

ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Ноябрь 2024



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН

Денежно-кредитная политика Национального Банка представляет собой комплекс мер, направленных на регулирование стоимости денег в экономике для обеспечения стабильности цен. Поддержание низкой и стабильной инфляции способствует экономическому росту и созданию рабочих мест.

Целью денежно-кредитной политики является поддержание годовой инфляции вблизи **5%** в среднесрочном периоде.

Основным инструментом денежно-кредитной политики Национального Банка является **базовая ставка**. Устанавливая уровень базовой ставки, Национальный Банк определяет целевое значение межбанковской краткосрочной ставки для достижения цели по обеспечению стабильности цен в среднесрочном периоде.

Решения по базовой ставке принимаются **Комитетом по денежно-кредитной политике**.

Доклад о денежно-кредитной политике является квартальным аналитическим изданием Национального Банка, объясняющим принятое Комитетом по денежно-кредитной политике решение по базовой ставке. Документ содержит анализ основных макроэкономических факторов, влияющих на инфляцию, прогноз макроэкономических параметров, а также оценку будущей траектории базовой ставки.

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 **14 ноября 2024 года**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 29 НОЯБРЯ 2024 ГОДА	4
I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ	5
1.1. Оценка траектории базовой ставки Комитета по денежно-кредитной политике	5
1.2. Ключевые внешние предпосылки прогноза макроэкономических показателей	5
1.2.1. Товарные рынки	5
1.2.2. Глобальное экономическое развитие и страны-торговые партнеры	7
1.3. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию	8
1.4. Риски в среднесрочной перспективе	12
1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса	13
II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	15
2.1. Инфляция	15
2.2. Внутренний сектор	17
2.3. Фискальная политика	21
III. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ	22
3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики	22
3.1.1. Процентный канал	22
3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)	23
3.1.3. Валютный канал	24
3.2. Денежная масса	25
БОКСЫ	27
Бокс 1. Дотянуться до звезды. Оценка конкурентоспособности предприятий посредством матрицы БКГ	27
Бокс 2. Нетрадиционная ДКП и инфляция через призму изменения баланса ЦБ. Страновой опыт.	28

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 29 НОЯБРЯ 2024 ГОДА

Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка принял решение повысить базовую ставку до 15,25%. Решение принято с учетом обновленных прогнозов инфляции и экономического роста, а также анализа фактических данных и баланса рисков.

Годовая инфляция в октябре ускорилась до 8,5%, сохранившись значительно выше целевого уровня в 5%. Базовая и сезонно скорректированная инфляция также демонстрируют ускорение. Инфляционные ожидания населения несколько снизились, но остаются на повышенном уровне.

Проинфляционное давление усилилось как во внешнем секторе, так и внутри страны. Внешними факторами являются рост мировых цен на продовольствие, высокая инфляция и значительные курсовые колебания в России. Внутреннее давление обусловлено продолжающимися реформами в сфере ЖКХ, высоким потребительским спросом, превышающим возможности внутреннего предложения, и повышенными инфляционными ожиданиями. Фискальный импульс на фоне значительных бюджетных расходов продолжает нарастать.

С учетом фактической динамики потребительских цен и указанных факторов, инфляция будет приближаться к среднесрочному таргету в 5% медленнее, чем прогнозировалось ранее.

Деловая активность демонстрирует устойчивый рост. В третьем квартале ускорился потребительский спрос, что подтверждается ростом розничной торговли и затрат на зарубежные поездки. Высокий спрос поддерживается увеличением бюджетных расходов и реальных заработных плат, усиливая давление на цены.

Ситуация на нефтяном рынке ухудшилась: снижается спрос со стороны Китая, ожидается рост предложения. В результате оценки по цене на нефть марки Brent для базового сценария снижены до 70 долл. США за баррель до конца прогнозного периода. Ожидается сохранение внешнего инфляционного давления на прогнозном горизонте. Данные факторы обусловили пересмотр среднесрочных прогнозов по инфляции и экономическому росту.

