

**ДОКЛАД**

**О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКЕ**

**АВГУСТ 2024**

## ОГЛАВЛЕНИЕ

---

<b>ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН О БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 29 АВГУСТА 2024 ГОДА</b>	<b>4</b>
<b>I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ</b>	<b>9</b>
1.1. Предпосылки прогноза	9
1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию	11
1.3. Оценка траектории базовой ставки	14
1.4. Риски в среднесрочной перспективе	15
1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса	16
<b>II. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА</b>	<b>19</b>
2.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики	19
2.1.1. Процентный канал	19
2.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)	20
2.1.3. Валютный канал	22
2.2. Денежная масса	24
<b>III. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ</b>	<b>27</b>
3.1. Внешний сектор	27
3.2. Внутренний сектор	28
3.3. Издержки производства	32
3.4. Рынок труда	34
3.5. Инфляция	34
3.6. Фискальная политика	39
<b>ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ</b>	<b>43</b>
<b>СПИСОК ОСНОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ</b>	<b>45</b>
<b>БОКСЫ</b>	
Бокс 1. Оценка «прокси-индикатора доверия» населения к национальной валюте	22
Бокс 2. Влияние спроса со стороны иностранных граждан на потребительский спрос в Казахстане	30
Бокс 3. Вклад импорта в продовольственную инфляцию	37
Бокс 4. Ненефтяной фискальный импульс	40



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

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

Прогноз и анализ макроэкономических показателей подготовлен на основе статистической информации по состоянию на **15 августа 2024 года**

## ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН О БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 29 АВГУСТА 2024 ГОДА



Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка принял решение сохранить базовую ставку на уровне 14,25%. Решение принято с учетом анализа фактических данных и баланса рисков. Оно также подкреплено обновленными прогнозами по уровню инфляции и росту экономики. Годовая инфляция в июле подросла, но сохранилась в пределах наших майских прогнозов. Базовая и сезонно

скорректированная инфляция продемонстрировали ускорение второй месяц подряд. Внешний инфляционный фон оценивается нами как умеренный. Глобальная инфляция продолжает замедляться.

Внутренняя экономика сталкивается с усилением инфляционного давления. Основные причины: продолжение реформ в сфере ЖКУ, устойчивый внутренний спрос, превышающий возможности внутреннего предложения и высокий уровень инфляционных ожиданий.

Помимо этого, более сильный ожидаемый фискальный импульс обуславливает высокую вероятность более медленного возврата к таргету по инфляции, чем прогнозировалось в мае. Следует также отметить, что в настоящее время с учетом недавнего ослабления обменного курса текущие денежно-кредитные условия оцениваются нами как более мягкие. Смягчение денежно-кредитных условий также подтверждается динамикой ставок денежного рынка. Так, при уровне базовой ставки в 14,25% TONIA в июле-августе формируется на средних значениях ниже 13,1-13,3%. Смягчившиеся денежно-кредитные условия не дают пространства для дальнейшего снижения ставки. Для компенсации и предотвращения дальнейшего избыточного смягчения монетарных условий потребовалось сохранение базовой ставки на текущем уровне.

Обновленные прогнозы указывают на смещение баланса рисков в проинфляционную сторону, что создает предпосылки для сохранения базовой ставки на текущем уровне до конца 2024 года.

Далее остановимся подробнее на факторах принятого решения.

### ПЕРВОЕ. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ.

После продолжительного периода замедления (в течение прошлого и первой половины текущего года) в июле годовая инфляция повысилась до 8,6%. Продовольственная и непродовольственная компоненты инфляции остались относительно стабильными. Инфляция платных услуг продолжает рост на фоне проводимой программы «Тариф в обмен на инвестиции». Вместе с тем, ускорение инфляции в июле произошло за счет существенного роста стоимости и рыночных услуг, таких как арендная плата за жилье, связь, организация комплексного отдыха и пр.

Отмечу, что месячная инфляция в июле выросла до 0,7%, формируясь выше средней исторической динамики (0,3%). Показатели базовой и сезонно очищенной инфляции заметно ускорились.

Инфляционные ожидания продолжают формироваться на высоких значениях. Ожидаемая на год вперед инфляция составила 13,4%. Среди факторов инфляции наряду с продуктами

питания респонденты стали чаще отмечать рост цен на непродовольственные товары, услуги ЖКУ, медицинские услуги, интернет и сотовую связь.

Представители реального сектора демонстрируют более сдержанные ожидания относительно будущей инфляции. Согласно опросу, предприятия прогнозируют замедление роста цен на готовую продукцию, сырье и материалы в третьем квартале 2024 года. В свою очередь, профессиональные участники финансового рынка, по результатам последнего опроса ожидают, что инфляция достигнет уровня 8% к концу текущего года.

Текущая траектория годовой инфляции в целом соответствует нашим прогнозам, и мы продолжаем ожидать её дальнейшего замедления.

#### ВТОРОЕ. ТЕНДЕНЦИИ ВО ВНУТРЕННЕЙ ЭКОНОМИКЕ.

Деловая активность растет. Это видно по динамике краткосрочного экономического индикатора, который ускорился до 4,1% за январь-июль т.г. Дальнейшему ускорению экономики до конца года будет способствовать рост в несырьевых секторах. К слову, с января по июль т.г., снижение активности в нефтяной отрасли компенсировалось ускорением роста в сельском хозяйстве и обрабатывающей промышленности. Наибольшие темпы роста по-прежнему демонстрируют отрасли строительства, информации и связи и транспорта.

Совокупный внутренний спрос остается устойчивым. Поддержку спросу оказывают рост бюджетных расходов, потребительское кредитование и расширение инвестиций в несырьевом секторе.

Во втором квартале текущего года зафиксировано ускорение темпов роста розничной торговли как в продовольственном, так и в непродовольственном сегментах. Стабильная реализация потребительского спроса обусловлена увеличением реальной заработной платы, трансфертами и активным ростом потребительского кредитования.

Инвестиционная активность в несырьевых секторах экономики продолжает расти, увеличившись на 16,5%. Значительный рост наблюдается в таких отраслях, как транспорт, информация и связь, а также отдельных секторах услуг.

В августе текущего года темпы роста деловой активности продолжили улучшаться, индекс деловой активности (ИДА) составил 51,4. Предприятия сохраняют позитивные ожидания относительно будущих условий ведения бизнеса. Метрики делового цикла свидетельствуют о продолжающейся фазе роста.

#### ТРЕТЬЕ. ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА.

Внешнее инфляционное давление остается умеренным. Глобальная инфляция под воздействием высоких ставок продолжает замедляться.

Основные риски со стороны внешней среды по-прежнему сопряжены с уровнем инфляции в России, как в одном из главных торгово-экономических партнеров нашей страны, и сохраняющейся геополитической неопределенности.

Значение индекса продовольственных цен ФАО в июле т.г. немного снизилось в основном за счет падения цен на зерновые. Позитивная динамика зерновых обусловлена сезонным ростом предложения в Северном полушарии и благоприятными погодными условиями.

Центральные банки развитых стран продолжают сохранять процентные ставки на высоких уровнях. Тем не менее, на примере последних решений мы наблюдаем начало смягчения денежно-кредитных условий со стороны крупнейших ЦБ.

Годовой рост цен в ЕС по итогам июля т.г. ускорился до 2,8% из-за продолжающегося ценового давления в секторе услуг. После начала снижения ставки в июне т.г. ЕЦБ придерживается выжидательной позиции из-за смешанных данных по инфляции и занятости.

В США инфляция снижается – в июле т.г. до 2,9%. С учетом динамики инфляции и темпов роста экономики ФРС высказывает осторожный оптимизм в отношении будущих решений по ключевой ставке. Согласно последним заявлениям ФРС сигнализирует о постепенном начале смягчения денежно-кредитных условий.

В июле 2024 года инфляция в России продолжила ускоряться, достигнув 9,1%. Это привело к значительному ужесточению риторики ЦБРФ и пересмотру прогнозов по инфляции. Ключевая ставка в России была повышена на 200 б.п., до 18%. По заявлениям регулятора возвращение инфляции к целевому уровню требует дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики. Соответственно, вероятность последующего повышения ставок в России остается высокой.

Текущие нефтяные котировки балансируются на отметке около 80 долл. США за баррель. Поддержку ценам оказывает продление сокращения добычи нефти странами ОПЕК+, а также сохраняющаяся геополитическая напряженность.

Принимая, в том числе, данные факторы, в базовом сценарии цена на нефть марки Brent установлена на уровне 84,5 долл. США в среднем за 2024 год с дальнейшим снижением до 82,5 и 77,5 долл. США в среднем в 2025 и 2026 годах, соответственно.

Далее о прогнозах макроэкономических показателей.

Прогноз по инфляции на 2024-2025 годы остается без изменений – 7,5-9,5% и 5,5-7,5%, соответственно. При этом текущие темпы собираемости налогов, ненефтяного дефицита бюджета и объем трансфертов указывают на высокую вероятность дальнейшего усиления фискального стимулирования. Реализация такого риска будет являться триггером для возможного пересмотра прогнозов.

Прогноз на 2026 год скорректирован с расширением диапазона до 5-7%. Основная причина – неопределённость фискальных параметров в связи с реализацией реформы налогового законодательства. В условиях сохраняющегося проинфляционного разрыва выпуска и невысокой производительности труда это будет усиливать инфляционное давление и замедлит темпы возвращения инфляции к цели.

В то же время, умеренно жесткая денежно-кредитная политика будет способствовать замедлению базовой инфляции до 5% в 2026 году.

Основные риски прогноза инфляции связаны с усилением давления со стороны внутреннего спроса, нестабильностью инфляционных ожиданий и возможным ускорением внешней инфляции.

В части рисков отдельно хочется отметить проблему фискального разрыва и определения инструментов его закрытия.

Мы видим определенные положительные сдвиги в рамках проекта нового Налогового кодекса, вместе с тем, считаем крайне важным, чтобы предлагаемые Правительством изменения в полной мере способствовали замещению трансфертов из Национального Фонда. Для понимания масштабов вливаний трансфертов – их объем по отношению ко всей денежной массе в стране в начале года составил 13,8%. Это конечно же не проходит безинфляционно, и в конечном итоге инфляция влияет на доходы бизнеса и граждан.

В этой связи прослеживается необходимость в сложных, но нужных и значимых системных мерах по повышению собираемости налогов, доходов бюджета в целом, исходя из интересов как населения, так и бизнеса.

В этом контексте бюджетный разрыв выступает для нас фактором неопределенности при прогнозировании ключевых экономических параметров.

Прогноз роста экономики Казахстана на 2024 год сохранен в пределах 3,5-4,5%. В текущем году деловая активность будет стимулироваться за счет фискальных мер, роста потребительского спроса и инвестиционной активности в ненефтяном секторе. Прогноз на 2025 год был пересмотрен в сторону повышения до 5-6%. Ожидается, что к концу 2026 года годовой рост экономики сложится в пределах 4,9-5,9%. В 2025-2026 годах, наряду с фискальными вопросами, дополнительный вклад в рост ВВП внесет увеличение объемов нефтедобычи, а также меры, планируемые к реализации со стороны Правительства.

Как вы знаете, мы постоянно ищем возможности улучшения своей коммуникации, потому что коммуникации для центрального банка – это один из способов реализации своей политики. Внутренние обсуждения и анализ исследований, а также лучшего мирового опыта с учетом лучших практик инфляционного таргетирования, привели нас к тому, что мы будем публиковать в дальнейшем прогноз по траектории базовой ставки наряду с прогнозами по инфляции и экономической активности. То есть мы будем давать не только прогноз динамики цен и роста ВВП, но и наш прогноз изменения базовой ставки.

Публикация траектории ставки даст сигналы о будущих процентных ставках, что влияет на рыночные ожидания о будущей монетарной политике, позволит оценить финансовые активы более эффективно. Через трансмиссию от ожиданий к реальным действиям публикация прогноза способствует снижению волатильности инфляции и ВВП.

Больше деталей ожидайте на следующей неделе, когда мы выпустим дополнительные информационные материалы. Сама публикация прогноза базовой ставки будет включена в состав Доклада о денежно-кредитной политике, который будет обнародован 9 сентября текущего года.

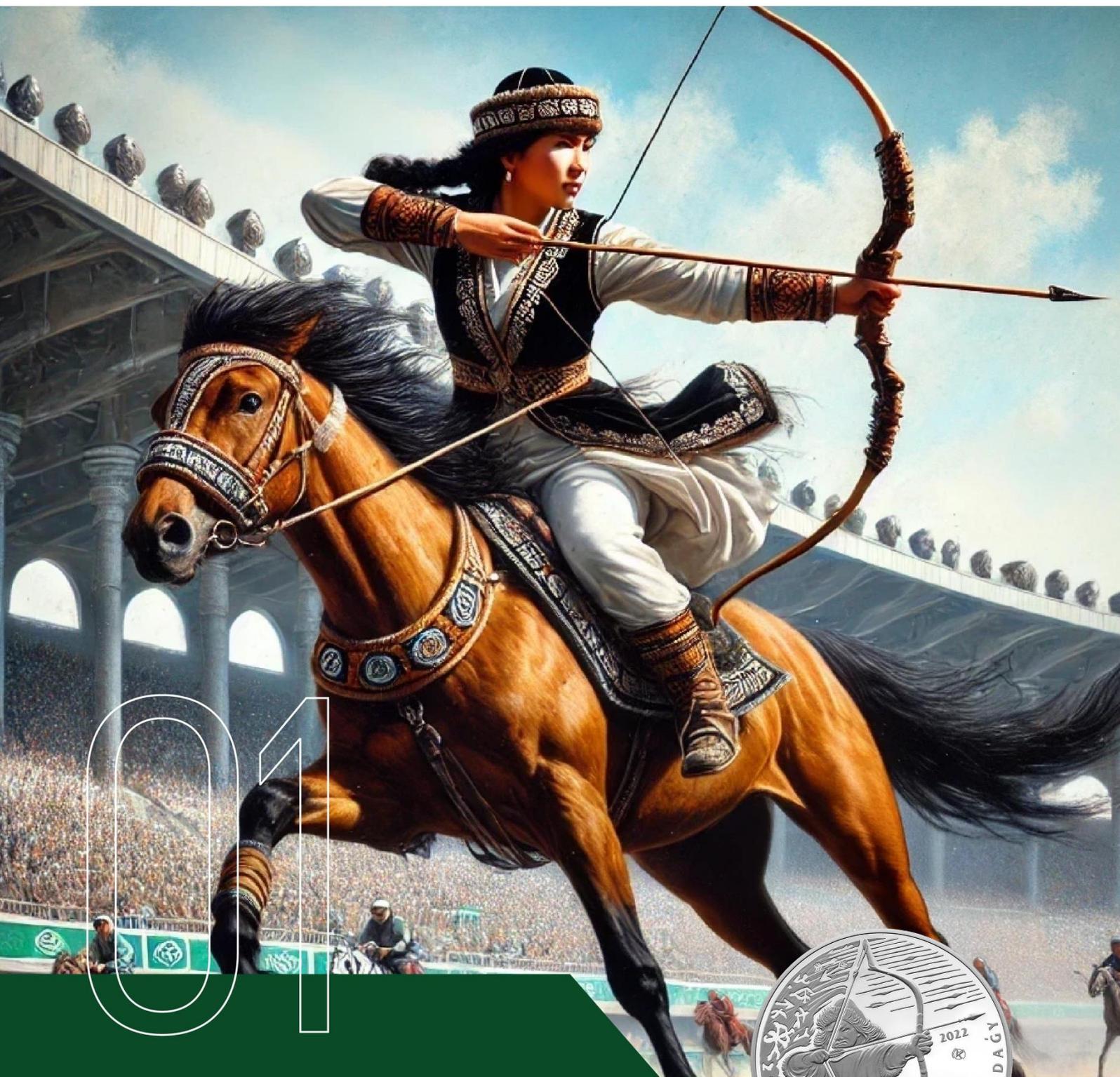
Наша основная цель — достижение инфляции на уровне 5% в среднесрочной перспективе. Обновленные прогнозы и текущие инфляционные процессы указывают на необходимость сохранения умеренно жестких денежно-кредитных условий на длительный срок.

Мы продолжим действовать в строгом соответствии с нашим мандатом, адаптируя политику к поступающим данным и балансу рисков, чтобы обеспечить как можно более быстрый возврат инфляции к целевому уровню в 5%.

**Председатель Национального Банка Республики Казахстан  
Тимур Сулейменов**



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



## ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

## I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

---

### 1.1. Предпосылки прогноза

**Перспективы роста глобальной экономики немного улучшились. Достижение развитыми странами целевых значений по инфляции, как и прежде, ожидается не ранее 2025 года. Ввиду замедления текущей инфляции и появления признаков охлаждения на рынке труда все больше стран продолжают переход к нормализации проводимой монетарной политики.**

МВФ<sup>1</sup> сохранил прогноз по росту мировой экономики в текущем году на уровне 3,2% (г/г). При этом оценки глобального роста в 2025 году были повышены с 3,2% (г/г) до 3,3% (г/г). По крупным странам существенного пересмотра прогнозов не произошло, между тем, ожидается, что экономика Китая, стран ЕС, Индии и Бразилии будут расти несколько быстрее, чем ожидалось ранее.

