальной валюте (резервные активы), Объем резервируемых обязательств банков регулируется нормативами МРТ.

**Номинальный якорь денежно-кредитной политики**, Определенный показатель, в том числе макроэкономический, с помощью которого Национальный Банк оказывает влияние на конечную цель денежно-кредитной политики.

**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 (постоянного механизма)** – инструменты денежно-кредитной политики по корректировке объемов ликвидности,



которая сложилась по результатам операций открытого рынка, Постоянные механизмы осуществляются в рамках двухсторонних 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, отвечающим 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 Международного валютного фонда 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 (гэп ВВП)**, 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 выпуска), при прочих равных условиях, ожидается формирование тенденции к ускорению темпов роста цен ввиду перегрева экономики, Наличие отрицательного разрыва выпуска указывает на ожидаемое замедление темпов роста цен ввиду низкой экономической активности, Колебания выпуска вокруг своего потенциального уровня отражают деловые циклы в экономике.

**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** – (Tenge OverNight Index Average) 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** – это процесс воздействия инструментов денежно-кредитной политики на конечные макроэкономические показатели, такие как рост экономики, инфляция.

**Узкая денежная база** представляет собой денежную базу без учета других депозитов банков в Национальном Банке.

**NDF** – беспоставочные форвардные сделки, используемые для хеджирования валютных рисков.

**СПИСОК ОСНОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ**

ВВП – Валовый внутренний продукт  
ГПИИР - Государственная программа индустриально-инновационного развития  
ЕС – Европейский Союз  
ЕЦБ – Европейский центральный банк  
ИПЦ – индекс потребительских цен  
ИЦ – индекс цен  
КС МНЭ РК – Комитет по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан  
КФБ – Казахстанская фондовая биржа  
КФУ – АО «Казахстанский фонд устойчивости»  
НБРК – Национальный Банк Республики Казахстан  
НДС - налог на добавленную стоимость  
НПЗ – нефтеперерабатывающий завод  
ОПЕК – Организация стран — экспортеров нефти  
ПСО ООН – Продовольственная и сельскохозяйственная организация Организации объединенных наций  
РК – Республика Казахстан  
РЭОК – реальный эффективный обменный курс  
США – Соединенные Штаты Америки  
ФАО – Продовольственная и сельскохозяйственная организация объединенных наций  
ФРС – Федеральная резервная система  
Млрд. - миллиард  
Млн. - миллион  
Тыс. – тысяча  
Долл. – доллар