Прогноз по инфляции на 2024 год уточнен до 8-9%. В 2025 году ожидается более высокий уровень инфляции в пределах 6,5-8,5% из-за усиления фискального импульса и других факторов. В 2026 году умеренно жесткая денежно-кредитная политика будет способствовать замедлению роста цен до 5,5-7,5%. Ожидается, что общая инфляция сформируется вблизи цели в 2027 году.

Основные риски инфляции связаны с усилением внутреннего спроса, внешним инфляционным давлением, ростом регулируемых цен и неопределенностью в покрытии дефицита бюджета.

Прогноз роста экономики на 2024 год уточнен на уровне 4-4,5%. На 2025-2026 годы ожидания по росту ВВП претерпели изменения по сравнению с прошлым прогнозом. Предполагается что рост экономической активности будет находиться в 2025 году в диапазоне 4,5-5,5%, в 2026 году – 4,6-5,6%, в 2027 году – 3,3-5,3%.

На ближайших заседаниях Комитет будет внимательно отслеживать необходимость дополнительного ужесточения денежно-кредитной политики для скорейшего возврата инфляции к траектории устойчивого замедления и достижения таргета в 5%.

I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

1.1. Оценка траектории базовой ставки Комитета по денежно-кредитной политике

На заседании Комитета по денежно-кредитной политике Национального Банка члены представили свои оценки наиболее вероятной траектории базовой ставки на 2024-2026 годы (таблица 1, график 1). По сравнению с предыдущим прогнозным раундом на протяжении всего рассматриваемого горизонта данные оценки повысились.

Мнение каждого члена КДКП основывалось на информации, имевшейся на момент проведения заседания. Это оценка членами характера 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 1. Оценки КДКП траектории базовой ставки

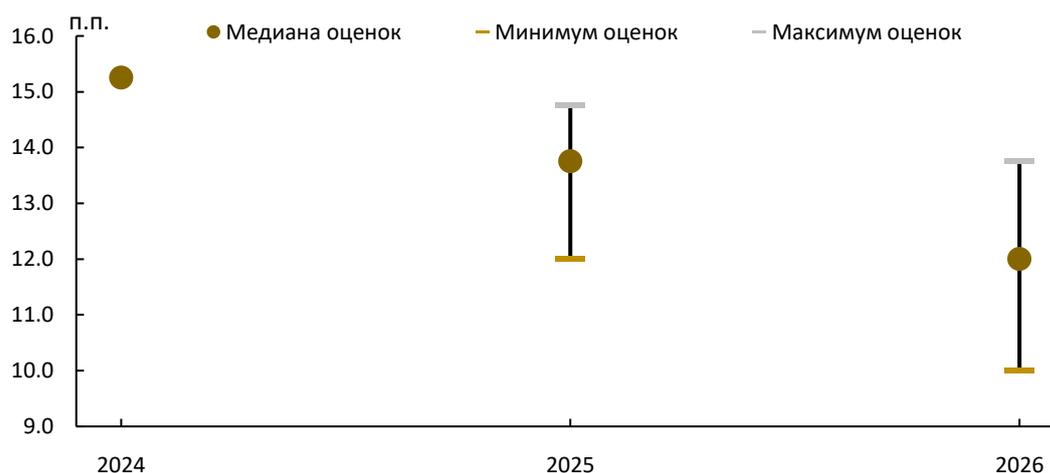
Показатель	Медиана			Диапазон		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Базовая ставка, на конец года, %	15,25* (14,25)	13,75 (11,9)	12 (10)	15,25* (13,5-14,5)	12-14,75 (9,5-13)	10-13,75 (8,5-12)

*Последнее решение в 2024 году

Примечания:

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

График 1. Диапазон оценок базовой ставки членами КДКП



Источник: оценки членов КДКП НБРК

1.2. Ключевые внешние предпосылки прогноза макроэкономических показателей

1.2.1. Товарные рынки

С момента публикации предыдущего Доклада о денежно-кредитной политике «Август 2024 года» мировые цены на нефть демонстрировали тренд на снижение, отражая более слабое