Из-за устойчивого роста цен на услуги и энергоносители прогнозы по глобальной инфляции не поменялись. Ожидается, что в 2024 году глобальная инфляция составит 5,9% (г/г), в 2025 году инфляция замедлится до 4,4% (г/г).

**В 2024 году ожидается более сильный экономический рост в России и Китае. В среднесрочной перспективе умеренный рост экономики Китая и стран ЕС может компенсировать более слабую деловую активность в России. На фоне высокой текущей и ожидаемой инфляции в России внешнее инфляционное давление на потребительские цены в Казахстане может быть усилено. При этом ожидается, что инфляция в Китае и ЕС будет расти умеренно.**

Согласно обновленным прогнозам, в 2024 году на фоне более сильного потребительского и государственного спроса экономика России будет расти более быстрыми темпами, чем ранее предполагалось. При этом, в 2025-2026 годах ожидается резкое замедление активности в результате ослабления внутреннего спроса ввиду жестких денежно-кредитных условий, а также структурных ограничений, связанных с нехваткой рабочей силы. Экономика ЕС в течение всего прогнозного горизонта будет расти темпами не более 2%, что обусловлено сохранением негативного влияния предыдущих энергетических шоков. Ожидается, что поддержку экономике будет оказывать восстановление внешней торговли и сильный потребительский спрос. Экономика Китая будет расти умеренными темпами. Ожидается, что мягкие денежно-кредитные условия и другие меры поддержки экономики продолжат стимулировать экономическую активность (график 1).

Ускорение роста потребительских цен в России на фоне активного роста внутреннего спроса обусловило пересмотр прогноза инфляции на 2024 год в сторону повышения. В свою очередь, усиление внешнего инфляционного давления в краткосрочной перспективе ввиду ускорения инфляции в России будет частично компенсировано низкими показателями годовой инфляции в Китае и ЕС, а также сокращением торговли Казахстана с Россией в последние годы. Между тем, в среднесрочной перспективе ожидается возвращение инфляции в России к целевым значениям, в Китае и странах ЕС годовая инфляция также будет находиться у цели (график 2).

**Риторика центральных банков крупных экономик на фоне продолжающегося замедления инфляции и ослабления давления на рынке труда смягчается. Ожидается, что в ближайшей перспективе все больше развитых стран начнут снижать ключевые ставки.**

---

<sup>1</sup> МВФ «Перспективы развития мировой экономики», Июль 2024

График 1. Темпы роста ВВП, г/г, %

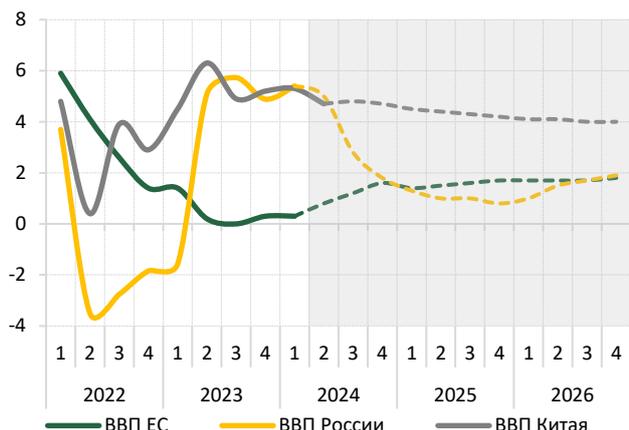
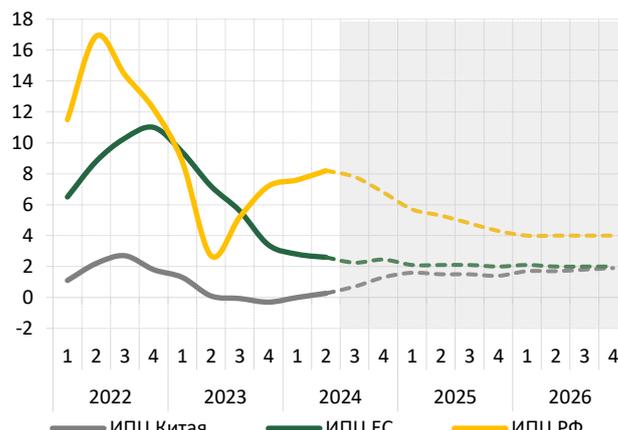


График 2. Инфляция, г/г, %



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

В текущих условиях ослабления инфляционного давления и роста безработицы внешние монетарные условия в сравнении с прогнозным раундом «Май 2024 года» смягчились. Начало цикла снижения ставки ФРС США ожидается в сентябре текущего года. При этом, снижение ставки на прогнозном горизонте ожидается более быстрыми темпами. ЕЦБ в целях поддержки экономики также возможно перейдет к смягчению проводимой политики. Между тем, риторика ЦБ РФ остается жесткой, сохранение базовой ставки на высоком уровне ожидается более продолжительное время.

**В среднесрочной перспективе ожидается постепенное снижение нефтяных котировок ввиду превышения предложения нефти над спросом в условиях ожидаемого роста объемов добычи (таблица 1, график 3).**

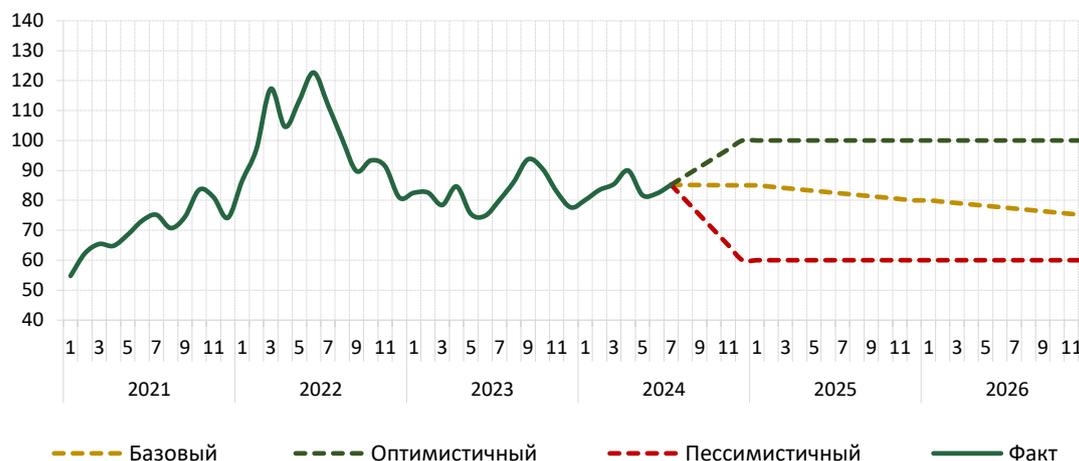
Таблица 1. Предпосылки прогнозов по цене на нефть\*

	2024	2025	2026
<b>Базовый сценарий</b>	<b>84,5</b> (85,0)	<b>82,5</b> (80,0)	<b>77,5</b> (77,3)
<b>Пессимистичный сценарий</b>	<b>78,2</b> (74,0)	<b>60,0</b> (60,0)	<b>60,0</b> (60,0)
<b>Оптимистичный сценарий</b>	<b>88,2</b> (93,0)	<b>100,0</b> (100,0)	<b>100,0</b> (100,0)

Источник: расчеты НБРК

\* в скобках указаны предпосылки предыдущего прогноза в рамках прогнозного раунда «Май 2024 года»

График 3. Сценарии по цене на нефть Brent, долл. США за баррель



Источник: EIA, расчеты НБ РК

Снижение мировых цен на нефть с предыдущего прогнозного раунда «Май 2024 года» обусловило пересмотр краткосрочной динамики цен на нефть в сторону незначительного снижения в рамках текущего прогнозного раунда «Август 2024 года». Сокращение предложения нефти на фоне продления соглашения ОПЕК+ до конца третьего квартала 2024 года<sup>2</sup>, а также сохранение геополитической напряженности будут способствовать поддержанию мировых цен на нефть на текущих уровнях в краткосрочном периоде. Таким образом, в рамках базового сценария ожидается, что в 2024 году цены на нефть стабилизируются на уровне 84,5 долл. США за баррель в среднем за год.

В дальнейшем предполагается постепенное снижение цен на нефть до 82,5 долл. США за баррель в среднем в 2025 году и до 77,5 долл. США за баррель в 2026 году. Ожидания по снижению цен на нефть в среднесрочном периоде связаны с увеличением предложения нефти в условиях постепенного ослабления ограничений добычи странами ОПЕК+ и прогнозируемого роста добычи нефти странами вне ОПЕК. При этом, пересмотр цен на нефть в сторону повышения в 2025 году в рамках базового сценария связан с улучшением перспектив роста глобальной экономики.

Ввиду неопределенности развития мировой экономики, помимо базового сценария, рассматривались также альтернативные сценарии динамики мировой цены на нефть.

## 1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию

**Рост ВВП Казахстана по итогам первого полугодия 2024 года продолжился более низкими темпами и составил 3,2%. Замедление темпов роста экономики явилось результатом сокращения роста горнодобывающей промышленности и более низких темпов роста в секторе услуг. По прогнозам рост ВВП составит в 2024 году – 3,5-4,5%, в 2025 году – 5,0-6,0%, в 2026 году – 4,9-5,9% (график 4, таблица 2).**

График 4. ВВП, г/г, %



Источник: прогноз НБРК

В 2024 году основным источником роста ВВП выступит внутренний спрос. Потребление домашних хозяйств будет поддерживаться ростом расходов бюджета на социальную сферу, фискальным стимулированием, а также положительной динамикой роста заработных плат и выдачи потребительских кредитов. Валовое накопление будет расти за счет реализации инвестиционных проектов в промышленности, сельском хозяйстве и в других отраслях экономики за счет модернизации энергетической и транспортной инфраструктуры, а также ввиду увеличения объема строительных работ.

<sup>2</sup> [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/7339.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7339.htm)

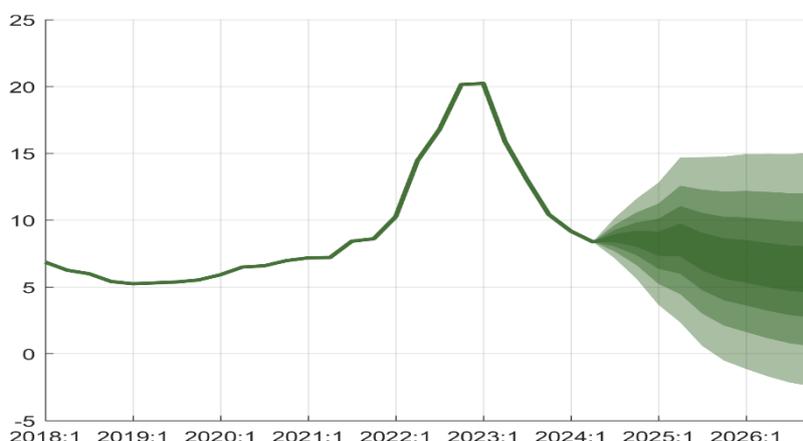
Позитивная динамика внутреннего спроса будет стимулировать рост импорта, который будет оказывать сдерживающее влияние на рост ВВП. Также ожидается позитивная динамика по расходам органов государственного управления, которая будет обусловлена расходами на заработные платы и потребление товаров и услуг. Положительный вклад в рост экспорта будет вносить небольшое увеличение добычи нефти в сравнении с 2023 годом, рост объемов экспорта металлов на фоне улучшения внешнего спроса со стороны стран-торговых партнеров и рост объемов экспорта зерновых к концу года на фоне ожидаемого хорошего урожая. В результате, **прогноз на 2024 год по росту экономики составил 3,5-4,5%**.

Что касается роста экономики в последующие годы, то в **2025-2026 годах** он составит **5,0-6,0%** и **4,9-5,9%**, соответственно. Кроме существенной поддержки роста экономики со стороны нефтяного сектора и соответствующего роста экспорта, внутренний спрос, подпитываемый фискальным стимулированием и потребительским кредитованием, также будет вносить положительный вклад в рост ВВП. Однако по мере планируемой фискальной консолидации и стабилизации роста добычи нефти влияние данных факторов будет ослабевать, и годовой рост экономики со второй половины 2026 года начнет стремиться к своим потенциальным значениям.

Разрыв выпуска, определяемый как процентное отклонение фактического уровня ВВП от своего потенциального уровня, будет находиться в положительной зоне на протяжении 2024-2025 годов с постепенным закрытием к концу 2026 года. Это связано с положительной динамикой внутреннего спроса на фоне фискального стимулирования и потребительского кредитования, а также экспорта в 2025-2026 годах ввиду роста добычи нефти. В то же время в 2026 году по мере исчерпания фискального стимулирования экономика будет приближаться к своим потенциальным уровням. Таким образом, в течение прогнозного периода экономика будет расти в условиях расширения спроса, опережающего возможности предложения, что будет оказывать проинфляционное давление.

Текущая динамика инфляции за первое полугодие 2024 года складывается согласно прогнозам Национального Банка. В то же время проинфляционное давление внутри экономики усиливается за счет растущих объемов фискального стимулирования, продолжающегося роста тарифов в рамках реформы ЖКУ, устойчивого внутреннего спроса, а также повышенных инфляционных ожиданий. Реализация умеренно жесткой денежно-кредитной политики будет способствовать тому, что базовая инфляция, при расчете которой не учитывается изменение цен на ЖКУ и ГСМ, замедлится до 5% в 2026 году. Таким образом, инфляция в 2024 году составит 7,5-9,5%, в 2025 году – 5,5-7,5%, в 2026 году - 5-7% (график 5, таблица 2).

График 5. Инфляция, г/г, %



Источник: прогноз НБРК

Во второй половине 2024 года динамика продовольственной компоненты в значительной степени будет подвержена проинфляционному влиянию недавнего ослабления курса тенге и дальнейшего ускорения роста цен производителей. В то же время на фоне роста реальных доходов населения и соответствующего роста спроса вместе с недавним ослаблением номинального обменного курса, в конце текущего года также ожидаются высокие значения месячного роста цен на непродовольственные товары и рыночные услуги.

Наибольший рост цен прогнозируется в секторе услуг, в значительной степени из-за повышения тарифов на регулируемые жилищно-коммунальные услуги.

При этом текущие темпы собираемости налогов, нефтяного дефицита бюджета и объем трансфертов указывают на высокую вероятность дальнейшего усиления фискального стимулирования. Реализация такого риска будет являться триггером для возможного пересмотра прогнозов.

Прогноз инфляции на 2025 год сохранен на уровне 5,5-7,5% с учетом умеренно-жестких денежно-кредитных условий. Стабилизация инфляционных ожиданий вследствие умеренно-жесткой политики НБ РК, постепенное возвращение инфляции в странах – торговых партнерах Казахстана к своим целевым значениям и общий тренд на снижение мировых продовольственных цен будут способствовать снижению инфляции в среднесрочной перспективе. При этом рост тарифов на регулируемые ЖКУ, положительный фискальный импульс, сильное потребительское кредитование будут препятствовать быстрому снижению инфляции. В то же время, рост фискального стимулирования в 2025 году и неопределенность с закрытием фискального разрыва в 2024 году создает значительный риск прогноза инфляции в 2025 году.

Прогноз на 2026 год скорректирован с расширением диапазона до 5-7% с учетом неопределенности фискальных параметров в связи с реализацией реформы налогового законодательства. В условиях сохраняющегося проинфляционного разрыва выпуска и невысокой производительности труда это будет усиливать инфляционное давление и замедлит темпы возвращения инфляции к цели.

Таблица 2. Прогнозы по базовому сценарию

	2024	2025	2026
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>3,5-4,5</b> (3,5-4,5)	<b>5-6</b> (4,8-5,8)	<b>4,9-5,9</b> (4,9-5,9)
<b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>	<b>7,5-9,5</b> (7,5-9,5)	<b>5,5-7,5</b> (5,5-7,5)	<b>5-7</b> (5-6)
<b>Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год</b>	<b>84,5</b> (85)	<b>82,5</b> (80)	<b>77,5</b> (77)

Источник: прогнозы НБРК

Таблица 3 (а). Прогнозы по пессимистичному сценарию

	2024	2025	2026
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>3,2-4,2</b> (3-4)	<b>4,4-5,4</b> (4,3-5,3)	<b>4,9-5,9</b> (4,9-5,9)
<b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>	<b>8-10</b> (8-10)	<b>6,5-8,5</b> (6,5-8,5)	<b>6-8</b> (6-7)
<b>Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год</b>	<b>78</b>	<b>60</b>	<b>60</b>

Таблица 3 (б). Прогнозы по оптимистичному сценарию

	2024	2025	2026
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>4,2-5,2</b> (4-5)	<b>6-7</b> (5-6)	<b>4,9-5,9</b> (4,9-5,9)
<b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>	<b>7-9</b> (7-9)	<b>5-7</b> (5-7)	<b>5-6</b> (5-6)
<b>Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год</b>	<b>88</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Источник: прогнозы НБРК

### 1.3. Оценка траектории базовой ставки

На заседании Комитета по денежно-кредитной политике Национального Банка 29 августа 2024 года члены представили свои оценки наиболее вероятной траектории базовой ставки на 2024-2026 годы (таблица 4, график 6).