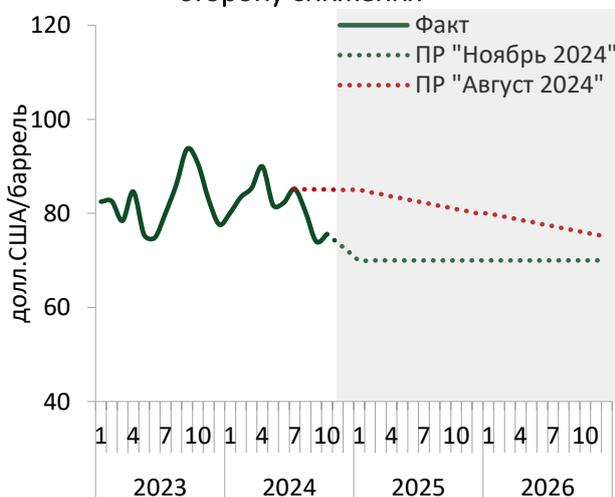
развитие глобальной экономики и опасения по поводу избыточного предложения на мировом рынке нефти.

В условиях сохранения дисбаланса на мировом рынке нефти в среднесрочной перспективе ожидается снижение цен на нефть до 70 долл. США за баррель в рамках базового сценария прогнозного раунда «Ноябрь 2024 года».

Динамика мировых цен на нефть характеризовалась высокой волатильностью во второй половине текущего года. Росту цен на нефть в октябре 2024 года способствовало продление соглашения ОПЕК+ о добровольном сокращении добычи нефти до декабря 2024 года. Повышательное давление на цены также оказали опасения по поводу эскалации военного конфликта на Ближнем Востоке. Вместе с тем, на фоне снижения спроса со стороны Китая – крупнейшего потребителя нефти, а также роста предложения нефти на фоне стабильных объемов ее добычи в странах вне-ОПЕК уже к концу октября произошло резкое снижение нефтяных котировок.

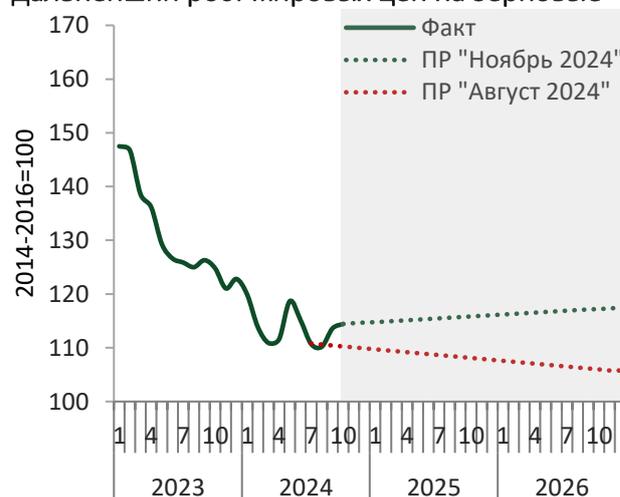
Текущая динамика цен на нефть вкупе с пересмотром ожиданий по спросу и предложению на мировом рынке нефти в среднесрочной перспективе обусловили снижение сценарной динамики цен на нефть в рамках прогнозного раунда «Ноябрь 2024 года». Таким образом, в рамках базового сценария ожидается, что в 2024 году цены на нефть стабилизируются на уровне около 80,3 долл. США за баррель в среднем за год. В 2025-2026 годах цена на нефть составит 70 долл. США за баррель. Ожидается более слабый спрос со стороны Китая и стран ОЭСР, а также более низкий рост мировой экономики в 2025 году, чем прогнозировалось ранее. Ослабление ограничений на добычу нефти странами ОПЕК+ с начала 2025 года и увеличение добычи в странах Северной и Южной Америки будут способствовать профициту предложения на рынке нефти (график 2).

График 2. Базовый сценарий по цене на нефть марки Brent был пересмотрен в сторону снижения



Источник: EIA, Consensus Ecs., расчеты НБРК

График 3. Превышение спроса над предложением зерновых обусловит дальнейший рост мировых цен на зерновые



Источник: UN FAO, Consensus Ecs., расчеты НБРК

Неблагоприятные погодные условия, логистические сложности и высокий спрос повлияли на рост мировых цен на зерновые в сентябре-октябре 2024 года. В среднесрочной перспективе ожидается, что удорожание зерновых продолжится в результате дефицита предложения на фоне ухудшения ожиданий по урожаю.

Рост мировых цен в сентябре-октябре текущего года охватил практически все основные категории продовольствия, включая зерновые. Цены на зерновые за этот период выросли на 3,9%, однако в октябре т.г. цены остались ниже уровня аналогичного периода прошлого года (в октябре 2024 года снижение на 8,3% г/г). Основными драйверами роста цен стали

неблагоприятные погодные условия, препятствующие севу озимых культур в ключевых странах-экспортерах (ЕС, Россия, США), а также сокращение объемов урожая кукурузы. Согласно прогнозным оценкам, текущая траектория роста сохранится до конца прогнозного горизонта. Ожидаемая динамика мировых цен на зерновые обусловлена усилением дисбаланса между спросом и предложением. В частности, снижение объемов предложения зерновых ввиду низкого урожая кукурузы будет происходить на фоне роста мирового спроса. Таким образом, в отличие от предпосылок предыдущего прогнозного раунда «Август 2024 года» текущие ожидания предполагают некоторое усиление проинфляционного давления на внутренние цены в Казахстане со стороны мирового рынка продовольствия (график 3).

1.2.2. Глобальное экономическое развитие и страны-торговые партнеры

В целом мировая экономика продолжает развиваться в соответствии с ожиданиями предыдущего прогнозного раунда «Август 2024 года».

Глобальная деловая активность в промышленности остается вялой. Объемы новых заказов сокращаются четвертый месяц подряд. При этом, деловая активность в секторе услуг достигла средних значений за период 2015-2019 годов, немного ускорившись в октябре 2024 года.

В разрезе стран экономическая активность складывалась разнонаправленно. Европейские страны под давлением энергетического кризиса и высоких процентных ставок демонстрировали низкие темпы роста. Слабостью также характеризовалась экономика Китая, сдерживаемая низким потребительским спросом и проблемами на рынке недвижимости. Между тем, поддержку глобальной экономике оказал устойчивый рост экономики США, обусловленный высокими личными потребительскими расходами и ростом экспорта. Экономика России на фоне высокой потребительской активности продолжает расти выше своего потенциала. Вместе с тем, темпы роста экономики во втором квартале текущего года оказались ниже ожиданий ввиду снижения экспорта и более низких цен на нефть.

Перспективы роста мировой экономики остаются стабильными, но умеренными.

Ожидается, что в 2024-2025 годах рост мировой экономики составит 3,2% (г/г)¹. В сравнении с предыдущим прогнозным раундом на прогнозном горизонте ожидается более умеренный рост в ЕС на фоне более слабого роста частного потребления и инвестиций, а также в России из-за более слабых результатов во втором квартале 2024 года. Прогноз по Китаю остался примерно на том же уровне: ожидается, что к 2026 году под влиянием структурных проблем в экономике и сокращения частного потребления рост замедлится до 4,1%. Таким образом, в условиях более слабого роста экономик стран-торговых партнеров в 2025-2026 годах спрос на экспортируемую продукцию может несколько ослабнуть (график 4).

Глобальная дезинфляция в сентябре-октябре 2024 года продолжилась.