Мнение каждого члена основывалось на информации, имевшейся на момент проведения заседания. Это оценка членами направления денежно-кредитной политики, которая, по их мнению, нужна для достижения целевых показателей инфляции с учетом текущих условий и будущих перспектив на момент принятия решения.

Предложенная траектория базовой ставки не предполагает обязательства Национального Банка удерживать ее на таких уровнях. Национальный Банк в коммуникации решений будет объяснять факторы и предпосылки их принятия, в том числе в случае отклонения от ранее оцененной траектории ставки.

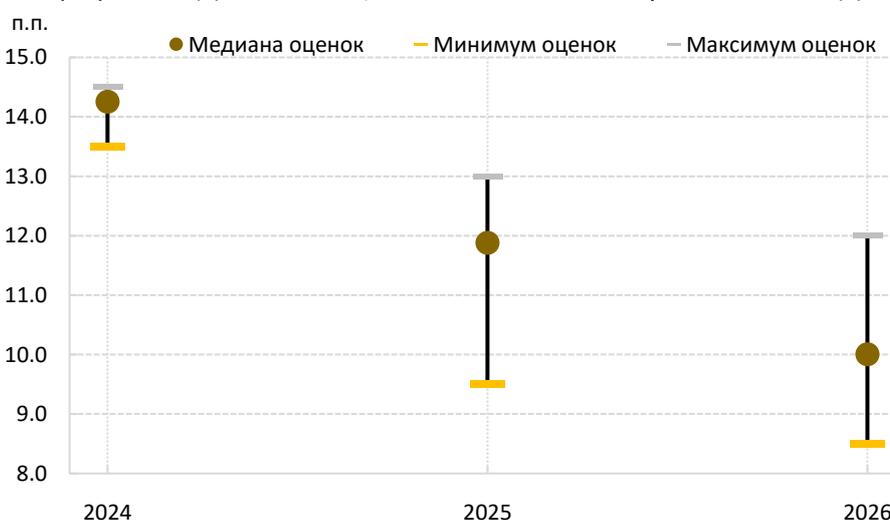
Таблица 4. Оценки КДКП траектории базовой ставки

Показатель	Медиана			Диапазон		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
<b>Базовая ставка, на конец года, %</b>	14,25	11,9	10	13,5-14,5	9,5-13	8,5-12

Примечания:

1. В случае если участником представлен интервал оценок, в качестве точки ряда для определения медианы принималось среднее значение этого интервала.
2. Диапазон показателя включает оценки всех участников от минимума до максимума для каждого года (включая границы интервала, если оценка представлена в виде интервала, а не точки).

График 6. Диапазон оценок базовой ставки участниками КДКП



Источник: оценки членов КДКП НБРК

#### 1.4. Риски в среднесрочной перспективе

**Баланс рисков смещен в проинфляционную сторону и обуславливает высокую вероятность сохранения базовой ставки на текущем уровне до конца 2024 года (график 7).**

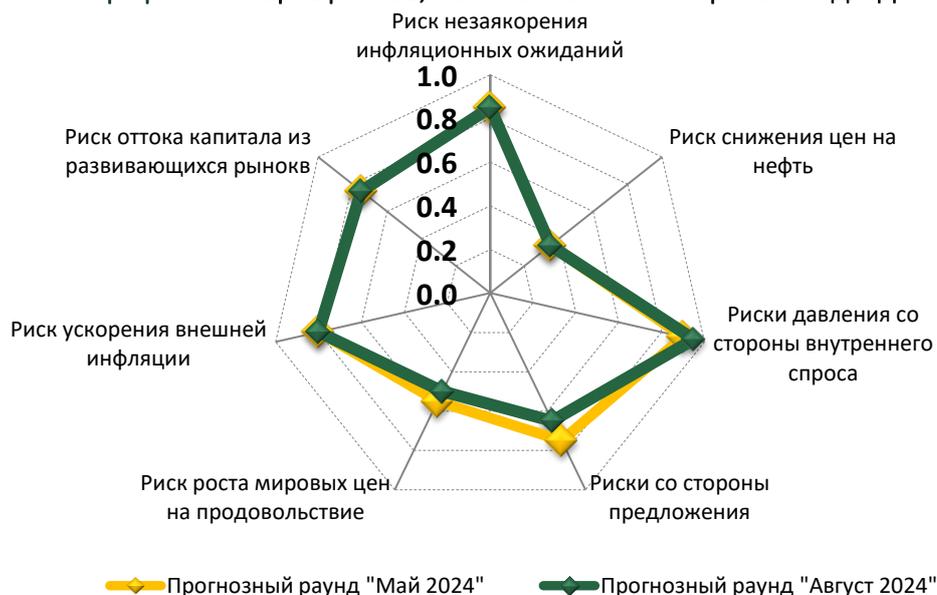
Риски инфляции продолжают оставаться высокими. Учитывая текущий недобор налогов и реализацию масштабных государственных программ, на данный момент реализуется риск фискального стимулирования. В дальнейшем, при сохранении текущей тенденции не исключается отсутствие планируемой бюджетной консолидации, что увеличивает риски устойчивого превышения внутреннего спроса над возможностями внутреннего предложения. Остаются высокими и риски незаякорения инфляционных ожиданий на фоне их высоких значений и подверженности шокам на отдельные товары и услуги (продукты питания, ГСМ и жилищно-коммунальные услуги).

Несколько снизились, но остаются высокими, риски со стороны шоков предложения на фоне меньшей, чем ожидалось, траектории роста ЖКУ и хороших видов на урожай в текущем году. Сохраняется риск импорта более высокой внешней инфляции в краткосрочной перспективе, особенно из РФ на фоне высокой месячной инфляции, подпитываемой внутренним спросом, который превышает предложение товаров и услуг. В то же время в части импорта внешних цен на продовольствие, риски несколько снизились из-за в целом нисходящей динамики и достаточного предложения в мире. Однако риски могут усилиться в будущем на фоне логистических проблем в мире вследствие усиления геополитической напряженности и снижения мирового урожая на фоне изменения климата.

По-прежнему является высоким и риск оттока капитала с развивающихся рынков в пользу развитых. В случае сохранения или даже усиления устойчивого инфляционного давления в мире центральные банки развитых стран будут поддерживать жесткие денежно-кредитные условия более длительное время, что может негативно сказаться на валютах стран с развивающимся рынком. Кроме того, геополитическая нестабильность сохраняет повышенным санкционный риск в отношении страны-торгового партнера Казахстана.

Что касается ВВП, то риски для его прогноза связаны с неопределённостью в отношении показателей добычи нефти и параметров будущей налогово-бюджетной политики.

График 7. Карта рисков, основанная на экспертном подходе



Источник: расчеты НБРК

## 1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса

**При базовом сценарии текущий счет платежного баланса в 2024-2026 годах будет находиться в умеренно отрицательной зоне. Дефицитные значения в течение прогнозного периода будут обусловлены сценарным снижением нефтяных цен и высоким внутренним спросом на импорт.**

Дефицит текущего счета ожидается на уровне (-)2,8 млрд. долл. США или (-)1,0% к ВВП в 2024 году, (-)2,5 млрд. долл. США или (-)0,8% к ВВП в 2025 году, (-)4,6 млрд. долл. США или (-)1,4% к ВВП в 2026 году (график 8). Прогнозируемая динамика будет обусловлена следующими факторами.

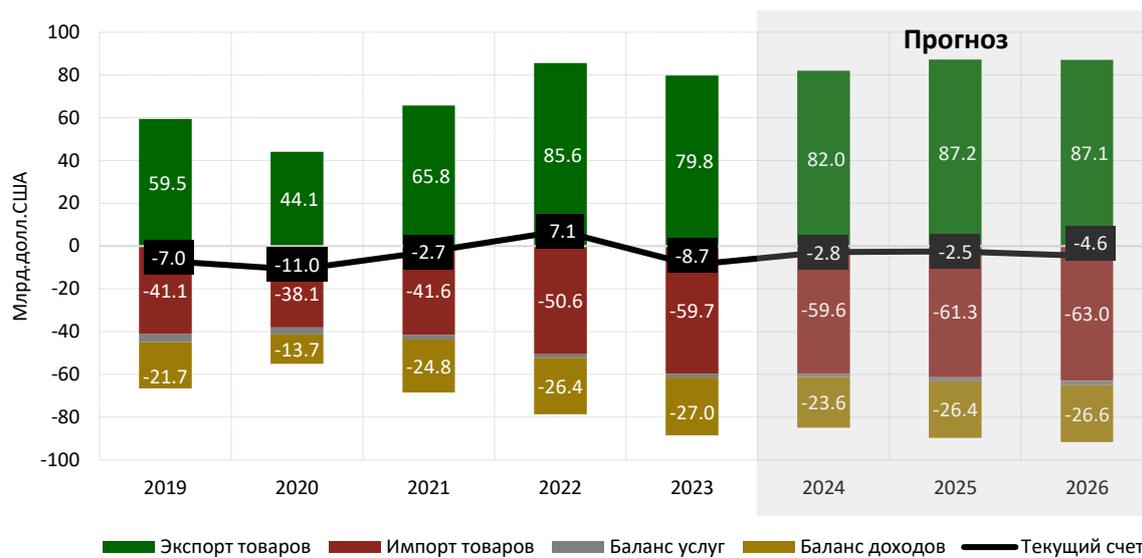
Увеличение объемов добычи нефти на месторождении Тенгиз поддержит рост экспорта товаров, компенсировав прогнозируемое сценарное снижение цен на нефть. Объемы ненефтяного экспорта будут предопределяться повышением мировых цен на металлы, руды и уран, а также дальнейшим восстановлением производства металлов. Как итог, в среднесрочной перспективе ожидается рост объема экспорта товаров с 79,8 млрд. долл. США в 2023 году до 87,1 млрд. долл. США в 2026 году.

Импорт товаров по методологии платежного баланса на прогнозном горизонте продолжит рост, превысив пиковые уровни 2023 года. Объемы импорта будут обусловлены удовлетворением нарастающего спроса в условиях недостаточности внутреннего производства, существенной долей импортной составляющей в казахстанских производственных цепочках, а также реализацией государственных программ и проектов по поддержке экономики. Источником финансирования высокого внутреннего спроса на импортные товары, наряду с личными и заемными средствами, будут фискальные расходы. В результате, импорт вырастет с 59,7 млрд. долл. США в 2023 году до 63 млрд. долл. США в 2026 году.

Дефицит баланса доходов продолжит определяться динамикой сырьевого экспорта. Несмотря на прогнозное снижение цен на нефть, рост нефтедобычи и цен на металлы обеспечат высокие объемы доходов к выплате прямым иностранным инвесторам. После достижения исторического максимума в 2023 году, начисленные проценты к выплате начнут постепенно снижаться ввиду ожидаемого смягчения денежно-кредитных условий в мире. Как следствие, дефицит баланса доходов в 2024-2026 годах будет находиться в диапазоне (-)23,6-(-)26,6 млрд. долл. США.

Умеренному углублению дефицита баланса услуг на прогнозном горизонте до (-)2,1 млрд. долл. США в 2026 году будут способствовать более высокие объемы импорта услуг по сравнению с их экспортом. Рост экспорта услуг будет поддерживаться транзитом груза через Казахстан и притоком иностранцев из приграничных стран. Наибольший вклад в рост импорта услуг внесут поездки ввиду увеличения туристического потока за границу за счет запуска новых международных авиарейсов из Казахстана и ввода безвизового режима с отдельными странами.

График 8. Текущий счет платежного баланса



Источник: прогноз НБРК



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



2022



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ  
ПОЛИТИКА

## II. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

### 2.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Дезинфляционный импульс наблюдается частично по процентному каналу, при этом валютный канал на фоне ослабления тенге может оказать давление на инфляционные процессы. Ставки денежного рынка длительное время находятся ниже границ коридора базовой ставки. При этом ставки по депозитам юридических лиц в большей степени реагируют на изменения базовой ставки по сравнению с депозитами населения. Ставки по кредитам бизнесу в целом следуют общему тренду снижения стоимости кредитных ресурсов. В то же время ставки по кредитам населения остаются малочувствительными к изменению базовой ставки в условиях массового распространения потребительского и льготного ипотечного кредитования. Кредиты предприятий и населения продолжают рост активными темпами, несмотря на умеренно-жесткие кредитные условия.

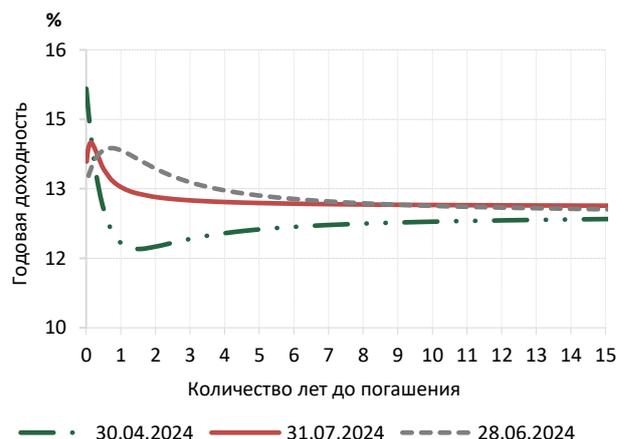
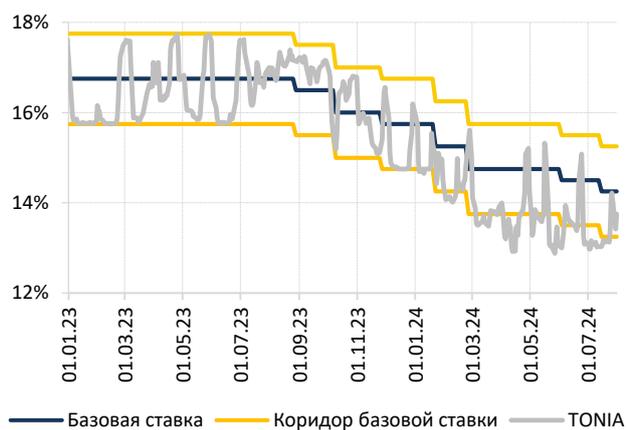
#### 2.1.1. Процентный канал

Ставки денежного рынка в среднем формируются на значениях ниже границ коридора базовой ставки.

Ставки денежного рынка с мая по июль 2024 года значительное количество дней формировались ниже нижней границы коридора базовой ставки (график 9), что происходило на фоне увеличения ликвидности в банковском секторе, а также продолжающейся адаптацией участников рынка к изменениям в регламенте работы системы инструментов НБРК с начала т.г. Спред между TONIA и базовой ставкой в среднем за май-июль т.г. сложился на уровне (-) 1,1 п.п (май-июль 2023г. – (-) 0,2 п.п.).

После некоторого периода повышения в июне т.г. по сравнению с апрелем, доходности ГЦБ на краткосрочном и среднесрочном сегментах вновь снизились в месячном выражении в июле т.г. (график 10).

График 9. Коридор процентных ставок и ставка TONIA



Источник: НБРК, КФБ

Изменение базовой ставки наиболее заметно прослеживается в динамике ставок по тенговым депозитам юридических лиц (средневзвешенная ставка снизилась с 13,7% в апреле до 13,2% в июле т.г.) (график 11). Доходность депозитов физических лиц демонстрирует меньшую эластичность (ставки снизились с 13,7% до 13,5%) на фоне постепенной адаптации участников

к новому механизму регулирования ставок со стороны КФГД<sup>3</sup>.

Ставки по кредитам бизнесу во втором квартале т.г. показали незначительное изменение, тем не менее сохраняется тренд на снижение стоимости кредитных ресурсов для предпринимательства с 3 квартала прошлого года. Стоимость кредитов населения преимущественно формируется под влиянием высокой доли рассрочек в секторе потребительского кредитования и механизмов льготного ипотечного кредитования.

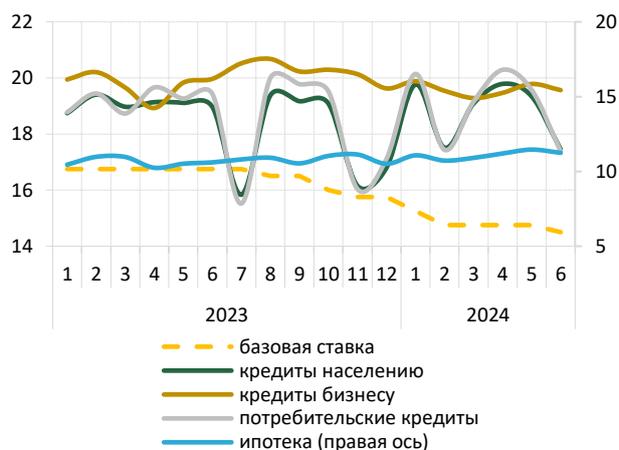
**Корпоративные кредитные ставки.** Средневзвешенная ставка по кредитам бизнесу в тенге плавно снижается с начала цикла смягчения до 19,6% в июне т.г. (с третьего квартала 2023 года, график 12). Снижение стоимости кредитов больше демонстрируют кредиты среднему и крупному бизнесу. Опрос банков по кредитованию за второй квартал 2024 года<sup>4</sup> подтверждает продолжающееся снижение стоимости кредитных ресурсов крупного предпринимательства и незначительное снижение ставок по кредитам среднего бизнеса в отдельных банках.

**Розничные кредитные ставки.** Высокая доля рассрочек в выдаче потребительских кредитов продолжает оказывать значительное влияние на формирование кредитных ставок населения. На фоне проведения кредитных маркетинговых предложений средневзвешенная ставка по потребительским кредитам снизилась до 17,4% в июне (с 19,2% в марте). Ставка по ипотеке продолжает находиться на низком уровне. Во 2 квартале рост доли рыночных программ оказал влияние на небольшое увеличение ставок по ипотечным кредитам (график 12).

График 11. Ставки по депозитам в национальной валюте, %



График 12. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

### 2.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)

Снижение базовой ставки частично отражается на кредитном канале, и предприятия отмечают снижение ставок в качестве одного из факторов увеличения спроса на кредитные ресурсы. Кредитный портфель банков продолжает увеличиваться активными темпами (в июне – рост на 23,3% г/г) на фоне стабильно высоких темпов роста кредитов населению и динамичного кредитования бизнеса (график 13). Динамика ипотечного кредитования замедлилась.

<sup>3</sup> Более подробно на сайте КФГД: <https://www.kdif.kz/press-tsentr/press-relizy/s-yanvaryaya-2024-goda-izmenitsya-regulirovanie-stavok-po-depozitam-fizicheskikh-lits/>

<sup>4</sup> Опрос банков по кредитованию за 2-й квартал 2024 года: <https://nationalbank.kz/ru/news/predydushchie-publikacii-opros/rubrics/2220>

Расширение кредитования населения поддерживает проинфляционное давление со стороны потребительского спроса. Рост потребительских кредитов продолжает ограничивать дезинфляционный эффект проводимой денежно-кредитной политики. Росту портфеля потребительских кредитов способствует активное маркетинговое продвижение рассрочек в условиях высоких инфляционных ожиданий населения и повсеместной цифровизации банковского сектора. Согласно опросу банков по кредитованию, в структуре потребительских кредитов наблюдается увеличение спроса на автокредитование на фоне увеличения акционных предложений от партнеров-автосалонов.

Динамика ипотечного портфеля банков продемонстрировала небольшое замедление во втором квартале текущего года (в июне - рост на 13,0% г/г). Это обусловлено снижением спроса ввиду некоторого ужесточения условий по ипотечным займам в первом квартале.

### Высокий уровень кредитования субъектов бизнеса продолжается четыре квартала подряд.

Положительный тренд в кредитовании бизнеса продолжает сохраняться во втором квартале т.г. (в июне - рост на 17,2% г/г) на фоне постепенного смягчения ценовых условий и активизации финансирования в рамках льготного кредитования институтами развития (в том числе со стороны АО «Фонд развития предпринимательства «ДАМУ»), реализации крупных проектов за счет кредитных ресурсов и развития цифровых продуктов для бизнеса. В целом, рост кредитов отмечается в разрезе всех типов субъектов предпринимательства и основных отраслей экономики.

**Сберегательное поведение сохраняется на высоком уровне.** Депозиты в банковском секторе продолжают расти на фоне проводимой денежно-кредитной политики в основном за счет тенговых вкладов. Годовой прирост депозитов физических лиц в национальной валюте в июле 2024 года составил 28,8%, юридических лиц – 20,0%. При этом, наблюдавшееся с июня 2023 года по май 2024 года существенное снижение валютных вкладов стало менее выраженным в июле т.г. ввиду значительного сокращения оттока депозитов юридических лиц (график 14).

График 13. Кредиты экономике от БВУ (портфель), г/г, %



График 14. Депозиты резидентов в депозитных организациях, г/г, %



Источник: НБРК

### Продолжается тренд по дедолларизации депозитов.

Сохранился понижательный тренд общей долларизации вкладов с начала т.г. Этому способствовала продолжающаяся дедолларизация по вкладам физических лиц на фоне высокого дифференциала между ставками в национальной и иностранной валютах. В июне т.г. происходил рост валютной части вкладов населения на фоне ослабления национальной валюты. Однако, долларизация депозитов в июле продолжила снижение, хотя меньшими

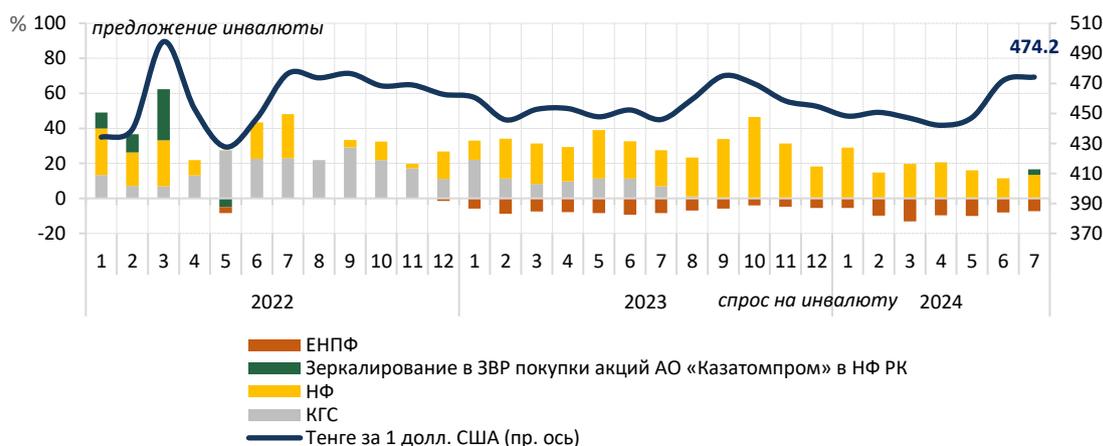
темпами, составив на конец июля т.г. менее пятой части вкладов физических лиц (19,9%), 24,4% - юридических лиц.

### 2.1.3. Валютный канал

**Ослабление национальной валюты способствовало смягчению общих денежно-кредитных условий.**

После постепенного укрепления национальной валюты в январе-апреле 2024 года, в период с мая по июль т.г. произошло ее ослабление к доллару США на 6,0% на фоне снижения цены на нефть, сокращения объемов продажи валюты для обеспечения трансфертов в республиканский бюджет, а также роста сезонного спроса на иностранную валюту (график 15).

График 15. Доли крупных участников в продаже и покупке иностранной валюты, г/г, %



Источник: КФБ, НБРК

#### Бокс 1. Оценка «прокси-индикатора доверия» населения к национальной валюте<sup>5</sup>

Для центрального банка доверие к национальной валюте является фундаментальным аспектом при проведении денежно-кредитной политики. Высокий уровень доверия играет на стороне центрального банка и усиливает трансмиссию денежно-кредитной политики: способствует якорению инфляционных ожиданий в среднесрочном периоде, снижает волатильность долларизации и чувствительность валюты к внешним шокам. Вместе с тем, применение слова «доверие» по отношению к национальной валюте в общем и к тенге, в частности, может выражаться в разных аспектах. С учетом этого, на основе анализа международного опыта<sup>6</sup> был разработан «индекс/индикатор доверия» населения к национальной валюте. Данный индикатор учитывает мнение населения в отношении динамики инфляции, номинальный обменный курс, а также фактическую долларизацию депозитов населения.

**Расчет «индикатора доверия» к тенге.** Основываясь на специфике казахстанской экономики и факторах, влияющих на доверие населения к тенге, были включены три компонента для расчета индикатора: 1) средневзвешенная сумма ожидаемой и фактической инфляции на горизонте 12 месяцев, 2) обменный курс тенге к доллару США и 3) долларизация, взвешенная по группам в разрезе размеров счетов, где в качестве весов использовалась комбинация долей в объеме и количестве счетов каждой группы.

Учитывая наличие требуемых данных, для расчета использовались данные с марта 2017 года по июнь 2024 года. За базовый период индикатора в целом и каждого из индексов, которые входят в его расчет, был взят март 2017 года.

1. Средневзвешенная сумма ожидаемой и фактической инфляции на горизонте 12 месяцев

<sup>5</sup> Построение и интерпретация данного индикатора является результатом расчета персонала Департамента денежно-кредитной политики НБРК и может не совпадать с официальной позицией НБРК

<sup>6</sup> 1. Trust in Hryvnia: Functional Aspect [https://www.researchgate.net/publication/332133342\\_Trust\\_in\\_Hryvnia\\_Functional\\_Aspect](https://www.researchgate.net/publication/332133342_Trust_in_Hryvnia_Functional_Aspect)

2. Использование индикаторов измерения доверия физических лиц к национальной валюте <https://www.nbrb.by/bv/pdf/articles/10707.pdf>

(инфляционная компонента). Первая компонента представляет собой индексное представление показателя, рассчитанного по следующей формуле:

$$\pi_{comp} = \frac{1}{2} * \left( \frac{1}{\pi_{exp}} + \frac{1}{\pi} \right) \quad (1),$$

где  $\pi$  – фактическая инфляция и  $\pi_{exp}$  – медианная оценка ожидаемой инфляции. Растущая ожидаемая инфляция свидетельствует о росте обеспокоенности среди населения по росту цен, поэтому она включена в расчет индикатора. Таким образом комбинация ожидаемой и фактической инфляции дает нам охватить более широкий спектр информации об общественном мнении об инфляции.

2. *Обменный курс тенге к доллару США (компонента обменного курса)*. Вторая компонента представляет собой индексное представление показателя, рассчитанного по следующей формуле:

$$ER_{comp} = \frac{1}{er} \quad (2),$$

где  $er$  – средневзвешенное значение обменного курса доллара США к тенге за месяц по прямой котировке. В ходе анализа была предпринята попытка учесть покупку наличных долларов США населением в обменных пунктах. Однако, из-за высокой доли безналичных операций, остается неясным, как распределить веса между значением обменного курса и показателем по покупке наличной валюты. Поэтому было принято решение использовать номинальный обменный курс как единственный показатель при расчете второй компоненты. Следовательно, ослабление национальной валюты к доллару США должно приводить к снижению значений компоненты обменного курса, что свидетельствует об ухудшении доверия.

3. *Долларизация депозитов физических лиц*. Третья компонента представляет собой индексное представление показателя, рассчитанного по следующей формуле:

$$D_{comp} = \sum_{i=1}^n k_i * d_i, \quad (3),$$

где  $d_i$  – долларизация депозитов населения  $i$ -той корзины,  $k_i$  – коэффициент, рассчитанный как:

$$k_i = (wv_i + 1) * (wq_i + 1) - 1, \quad (4),$$

где  $wv_i$  – доля объема депозитов  $i$ -той корзины в общем объеме депозитов,  $wq_i$  – доля количества депозитных счетов  $i$ -той корзины в общем количестве депозитных счетов. Логика такого коэффициента в том, что он соблюдает баланс между количеством счетов и их объемами.

«Прокси-индикатор доверия». Для расчета «индикатора доверия» ко всем его компонентам применен метод минимакс нормализации, когда высшая точка ряда за весь период приравнивается к 1, а минимальная – 0. Таким образом, все компоненты масштабируются от 0 до 1 и становятся сопоставимыми. С учетом построенных отдельных индексов, «индекс доверия» к национальной валюте рассчитывается по следующей формуле (повышение/снижение индекса означает повышение/снижение доверия):

$$\text{"Прокси – индикатор доверия"} = \pi_{comp} + ER_{comp} + D_{comp} \quad (5)$$

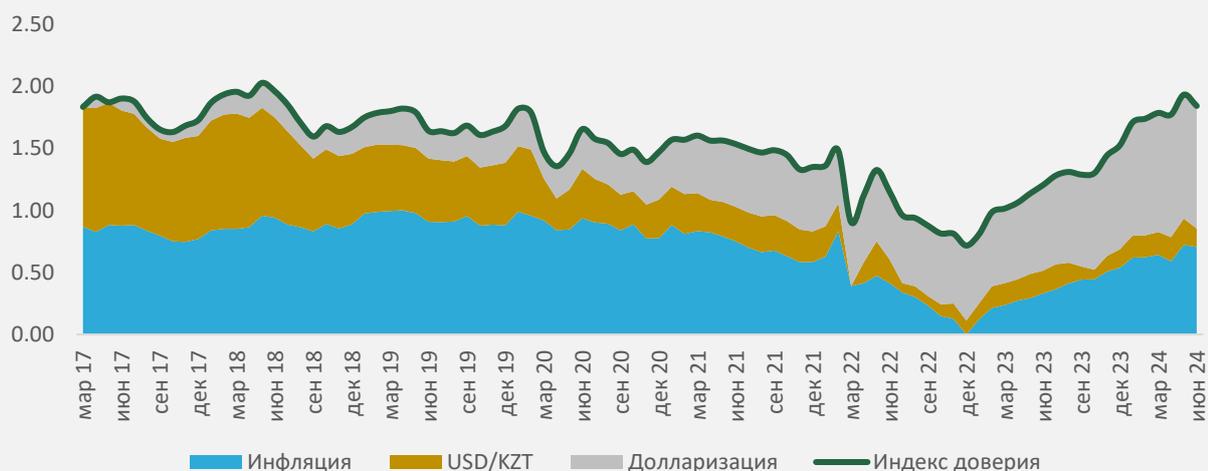
За рассматриваемый период динамика «прокси-индикатора доверия» населения к тенге формировалась на фоне различных внутренних и внешних событий.

С марта 2017 по декабрь 2019 года индикатор был относительно стабильным благодаря устойчивой динамике инфляции. В этот период инфляция находилась в диапазоне 4,76-7,74% в условиях отсутствия существенных внешних шоков, умеренной волатильности обменного курса, снижения цен на регулируемые коммунальные услуги. При этом инфляционные ожидания сохранялись относительно высокими.

2020-2022 годы характеризовались распространением COVID-19, нарушением цепочек поставок и усилением внешней геополитической напряженности. На этом фоне «индекс доверия» к национальной валюте демонстрировал понижательный тренд. После умеренного снижения в течение 2020-2021 годов, в марте 2022 года на фоне резкого ослабления национальной валюты и роста инфляционных ожиданий «индикатор доверия» показал резкое и значительное снижение. После некоторого отскока вверх в апреле 2022 года, в дальнейшем сохранилась нисходящая динамика, и в декабре «прокси-индикатор доверия» достиг минимальных значений из-за пика ожидаемой

инфляции и ослабления национальной валюты.

**График 1. «Прокси-индикатор доверия» населения к тенге**



Источник: НБРК

С начала 2023 года и до настоящего времени «индикатор доверия» поступательно растет благодаря снижению инфляции на фоне умеренно жесткой денежно-кредитной политики. Это, в сочетании с программой защиты тенговых вкладов 2022 года, двусторонней волатильностью обменного курса тенге и улучшением внешнего инфляционного фона привело к снижению инфляции, инфляционных ожиданий и долларизации.

Таким образом, дальнейшее снижение долларизации и инфляции до цели 5% будут способствовать сохранению потенциала для уменьшения инфляционных ожиданий и соответствующего роста доверия к национальной валюте.