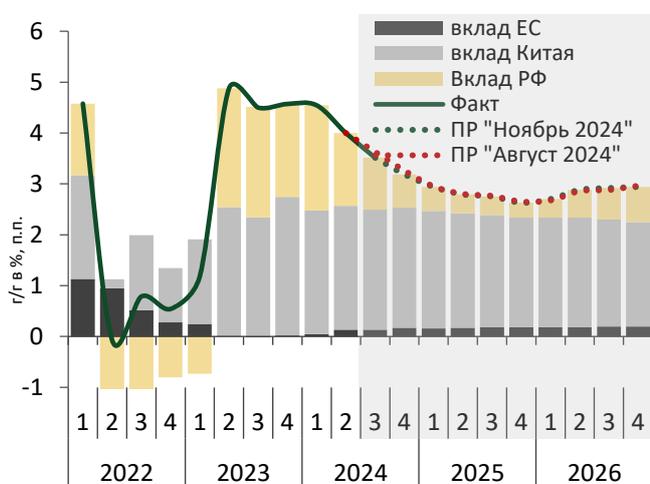
В ряде развитых странах общая инфляция в настоящее время находится около или ниже целевых значений. Снижение инфляционного давления в мире происходит в результате постепенного охлаждения ситуации на рынке труда и снижения цен на энергоносители. Вместе с тем, рост цен на услуги во многих странах мира остается высоким. В развивающихся странах цены растут равномерно по всем компонентам.

Среди стран-торговых партнеров Казахстана более сильное замедление годовой инфляции наблюдалось в Китае, в странах ЕС рост потребительских цен соответствовал ожиданиям прошлого прогнозного раунда. Вместе с тем, в России рост цен ускорился, существенно превысив ожидания.

¹ МВФ «Перспективы развития мировой экономики», Октябрь 2024

Согласно обновленным прогнозам, инфляция в России пересмотрена в сторону повышения. Это обусловлено как более высоким текущим инфляционным давлением, так и запланированными высокими государственными расходами, повышением тарифов на услуги ЖКХ, дефицитом на рынке труда. В ЕС и Китае годовая инфляция будет находиться вблизи целевых значений на всем прогнозном горизонте. В результате, со стороны Китая и ЕС ожидается дезинфляционное влияние на внутренние цены в Казахстане, тогда как более высокая инфляция в России будет усиливать внешнее инфляционное давление (график 5).

График 4. Агрегированный внешний ВВП* – Спрос на экспортируемую продукцию будет снижаться в 2024-2025 годах и стабилизируется в 2026 году

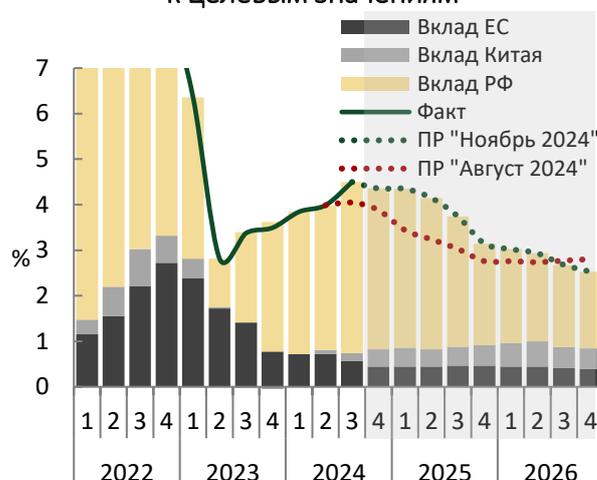


*Представляет собой взвешенные по доле в экспорте темпы роста экономик стран-торговых партнеров

**Представляет собой взвешенные по доле в импорте годовые показатели инфляции в странах-торговых партнерах

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

График 5. Агрегированная внешняя инфляция** – В краткосрочном периоде внешнее инфляционное давление вырастет. На среднесрочном горизонте инфляция в странах-торговых партнерах будет стремиться к целевым значениям



На фоне снижения инфляционного давления и ослабления давления на рынке труда крупные центральные банки мира продолжили постепенно снижать ключевые ставки.

В сентябре-октябре 2024 года в развитых странах снижение ставки произошло в США, ЕС, Канаде, Дании. Риторика ФРС США остается относительно мягкой. ЕЦБ из-за сохраняющейся высокой сервисной инфляции придерживается более осторожной политики. Сигнал ЦБ РФ ввиду высокого потребительского спроса и повышенных инфляционных ожиданий остается максимально жестким.