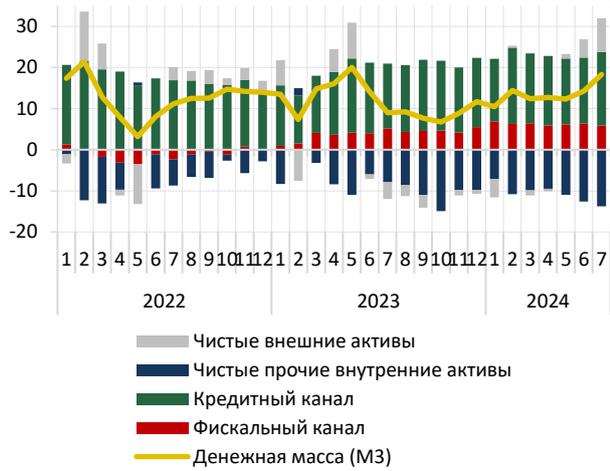
## 2.2. Денежная масса

**Увеличению денежной массы продолжает способствовать расширение кредитного и фискального каналов. Вырос вклад со стороны внешних активов.**

Темпы роста тенговой и общей денежной массы остаются высокими (в июле 2024 г. – 23,2% г/г и 18,3% г/г соответственно) (график 16). В июле т.г. вырос положительный вклад со стороны внешних активов в связи с приобретением акций АО «Казатомпром» Национальным фондом РК и последующей конвертацией его активов в золотовалютные резервы Национального Банка в рамках зеркалирования данной операции на валютном рынке<sup>7</sup>. При этом основной вклад в рост денежного предложения по-прежнему оставался со стороны кредитного канала, а также роста выпуска ГЦБ Правительства в рамках финансирования дефицита бюджета. Так, объем выпущенных ГЦБ МФ за январь-июль 2024 года составил 4,5 трлн. тенге, незначительно превышая запланированный объем за аналогичный период (график 17), при этом максимальный объем размещения ГЦБ в т.г. пришелся на июль и составил около 19% от планируемого объема выпуска на 2024 год.

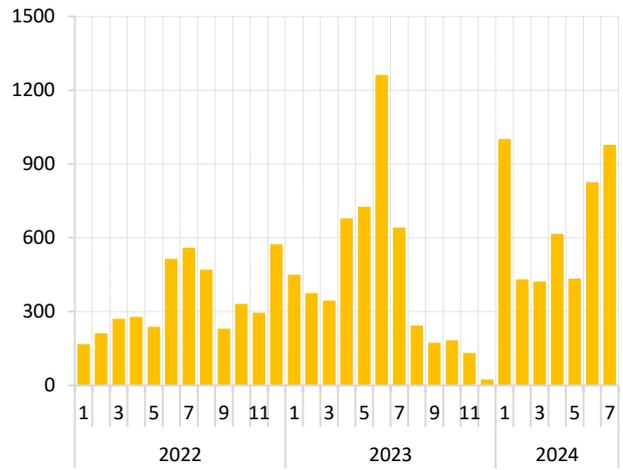
<sup>7</sup> <https://nationalbank.kz/ru/news/informacionnye-soobshcheniya/16892>

График 16. Денежная масса, г/г, %



Источник: НБРК, КФБ

График 17. Объем сделок на первичном рынке ГЦБ, млрд тенге





НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



03



**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ  
УСЛОВИЯ**

### III. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

#### 3.1. Внешний сектор

**После устойчивого роста с декабря 2023 года деловая активность в обрабатывающей промышленности снизилась. Активность в услугах, напротив, улучшилась.**

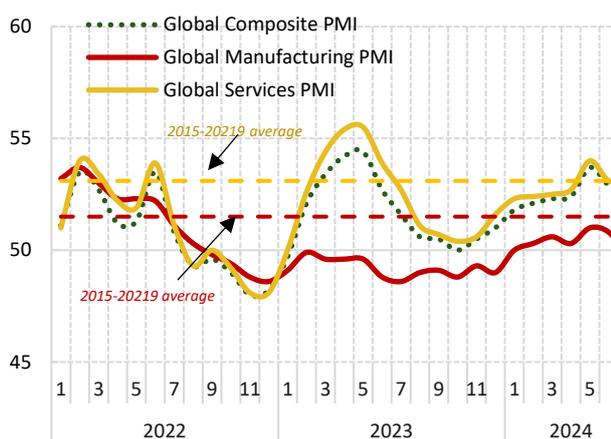
Глобальная деловая активность в промышленности с середины 2022 года все еще находится ниже средних значений, наблюдаемых в 2015-2019 годах. В июле текущего года данный показатель снова снизился на фоне слабого роста объемов производства и сокращения новых заказов. Среди стран снижение активности в промышленности было отмечено в США, Китае, Японии и странах ЕС. Вместе с тем, активность в услугах выросла до значений, близких к показателям 2015-2019 годов (график 18).

**Общая и базовая инфляция в странах продолжает замедляться под давлением высоких ставок. Между тем, риски усиления инфляционного давления сохраняются со стороны России ввиду текущей более высокой инфляции, чем ожидалось.**

С декабря 2023 года во многих странах инфляция существенно замедлилась, но общая и базовая инфляция все еще находятся выше целевых значений. Основными факторами роста цен в развитых странах остаются услуги, в частности услуги аренды, гостиниц, ресторанов, зарубежные поездки. В развивающихся странах цены продолжают расти равномерно по всем компонентам.

В Китае на фоне оживления потребительской активности инфляция впервые с февраля текущего года в июле ускорилась до 0,5% (г/г). В России годовая инфляция ускорилась до 9,1% в результате роста тарифов на жилищно-коммунальные услуги и продолжения удорожания широкого круга товаров и услуг. В ЕС рост потребительских цен остается стабильным (график 19).

График 18. Глобальная деловая активность\*

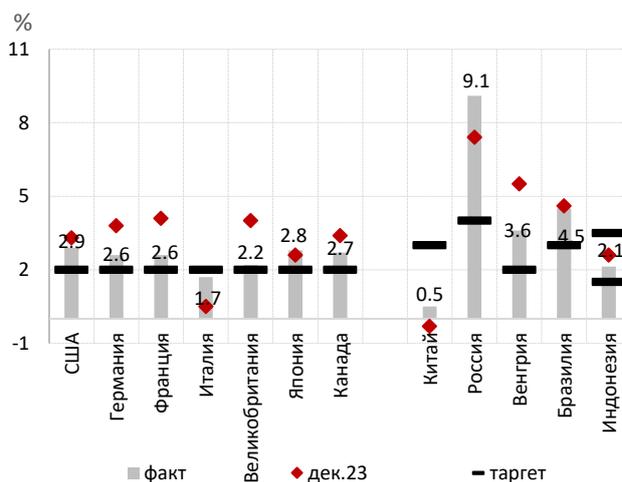


Источник: PMI by S&P Global.

\* значение индекса больше 50 означает рост показателя, меньше 50 – его снижение, равно 50 – его неизменность

\*\* по Японии, Канаде, Венгрии инфляция представлена за июнь 2024 года

График 19. Динамика общей инфляции по странам за июль 2024 года\*\*, г/г



Источник: Национальные службы статистики

**Развитые страны начинают постепенно переходить к нормализации монетарных условий, что приводит к некоторому ослаблению давления на валюты развивающихся стран.**

В июле-августе текущего года среди развитых стран Банк Англии и Банк Канады снизили ставки. Япония, напротив, из-за резкого роста заработных плат и рисков дальнейшего ускорения инфляции повысила ставку. Остальные развитые страны пока находятся на паузе.

В развивающихся странах смягчение политики продолжилось. Центральный Банк Китая впервые с августа прошлого года снизил ставку. Снижение ставок также произошло в Венгрии, Чехии и Колумбии.

**С апреля 2024 года на мировом рынке нефти преобладал понижительный тренд ввиду ожидаемого ослабления ограничений по добыче в странах ОПЕК+, а также ослабления геополитической напряженности на Ближнем Востоке.**

С апреля текущего года наблюдалось снижение мировых цен на нефть марки Brent до 85 долл. США за баррель в среднем в июле 2024 года (снижение на 5%) (график 20). Снижение цен в основном было связано с ослаблением геополитической напряженности на Ближнем Востоке. Наряду с этим, в июне текущего года страны ОПЕК+ продлили соглашение о добровольном сокращении добычи нефти в размере 2,2 млн. баррелей в сутки до конца третьего квартала и приняли решение о постепенном ослаблении ограничений, начиная с четвертого квартала 2024 года.

**Дальнейшее снижение мировых цен на зерновые в мае-июле текущего года было обусловлено значительным предложением пшеницы и кукурузы.**

Согласно июльскому докладу<sup>8</sup>, индекс ФАО на зерновые в июле 2024 года снизился на 3,8% м/м (снижение на 12% г/г) (график 21), что обусловлено наличием значительного экспортного предложения пшеницы и кукурузы на мировом рынке. Наблюдалось снижение цен на все виды зерновых культур. В частности, снижению цен на пшеницу способствовали ожидания высокого урожая, а также слабый спрос на мировых рынках.

График 20. Динамика цен на нефть марки Brent, \$/баррель

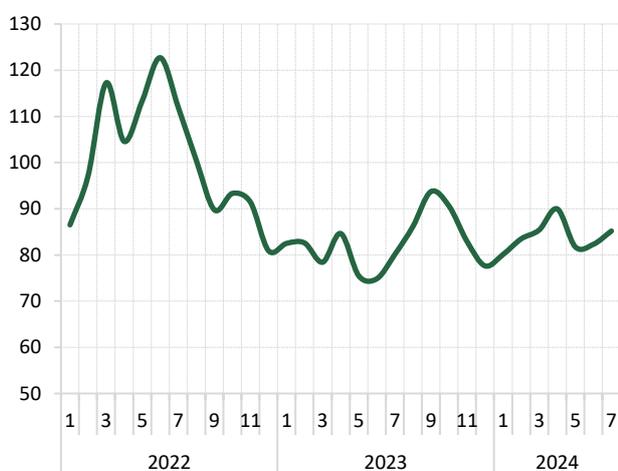
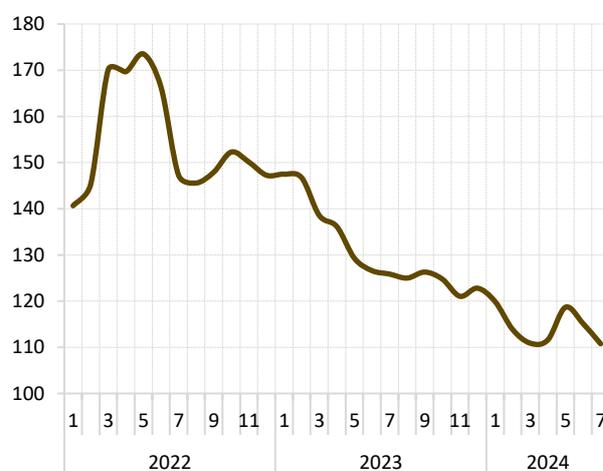


График 21. Индекс ФАО Зерновых культур, 2014-2016 = 100



Источник: EIA, UN FAO

### 3.2. Внутренний сектор

**Внутренний спрос в экономике остается устойчивым, что обусловлено сохранением потребительского спроса и расширением инвестиционной деятельности в несырьевом секторе экономики. Потребительский спрос поддерживается ростом доходов населения, трансфертов и потребительского кредитования. Росту инвестиций способствует реализация инфраструктурных проектов.**

Об ускорении темпов роста потребительского спроса свидетельствует динамика розничной торговли. Во втором квартале 2024 года темпы роста розничной торговли ускорились до 6,3%

<sup>8</sup> <https://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/ru/>

г/г (июль 2024 года – 7,1% г/г), превысив средние темпы роста до пандемии коронавируса. Положительный вклад в рост розничной торговли вносит реализация как продовольственных, так и непродовольственных товаров (график 22).

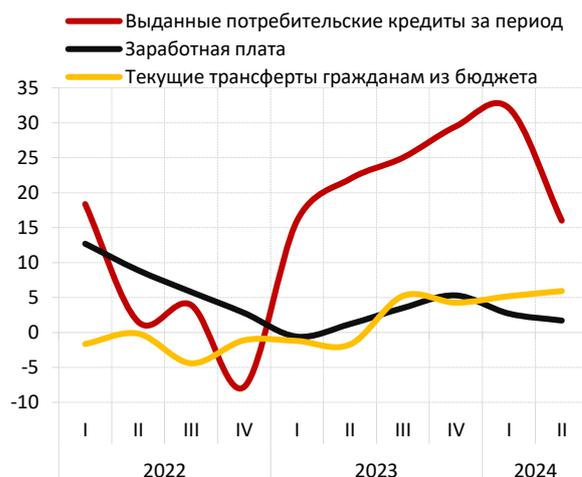
Поддержку потребительскому спросу оказывает потребительское кредитование, реальные темпы роста которого остаются высокими, несмотря на замедление во втором квартале текущего года. Положительные тенденции сохраняются в динамике заработных плат и социальных выплат из бюджета (график 23).

График 22. Розничный товарооборот, в % г/г



Источник: БНС АСПР, расчеты НБ РК

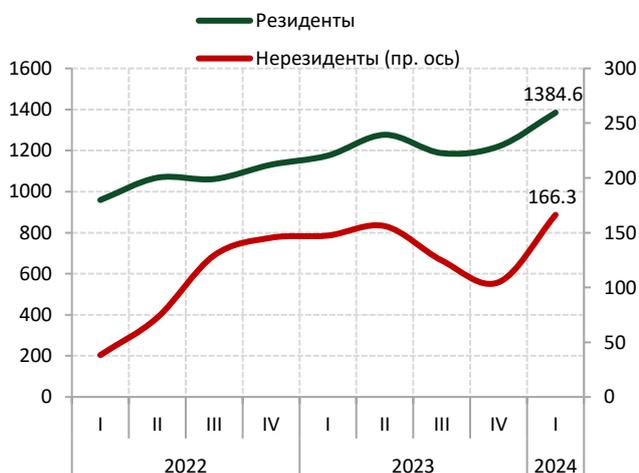
График 23. Источники финансирования потребительского спроса в реальном выражении, в % г/г



**Наряду с показателями розничной торговли отмечается увеличение объема предоставленных услуг в секторах, связанных с отдыхом, развлечениями, культурой.**

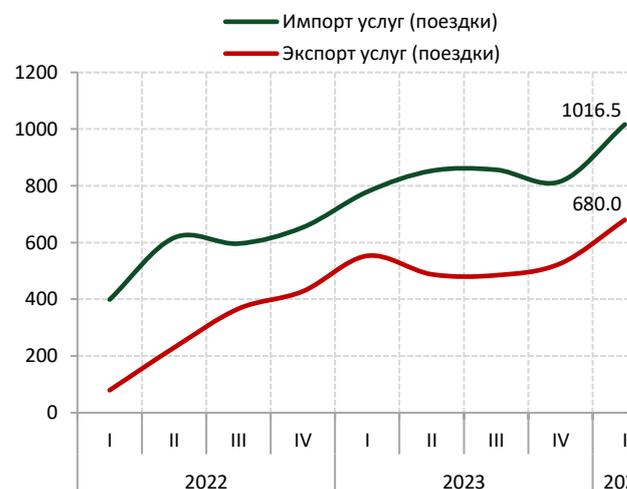
Стоит отметить, что рост спроса на услуги данных организаций наблюдается как со стороны граждан Казахстана, так и нерезидентов (график 24). Кроме того, динамика импорта и экспорта личных услуг по статье «Поездки», включающей поездки в целях лечения, обучения и туристических целях, демонстрирует восходящий тренд (график 25).

График 24. Количество обслуженных отдыхающих местами размещения (зоны отдыха, отели и пр.) по личным целям поездки, сезонно скорректированные тыс. чел.



Источник: БНС АСПР, расчеты НБ РК

График 25. Экспорт и импорт услуг по статье «Поездки», сезонно скорректированные в млн. долл. США



Источник: НБ РК

## Рост инвестиций в несырьевой секторе продолжается. Общее сокращение инвестиций в основной капитал происходит из-за снижения инвестиций в горнодобывающий сектор.

После незначительного роста в первом квартале 2024 года (на 0,4% г/г) инвестиции в основной капитал сократились на 6,7% г/г во втором квартале в результате существенного снижения инвестиций в горнодобывающую промышленность. Основным фактором сокращения инвестиций в нефтяной сектор стало завершение части работ на месторождении Тенгиз, проводимых в рамках Проекта будущего расширения ТШО.

Несмотря на это, в несырьевом секторе экономики отмечается существенный рост инвестиций в основной капитал. По итогам первого полугодия текущего года инвестиции в основной капитал несырьевого сектора, за исключением инвестиций из государственного бюджета, выросли на 16,5% г/г. Высокие темпы обновления основных фондов зафиксированы в транспортной сфере, обрабатывающей промышленности, образовании, связи, профессиональной и научно-технической деятельности, финансовой и страховой деятельности, а также в деятельности в области творчества, искусства и развлечений (график 26).

Наряду с этим отмечается увеличение инвестиционных вложений из государственного бюджета в различные сектора экономики. Стоит отметить, что доля средств из государственного бюджета за последние несколько лет демонстрирует повышательный тренд при одновременном снижении доли внебюджетных средств (собственные и заемные средства) в структуре источников финансирования инвестиций (график 27). Рост инвестиций в несырьевой сектор обеспечивается за счет реализации национальных программ и проектов («Комфортная школа», «Тариф в обмен на инвестиции», «Доступный интернет»), а также инвестиционных проектов в обрабатывающей промышленности.

График 26. Инвестиции в основной капитал в разрезе отраслей, г/г накопленным итогом в %

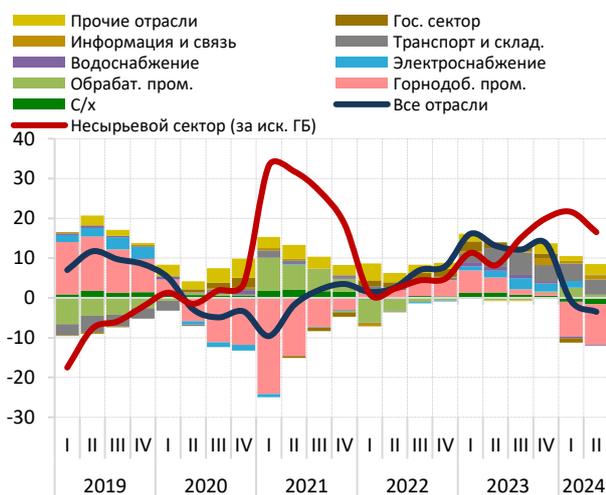


График 27. Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования, доля в общем объеме в %, сезонно скорректированные



Источник: БНС АСПР, расчеты НБ РК

### Бокс 2. Влияние спроса со стороны иностранных граждан на потребительский спрос в Казахстане

Со второй половины 2022 года наблюдается резкий рост количества приезжающих иностранных граждан в Казахстан. Это обусловлено смягчением визового режима с отдельными странами, запуском новых международных рейсов, а также изменением геополитической ситуации в регионе. В разрезе стран отмечается резкий рост потока туристов из России, Китая, Индии и Ирана.

Активный приток иностранных туристов оказывает влияние на потребительский спрос в Казахстане как напрямую через закупку товаров и услуг, так и косвенно, увеличивая доходы предприятий, оказывающих услуги и реализующих товары.

Приток иностранных туристов отражается в статистике обслуженных местами размещения и курортными зонами<sup>9</sup> нерезидентов, приехавших в Казахстан по личным целям. Например, количество приезжающих на отдых иностранных граждан увеличилось с 67,0 тысяч человек во втором квартале 2022 года до 168,3 тысяч человек в третьем квартале 2022 года. При этом, со второй половины 2022 года по первый квартал 2024 года среднее количество обслуженных нерезидентов местами размещения за квартал превысило среднее за квартал количество обслуженных нерезидентов в 2019 году почти в два раза (график 1).

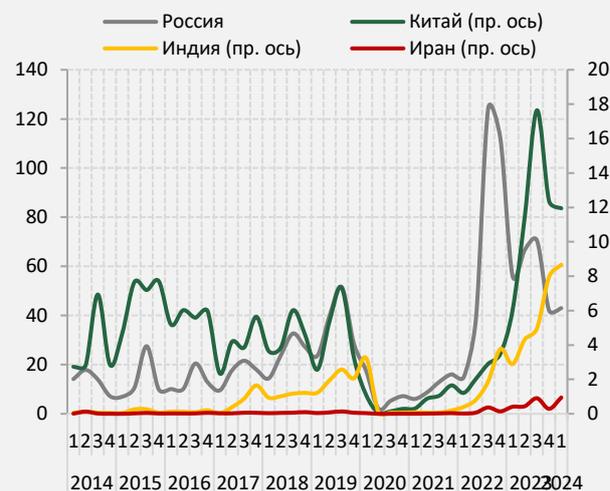
Рекордное число граждан России было обслужено местами размещения в третьем квартале 2022 года, что было обусловлено резким увеличением притока граждан Российской Федерации после объявления частичной мобилизации в сентябре 2022 года. Устойчивый рост числа обслуженных граждан Китая и Индии обусловлен введением безвизового режима со стороны Казахстана в отношении граждан Индии, Ирана и Китая в середине 2022 года (график 2).

**График 1. Количество обслуженных нерезидентов, тыс. чел., сезонно скорректированные**



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

**График 2. Число обслуженных нерезидентов местами размещения по личным целям поездки в разрезе их гражданства, тыс. чел., сезонно скорректированные**



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

Другим показателем, отражающим активный поток иностранных туристов в Казахстан, является экспорт услуг по статье «Поездки»<sup>10</sup>, в частности поездки по личным целям, включающие туристические поездки, поездки в целях получения лечения либо обучения и др. (график 3).

Таким образом, увеличение количества иностранных туристов приводит к росту спроса на услуги гостиничного обслуживания и аренды, а также заведений общепита и объектов культуры, что связано с желанием иностранных туристов познакомиться с национальной кухней, культурой и историей страны.

Так, цены на гостиничное обслуживание, арендную плату за жилье резко выросли во второй половине 2022 года. Цены на услуги общественного питания и на услуги в области культуры (кинотеатры/театры/музеи и выставки/концертные/другие развлекательные программы) также демонстрировали заметное ускорение во второй половине 2022 года. В 2023-2024 годах темпы роста цен на большинство видов вышеуказанных «туристических» услуг замедляются, но все еще складываются выше среднегодовых темпов роста цен на соответствующие услуги в 2014-2019 годах и превышают целевой показатель по инфляции в 5% (график 4).

<sup>9</sup> Гостиницы/мотели/кемпинги/туристские базы/гостевые дома/дома отдыха/пансионаты и другие здания и сооружения, используемые для проживания посетителей и их обслуживания.

<sup>10</sup> Статья Платежного баланса, включающая стоимость товаров и услуг, которые были приобретены в стране нерезидентами во время посещения для личных нужд.

**График 3. Экспорт услуг по статье «Поездки», в млн. долл. США, сезонно скорректированные**



Источник: НБРК

**График 4. Потребительские цены на отдельные услуги, в % г/г**



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

### 3.3. Издержки производства

Показатели издержек производства демонстрируют разнонаправленную динамику. Вместе с тем, большинство показателей переходят в зону роста либо ускоряются, оказывая повышательное давление на конечную себестоимость производимой продукции и предоставляемых услуг.

В условиях ослабления номинального обменного курса тенге в июне текущего года импортные цены перешли в зону роста впервые с мая 2023 года. Рост цен производителей в сфере предоставления жилищно-коммунальных услуг продолжился в рамках реализации программы «Тариф в обмен на инвестиции». В то же время, рост цен производителей отдельных видов услуг во втором квартале текущего года замедлился.

После длительного сокращения индекс цен импортных поступлений вырос на 0,6% г/г в июне 2024 года, что в большей степени обусловлено ослаблением номинального обменного курса тенге. Отмечается годовой рост импортных цен на текстиль, химическую продукцию, продукцию животного и растительного происхождения. Импортные цены на инвестиционные товары остались неизменными. При этом сокращение импортных цен продолжилось на строительные материалы, готовые пищевые продукты. Однако снижение цен на данные категории товаров замедляется (график 28).

Удорожание импортной продукции отражается на ценах производителей промышленных товаров. Так, после сокращения в течение десяти месяцев в июне текущего года цены производителей продуктов питания выросли на 0,7% г/г, ускорившись до 2,5% г/г в июле. Подорожало производство хлебобулочных, макаронных, мучных, мукомольно-крупяных изделий и молочной продукции. Сокращение цен производителей сахара, масел и жиров продолжилось более низкими темпами. Помимо импортной составляющей отмечается удорожание сырья, в том числе пшеницы и товаров животного происхождения. Рост цен на пшеницу обусловлен удорожанием услуг по хранению зерна и снижением запасов продовольственного зерна в условиях низких показателей урожая прошлого года. Между тем, в структуре непродовольственных товаров отмечается значительное замедление роста цен на автомобили и продукты нефтепереработки (график 29).

График 28. Импортные цены и номинальный обменный курс тенге к доллару США, % г/г

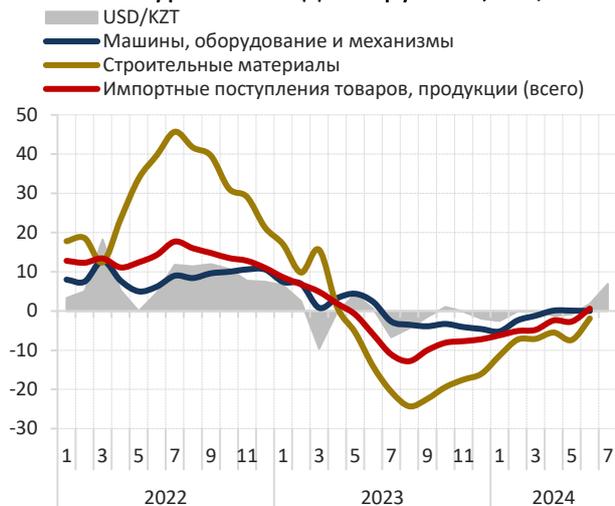
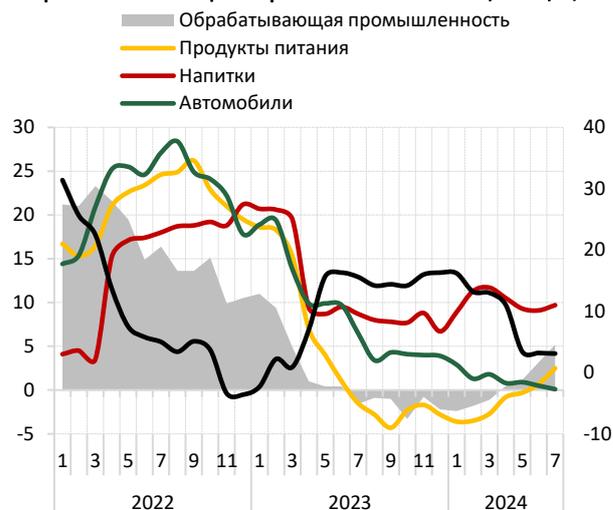


График 29. Цены производителей в обрабатывающей промышленности, в %, г/г



Источник: БНС АСПР

Во втором квартале 2024 года продолжилось удорожание коммунальных услуг в условиях роста цен производителей в отраслях электроснабжения и водоснабжения, что обусловлено продолжением программы по модернизации существующих тепловых коммуникаций и водопроводных сетей (график 30).

В секторе услуг отмечается замедление темпов роста тарифов на транспортировку грузов всеми видами транспорта во втором квартале 2024 года в результате более низких темпов роста стоимости услуг по перевозке грузов автомобильным транспортом. Рост цен на предоставление информационных услуг (услуги по обработке данных, деятельность агентств и пр.) замедлился. При этом, подорожали услуги по хранению и складированию, в частности увеличилась стоимость хранения зерна и масличных культур. Также отмечается рост цен на услуги по аренде грузовых транспортных и железнодорожных средств. Рекламные услуги подорожали на 1,7% г/г во втором квартале 2024 года в основном на фоне удорожания услуг по изучению рынка, что также может оказать повышательное влияние на конечную стоимость потребительских товаров и услуг (график 31).

График 30. Цены производителей жилищно-коммунальных услуг, в %, г/г

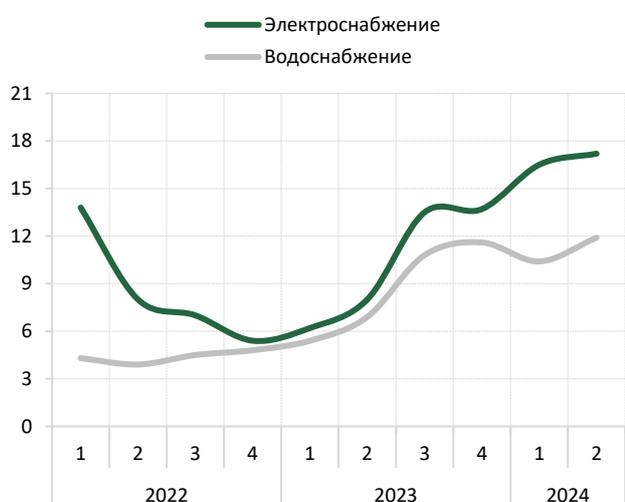
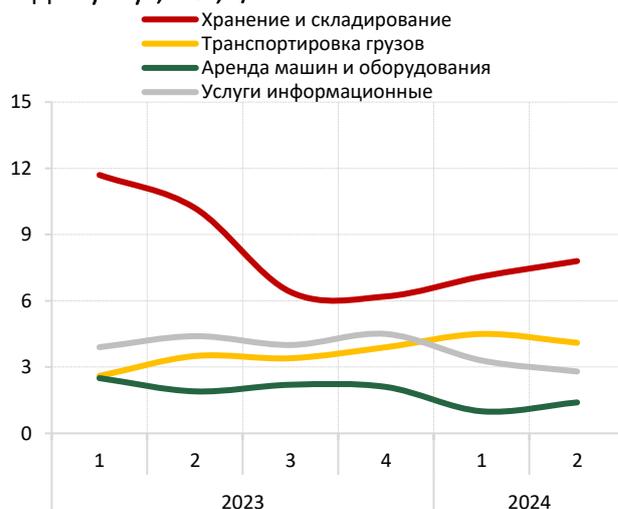


График 31. Цены производителей отдельных видов услуг, в %, г/г



Источник: БНС АСПР РК

### 3.4. Рынок труда

**Занятость в экономике остается высокой. Превышение предложения рабочей силы над спросом обуславливает замедление темпов роста номинальных заработных плат в экономике. Вместе с тем, рост производительности труда отстает от темпов прироста реальных заработных плат, что создает проинфляционное давление со стороны рынка труда.**

Уровень занятости населения от 15 лет и старше остается относительно стабильным, составив во втором квартале 2024 года 64,9%. При этом темп прироста числа занятых в экономике во втором квартале текущего года замедлился до 0,8% г/г (в первом квартале 2024 года – 1,5%). В структуре занятости в большей степени растет число самостоятельно занятых (график 32). Наибольший рост числа занятых отмечен в отраслях развлечений и отдыха, водо- и электроснабжении, операциях с недвижимостью. При этом, в сельском хозяйстве, государственном управлении, строительстве зафиксировано сокращение занятости.

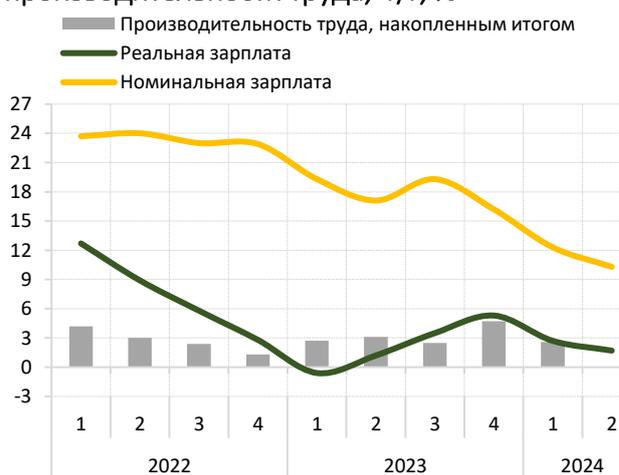
Рост реальной заработной платы замедлился до 1,7% в годовом выражении во втором квартале текущего года как за счет снижения темпов роста номинальных зарплат, так и инфляции. Реальный рост заработных плат остается положительным в большинстве отраслей экономики, снижение наблюдается в основном в государственном секторе.

Темпы роста производительности труда в целом по экономике замедлились до 2,3% в первом квартале 2024 года. Данные темпы отстают от роста реальных заработных плат, что оказывает инфляционное давление на цены со стороны рынка труда (график 33). В разрезе отраслей подобная ситуация наблюдается в торговле, транспорте, сельском хозяйстве, электро-, водоснабжении, финансовой сфере и сфере искусств. При этом в строительстве при сокращении реальных заработных плат (-7,2% г/г) темпы роста производительности труда составили 13% в годовом выражении. В обрабатывающей промышленности темпы роста производительности труда ускорились до 6,2% при росте заработных плат на 5,4% г/г в реальном выражении.

График 32. Наемные работники и самозанятые, г/г



График 33. Динамика заработной платы и производительности труда, г/г, %



Источник: БНС АСПР

### 3.5. Инфляция

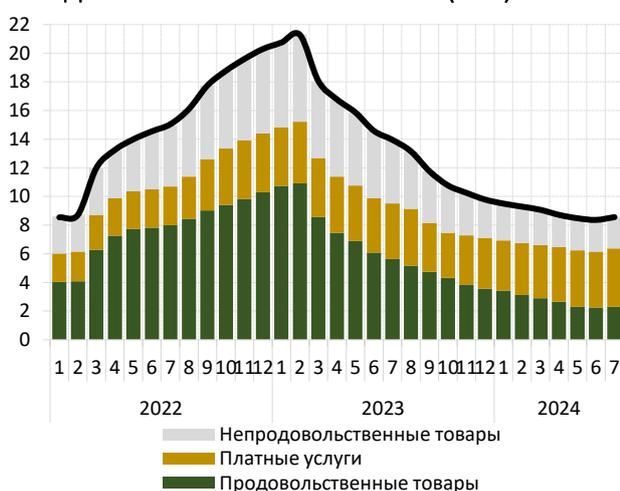
**Продолжительное замедление инфляции в годовом выражении прекратилось в июле 2024 года. Несмотря на дезинфляционные тенденции в непродовольственной компоненте и умеренный рост цен на продукты питания, основным фактором ускорения инфляции остается сервисная компонента. Если ранее основной вклад вносил рост тарифов на**

**регулируемые услуги, то в настоящее время отмечается значимый рост цен и на отдельные рыночные услуги.**

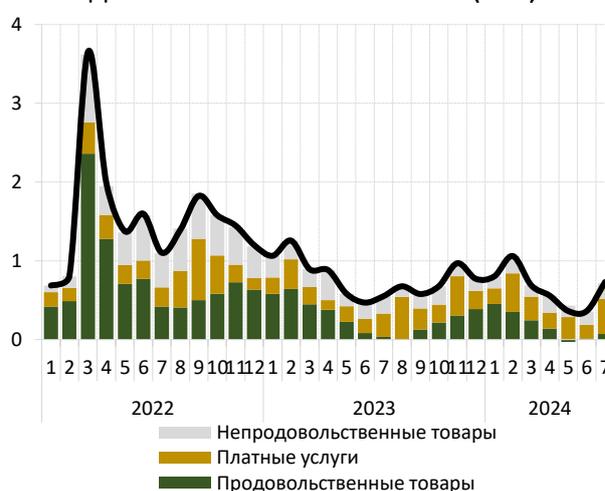
В июле 2024 года годовая инфляция ускорилась впервые с марта 2023 года, достигнув 8,6%. Это обусловлено менее благоприятными внешними инфляционными условиями, включая ускорение инфляции в России, а также ослаблением номинального обменного курса тенге. Среди внутренних факторов, оказывающих проинфляционное давление, можно выделить рост цен производителей в обрабатывающей промышленности после длительного периода годовой дефляции, а также замедление дезинфляционных процессов среди производителей сельскохозяйственной продукции.

В июле 2024 года в структуре годовой инфляции отмечается ускорение темпов роста цен на платные услуги и на продовольственные товары, тогда как темпы роста цен на непродовольственные товары замедлились (график 34). Месячная инфляция также ускорилась до 0,7%, значительно превысив среднеисторическое значение за июль 2017-2021 годов, составляющее 0,3% (график 35).

**График 34. Динамика годовой инфляции (%) и вкладов основных ее компонент (п.п.)**



**График 35. Динамика месячной инфляции (%) и вкладов основных ее компонент (п.п.)**



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

Ускорение продовольственной инфляции до 5,5% в годовом выражении в июле 2024 года было вызвано замедлением снижения цен на сельскохозяйственную продукцию и переходом цен производителей пищевой промышленности в зону роста после продолжительного периода дефляции. Дополнительное проинфляционное давление на продукты питания оказывало ослабление номинального курса тенге. Месячная продовольственная инфляция ускорилась до 0,3%, превысив среднеисторический уровень – 0%, что было обусловлено значительным замедлением темпов снижения цен на овощи, а также ростом месячных цен на табачные изделия, хлебобулочные изделия и крупы.

Несмотря на устойчивый потребительский спрос, который поддерживается как внутренними факторами, такими как рост доходов населения и сохраняющиеся высокие темпы роста потребительского кредитования, так и внешними, включая приток туристов и недавнее обесценение номинального обменного курса тенге, годовой рост непродовольственной компоненты замедлился в июле 2024 года до 7,3%. При этом месячный рост цен ускорился до 0,7% в июле 2024 года, после замедления в мае и июне текущего года.

Важно отметить, что значительное дезинфляционное давление оказывает неизменность цен на ГСМ.

В июле 2024 года сервисная компонента инфляции ускорилась до 14,5% в годовом выражении. Хотя рост тарифов на регулируемые жилищно-коммунальные услуги замедлился, увеличение цен на отдельные рыночные услуги способствовало ускорению общей сервисной

инфляции в годовом выражении. Месячный рост цен на услуги также ускорился до 0,7%, что связано с повышением тарифов на услуги связи, транспорта, аренды и организации комплексного отдыха. Рост цен на услуги по организации комплексного отдыха, характерный для летнего сезона, был дополнительно усилен влиянием курсового фактора.

**Показатели сезонно очищенной и базовой инфляции в июле 2024 года продемонстрировали ускорение. Сумма весов товаров и услуг, рост цен на которые ниже целевого значения, в последние месяцы сокращается.**

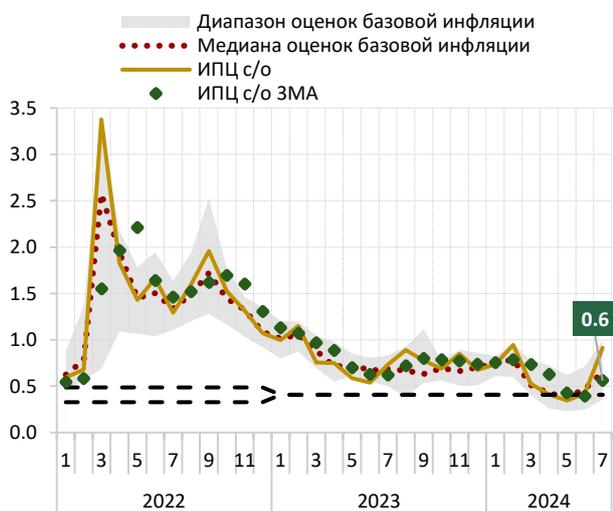
Сезонно очищенная инфляция, сглаженная за три месяца, в мае-июне 2024 года находилась вблизи целевого уровня. Однако в июле 2024 года этот показатель ускорился до 0,6% в месячном выражении (график 36). Одновременно с этим, сглаженная за три месяца медианная оценка сезонно очищенной базовой инфляции также ускорилась до 0,5%. Ускорение сезонно очищенной инфляции было вызвано повышательным давлением со стороны продовольственной и сервисной компонент. Кроме того, диапазон оценок базовой инфляции в июне-июле текущего года расширился, что сигнализирует о сохранении проинфляционного давления в экономике и нестабильности инфляционных процессов.

В то же время, в период с мая по июль 2024 года наблюдалось сокращение весов товаров и услуг, сезонно очищенный рост цен, на которые был ниже целевого уровня (график 37). В июле 2024 года их вес в индексе потребительских цен составил 50%. При этом в структуре данных товаров и услуг продолжают преобладать продовольственные товары, доля которых составила 34%.

**Инфляционные ожидания населения несколько повысились, продолжая оставаться волатильными и чувствительными к краткосрочным шокам.**

В июле 2024 года инфляционные ожидания населения на предстоящие 12 месяцев составили 13,4%. Незначительно повышение показателя связано с ослаблением номинального обменного курса тенге и ускорением фактической инфляции (график 38). Значительная часть респондентов продолжает ожидать роста цен выше целевого уровня. Более половины опрошенных считают, что цены будут расти так же, как и в настоящее время. Основным источником информации о будущей инфляции для большинства респондентов по-прежнему остается их личный опыт покупок. Респонденты основывают свои инфляционные ожидания на изменении цен на продукты питания, росте зарплат, а также на колебаниях обменного курса.

График 36. Базовая и сезонно очищенная инфляция, м/м, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

График 37. Сумма весов товаров и услуг сезонно очищенный рост цен, которых ниже цели в 5%, м/м анн. %

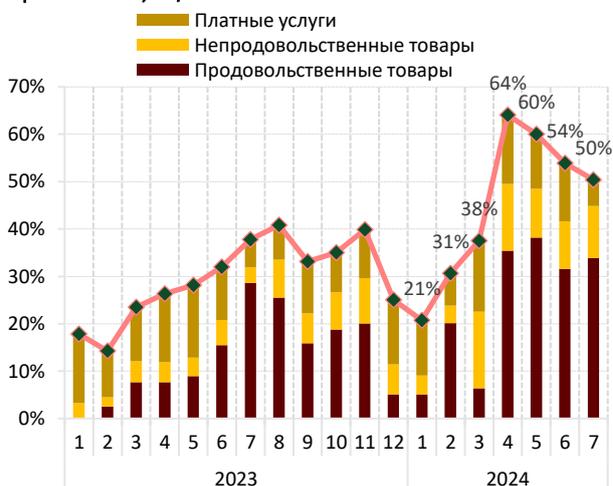


График 38. Медианные оценки ожидаемой и воспринимаемой инфляции, г/г, %



Источник: БНС АСПР РК, FusionLab: опрос населения

Воспринимаемая населением инфляция в июле 2024 года снизилась до 13,2%. Расхождение между фактической инфляцией и тем, как её воспринимает население, сократилось с 7,6 процентных пункта в апреле 2024 года до 4,6 процентных пункта (среднеисторическое значение расхождения с января 2017 по декабрь 2021 года – 7,6 процентных пункта). Однако, несмотря на это улучшение, уровень воспринимаемой инфляции все еще остается высоким.

Респонденты по-прежнему отмечают значительный рост цен на продукты питания, хотя доля таких упоминаний снизилась с 77,9% в апреле 2024 года до 74% в июле 2024 года. Это связано со снижением цен на продовольственные товары в мае и их

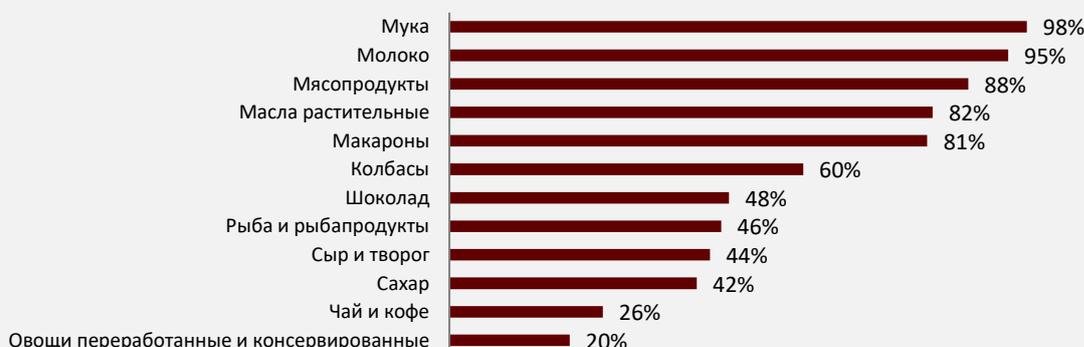
незначительным ростом в июне 2024 года. Одновременно с этим сокращается доля респондентов, отметивших рост цен на жилищно-коммунальные услуги, что может быть связано как с более умеренной реализацией программы «Тариф в обмен на инвестиции», так и с тем, что люди начинают адаптироваться к этим изменениям.

В то же время, увеличивается доля респондентов, отмечающих рост цен на непродовольственные товары. Возможно, это связано с перестройкой цен в ответ на изменение номинального курса тенге.

### Бокс 3. Вклад импорта в продовольственную инфляцию

Инфляция по своей природе может быть подвержена не только внутренним, но и внешним факторам, поскольку часть потребляемых товаров является импортируемой. В целом, большая часть продовольствия производится внутри Казахстана (более 75%). Согласно данным БНС АСПИР РК, наибольшая продовольственная самообеспеченность отмечается по таким категориям, как мука и крупы, молоко и молочные продукты, некоторые алкогольные напитки и фруктовые соки. Тем не менее, потребительский рынок остаётся зависимым от импорта ряда базовых продуктов питания, что делает экономику Казахстана уязвимой к внешним шокам и колебаниям обменного курса. Высокая импортозависимость особенно выражена в таких категориях, как консервированные овощи, чай и кофе, сахар, сыр и творог (График 1).

График 1. Коэффициент самообеспеченности по отдельным продуктам питания в Казахстане, по данным за 2023 год\*

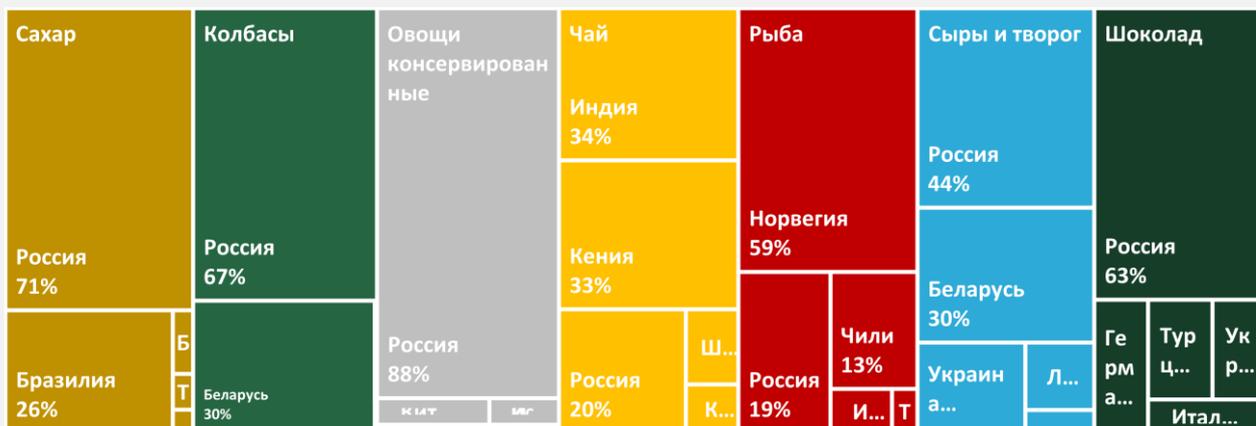


\* Коэффициент самообеспеченности рассчитывается как отношение объема внутреннего производства к объему внутреннего потребления в ресурсах и использовании отдельных видов продукции и сырья

Источник: БНС АСПИР РК

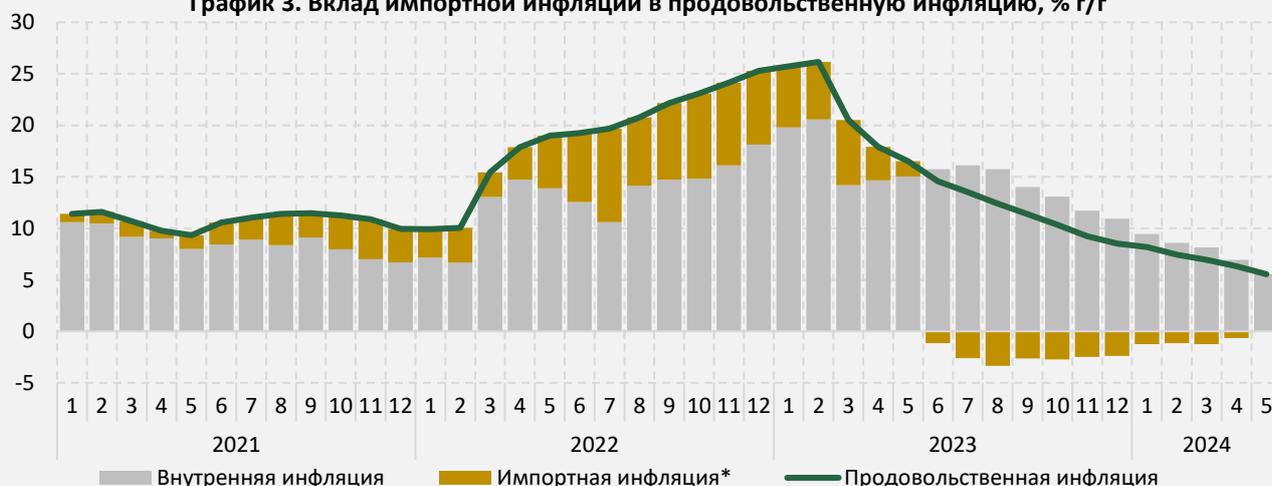
Значительная часть импортных продуктов питания поступает из России. Также существенную долю составляют товары, импортируемые из Китая, Индии, Беларуси, Украины и Германии (График 2). Изменения в геополитической и экономической ситуации в странах-партнерах могут влиять на рост цен в Казахстане. В частности, в 2022 году на фоне геополитической напряженности, роста инфляции в мире и обесценения номинального курса тенге, импортная инфляция в Казахстане значительно возросла. Ее вклад в продовольственную инфляцию увеличился в среднем за год с 2 п.п. в 2021 году до 5,8 п.п. в 2022 году (График 3). Тем не менее, благодаря жесткой монетарной политике НБРК и центральных банков стран-экспортеров продовольствия, ослаблению глобального инфляционного давления, а также стабильному курсу тенге, импортная продовольственная инфляция начала снижаться с мая 2023 года и продолжала снижение до апреля текущего года, что способствовало замедлению общей продовольственной инфляции в Казахстане.

График 2. Топ стран-поставщиков отдельных продуктов питания за 2023 год



Источник: БНС АСПиР РК

График 3. Вклад импортной инфляции в продовольственную инфляцию, % г/г



\*без учета импортируемых свежих овощей и фруктов. Изменение цен на яйца учитывается в расчетах с августа 2021 года. Расчет импортной инфляции основан на данных по доле импорта продовольственных товаров и их импортных ценах, используя данные «Ресурсы и использование отдельных видов продукции и сырья в Республике Казахстан» и «Индекс цен экспортных поставок и импортных поступлений товаров и продукции Республики Казахстан».

Источник: АСПиР БНС РК, расчеты НБРК

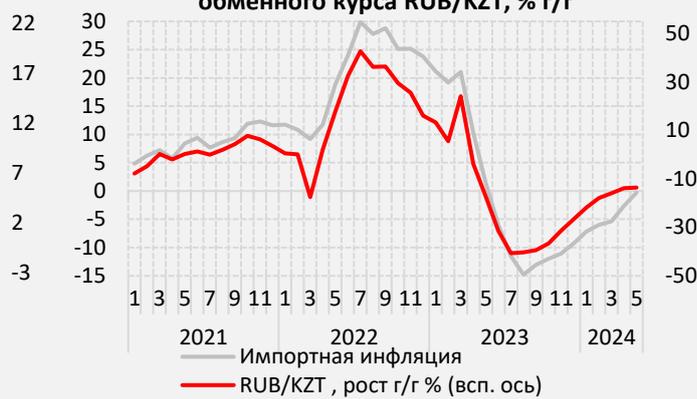
Особое внимание следует уделить высокой доле России в импорте продовольственных товаров. Динамика импортной инфляции в Казахстане повторяет траекторию роста цен на продовольствие в России с лагом в 1-2 месяца, что подтверждает значительное влияние ценовой динамики в России на Казахстан (График 4). Немаловажную роль в этом процессе играет изменение обменного курса российского рубля к тенге, которое способствует проникновению российской инфляции в Казахстан (График 5). В этом контексте текущее ускорение инфляции в России и ослабление тенге к российскому рублю могут указывать на рост рисков ускорения продовольственной инфляции в Казахстане.

**График 4. Динамика импортной продовольственной инфляции и продовольственной инфляции РФ, % г/г**



Источник: АСПиР БНС РК, Росстат РФ, расчеты НБРК

**График 5. Динамика импортной продовольственной инфляции и роста обменного курса RUB/KZT, % г/г**



Источник: АСПиР БНС РК, ЦБРФ, расчеты НБРК

В настоящее время Россия сталкивается с дефицитом рабочей силы, а также с ограничениями в производственных мощностях из-за санкций. Это создает повышенное давление на производственные отрасли, в том числе из-за высокого потребительского спроса. Если ограничения сохраняются или санкции будут ужесточены, существует риск сокращения импортных поставок продовольственных товаров в Казахстан.

### 3.6. Фискальная политика

**Отклонение от плана по собираемости налогов республиканского бюджета продолжилось, что значительно повышает возможность дополнительной фискальной поддержки.**

Дефицит государственного бюджета по итогам первого полугодия 2024 года сложился на уровне 1,9% от ВВП (график 39). Ненефтяной дефицит ухудшился до 8,3% от ВВП. В составе доходов наибольший вклад вносят неналоговые поступления и трансферты. Налоговые поступления сократились на 0,8% на фоне сокращения НДС, что может быть связано с приостановлением возврата НДС экспортерам и авансированием в 2023 году<sup>11</sup>, а также сокращением импорта.

График 39. Дефицит ГБ, в % к ВВП

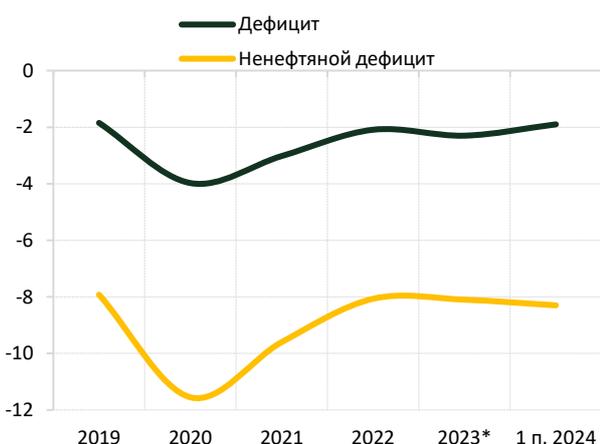
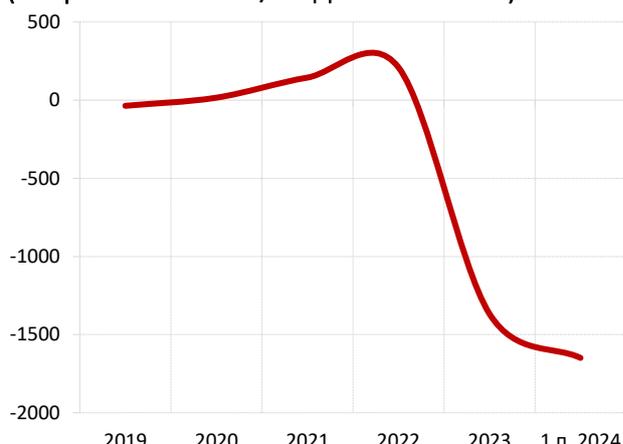


График 40. Исполнение по налоговым поступлениям РБ, млрд. тенге (+перевыполнение/-недоисполнение)



\*покупка акций АО НК «КазМунайГаз» в 2023 году на сумму 1,3 трлн в Национальный Фонд поступили в виде дивидендов в республиканский бюджет, что зафиксировано в статье «Неналоговые поступления», для аналитических целей данная сумма по аналогии с трансфертами из Национального фонда была исключена при расчете ненефтяного дефицита.

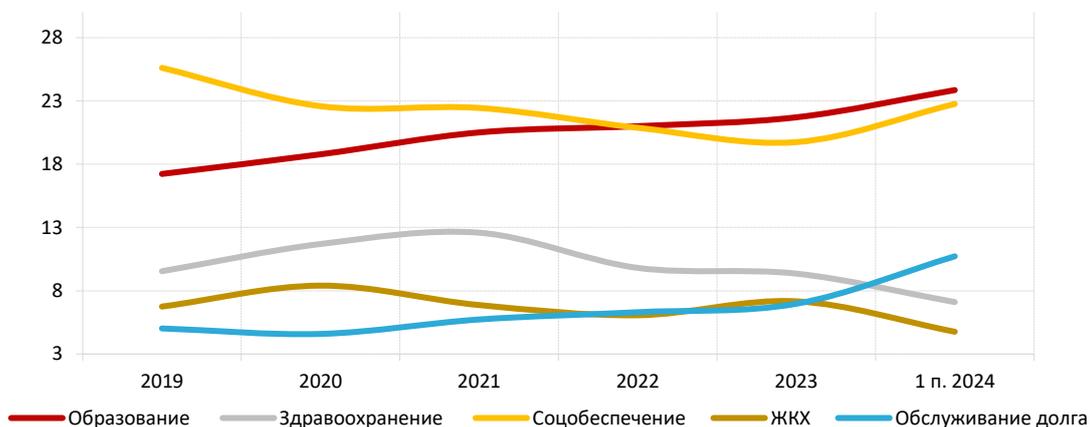
Источник: МФ РК, БНС АСПР РК, расчеты НБРК

<sup>11</sup><https://forbes.kz/articles/ministr-finansov-plan-postupleniy-v-byudzheth-ispolnen-za-schyot-priostanovki-vozvrata-nds>

Неисполнение плана по налоговым поступлениям республиканского бюджета продолжилось. Отклонение от запланированных налоговых поступлений по итогам первого полугодия 2024 года составляет почти 1,65 трлн. тенге или 24,1% от плана (график 40). Основное расхождение пришлось на КПН с крупных субъектов предпринимательства и НДС. В то же время местные бюджеты складываются с заметным перевыполнением плана. Так, отмечается перевыполнение плана по КПН с организаций без крупных субъектов, ИПН и социальному налогу. Несмотря на это, перевыполнение по налогам местных бюджетов не перекрывает разрыв республиканского бюджета. В этой связи, по аналогии с 2023 годом, существенное неисполнение по налогам может потребовать дополнительных изъятий из Национального фонда или привлечения заемных средств.

В динамику затрат основной вклад вносят расходы на образование, соцобеспечение и обслуживание долга. В последние годы отмечается сокращение доли затрат на здравоохранение, в то же время растут доли расходов на образование и обслуживание долга (график 41). В целом стоит отметить поступательные темпы роста расходов на текущее потребление. При этом капитальные затраты, направленные на увеличение потенциального выпуска, сокращаются. Это может усилить потребительский спрос населения и оказывать проинфляционное давление в экономике.

График 41. Доли статей затрат государственного бюджета, в %



Источник: МФ РК, расчеты НБ РК

#### Бокс 4. Ненефтяной фискальный импульс

Налогово-бюджетная политика играет ключевую роль в обеспечении устойчивого развития страны. В рамках современных представлений о функциях фискальной политики, деятельность государства (центрального правительства) направлена на обеспечение макроэкономической стабильности, распределение ресурсов и перераспределение доходов (Musgrave, 1959)<sup>12</sup>. Подобно тому, как человеку необходимо иметь достаточные средства для удовлетворения своих нужд и достижения целей, государству также важно поддерживать баланс в финансах. Для оценки сбалансированности государственного бюджета используется общий дефицит, который рассчитывается, как разница между поступлениями и расходами. При этом в странах, богатых природными ресурсами, необходимо также учитывать структуру поступлений в бюджет. В Казахстане в среднем за 2019-2023 годы почти треть поступлений в государственный бюджет приходилась на нефтяные доходы. В результате, волатильность мировых цен на нефть значительно влияет на фискальную политику. Начиная с 2020 года, отмечается существенный рост трансфертов из Национального фонда, то есть фактически большая часть налогов нефтяного сектора не изымается из экономики. Таким образом, для более реалистичного отражения сбалансированности фискальной политики необходимо очищать доходную часть от нефтяных доходов.

<sup>12</sup> Musgrave, R.A., 1959, *The Theory of Public Finance* (New York: McGraw-Hill).

Для понимания, как бюджетные параметры влияют на совокупный спрос и экономику, необходимо учитывать ее состояние: в периоды перегрева, когда экономическая активность превышает свой потенциал (положительный разрыв выпуска), налоги растут быстрее, а в периоды охлаждения – медленнее. Также расходы могут изменяться в зависимости от фазы экономического цикла и уровня развития фискальной политики. Поэтому важно рассматривать бюджетные показатели, очищенные от влияния бизнес циклов, при «нормальном» состоянии экономики. Со стороны расходов следует исключать затраты на обслуживание долга, поскольку они не влияют на текущую экономическую ситуацию и отражают бюджетные решения прошлых периодов. Таким образом, циклически скорректированный дефицит (структурный дефицит) с обратным знаком демонстрирует фискальную позицию в конкретном периоде.

Как правило, о допустимом уровне фискального баланса можно судить по показателю общей фискальной позиции. Однако, как видно на графике 1, нефтефискальная позиция Казахстана остается на высоком уровне по отношению к ВВП: в среднем 7,3% от ВВП в 2014-2023 гг. При этом общая фискальная позиция удерживается в среднем на уровне 0,4%. Активное фискальное стимулирование экономики в эти периоды частично осуществлялось за счет нефтяных доходов, что существенно сглаживало динамику общего дефицита.

**График 1. Нефтефискальная позиция госбюджета, в % от ВВП**

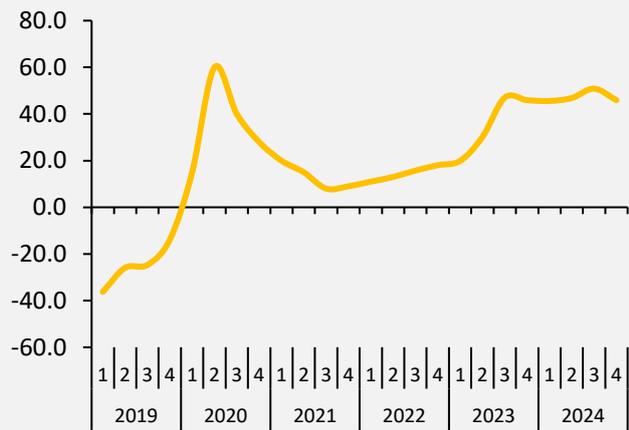


Источник: МФ РК, расчеты НБ РК

Фискальный импульс определяется, как разница фискальных позиций двух временных периодов. Одним из важных показателей для стран с высокой зависимостью от нефтяного экспорта является нефтефискальный импульс, так как он позволяет оценить устойчивость государственного бюджета без учета нефтяных доходов. Этот показатель помогает анализировать фискальную политику, определяя, способствует ли она проинфляционному или дезинфляционному давлению в экономике. Существенное фискальное стимулирование в 2020 году было направлено на борьбу с коронавирусом и восстановление экономики (график 2). Однако в 2021-2022 годах бюджетная политика была менее стимулирующей, при этом первичные расходы находились на высоком уровне. В 2023 году фискальная политика носила проинфляционный характер. Высокий уровень трансфертов из Национального фонда в последние годы привел к тому, что разрыв трансфертов находится на положительном уровне, превышая свои трендовые значения, начиная с 2020 года (график 3). Так, если в 2019 году трансферты находились на уровне 3,1 трлн. тенге, то уже в 2023 году их сумма составила 5,3 трлн. тенге (с учетом покупок акций АО НК «КазМунайГаз»). Это также свидетельствует о положительном импульсе. Стоит отметить, что в периоды, когда экономика работает на полную мощность (положительный разрыв выпуска), стимулирующая политика может привести к перегреву экономики и повышению инфляционного давления.

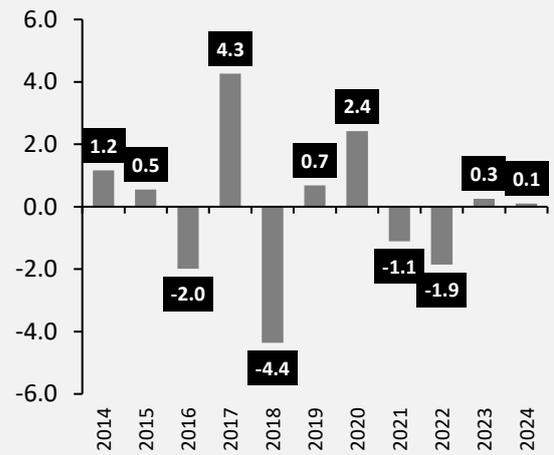
В странах, зависящих от нефти, одной из ключевых задач является диверсификация экономики. Нефтефискальный импульс показывает, насколько успешно правительство движется в этом направлении, сокращая зависимость от нефтяных доходов и поддерживая развитие других секторов экономики. Это может включать меры по поддержке малого и среднего бизнеса, инвестиций, инфраструктуры и других сфер, не связанных с нефтяной промышленностью. В условиях резких колебаний цен на нефть нефтефискальный импульс помогает корректировать политику в ответ на внешние изменения и сохранять внутреннюю экономическую стабильность.

**График 2. Разрыв трансфертов из Национального фонда РК госбюджета, в %.**



Источник: МФ РК, расчеты НБ РК

**График 3. Ненефтяной фискальный импульс госбюджета, к прошлому году, в % от ВВП**



## ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**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.

**Разрыв выпуска** – отклонение ВВП, выраженное в процентах от потенциального выпуска. Выражает разницу между фактическим ВВП и потенциальным ВВП за определенный временной интервал. Служит индикатором, отражающим эффективность используемых в стране ресурсов. В случае превышения фактического выпуска над потенциальным (положительный разрыв), при прочих равных условиях, ожидается формирование тенденции к ускорению темпов роста цен ввиду перегрева экономики.

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

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

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

## СПИСОК ОСНОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ

---

**б.п.** – базисный пункт

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

**ВВП** – валовый внутренний продукт

**ВЭД** – виды экономической деятельности

**ГСМ** – горюче-смазочные материалы

**ГЦБ** – государственные ценные бумаги

**EIA** – Energy Information Administration

**ЕМ** – развивающиеся рынки

**ЕС** – Европейский союз

**ЕЦБ** – Европейский центральный банк

**ЖКУ** – жилищно-коммунальные услуги

**ИПЦ** – индекс потребительских цен

**ЗП** – заработная плата

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

**КДКП** – Комитет по денежно-кредитной политике

**КФБ** – Казахстанская фондовая биржа

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

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

**НБРК** – Национальный Банк Республики Казахстан

**НФРК** – Национальный фонд Республики Казахстан

**ОПЕК** – Организация стран — экспортеров нефти

**п.п.** – процентный пункт

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

**МВФ** – Международный валютный фонд

**Млрд** – миллиард

**Млн** – миллион

**МНЭ** – Министерство национальной экономики Республики Казахстан

**МФ РК** – Министерство финансов Республики Казахстан

**Трлн** – триллион

**Тыс** – тысяча

**ТШО** – Тенгизшевройл

**ЦБРФ** – Центральный банк Российской Федерации

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

**ФРС** – Федеральная резервная система США