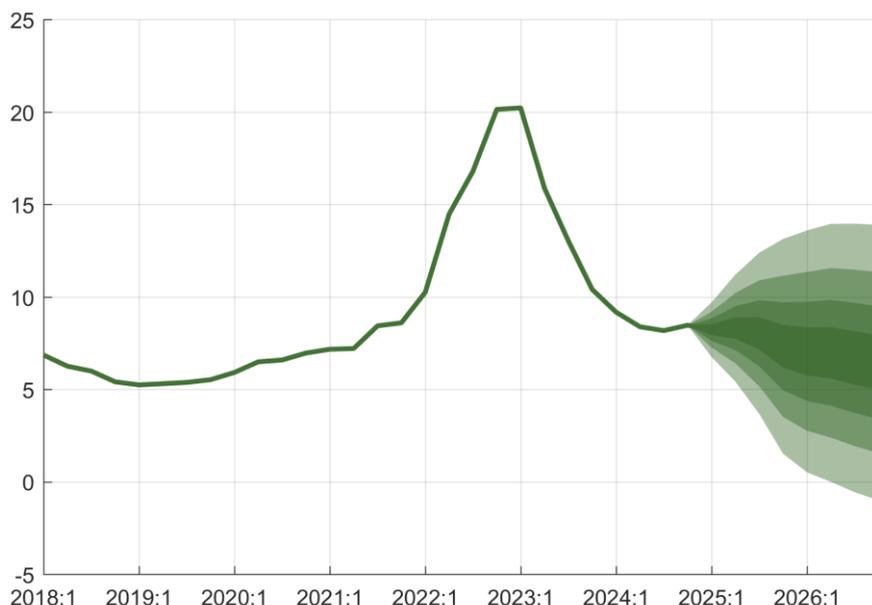
Ожидается, что большинство центральных банков продолжат двигаться к постепенной нормализации денежно-кредитной политики, что обусловит сохранение благоприятных внешних монетарных условий. Согласно ожиданиям, ФРС США и ЕЦБ продолжают курс на смягчение политики, хотя темпы снижения ставок могут быть более осторожными. Ключевая ставка ЦБ РФ из-за высоких инфляционных рисков останется высокой на длительный срок.

1.3. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию

Текущая динамика инфляции складывается согласно прогнозам Национального Банка, но есть признаки ухода с траектории устойчивого снижения инфляции к цели 5%. Проинфляционное давление внутри экономики сохраняется за счет растущих объемов фискального стимулирования, продолжающегося роста тарифов в рамках реформы ЖКУ, внешнего инфляционного давления и повышенных инфляционных ожиданий.

В условиях сохранения высоких внутренних инфляционных факторов, а также усиления внешних предпосылок прогноза, ожидания по динамике инфляции на 2025-2026 годы пересмотрены вверх. При этом в связи с реализацией умеренно жесткой денежно-кредитной политики базовая инфляция (кв/кв, SA), очищенная от влияния временных факторов, замедлится до 5% к концу 2026 года, что предопределяет схождение к цели годовой инфляции в 2027 году. Таким образом, инфляция в 2024 году составит 8-9%, в 2025 году – 6,5-8,5%, в 2026 году – 5,5-7,5%, в 2027 году – вблизи 5% (график 6, таблица 2).

График 6. На фоне усиления проинфляционных факторов прогноз инфляции (г/г, %) был пересмотрен в сторону повышения



Источник: прогноз НБРК

Прогноз инфляции на 2024 год не претерпел существенных изменений. Ожидается, что по итогам года инфляция сложится в диапазоне 8-9%. К концу 2024 года темпы инфляции несколько замедлятся благодаря более сдержанному росту тарифов на коммунальные услуги в ноябре-декабре 2024 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом прогнозируется, что их вклад в инфляцию превысит уровень 2023 года.

В первой половине 2025 года риски ускорения инфляции остаются значительными в связи с потенциальным ростом цен на мировых продовольственных рынках и усилением инфляции в России – основном торговом партнере. Рост производственных издержек, вызванный удорожанием продукции обрабатывающей промышленности и импортируемых товаров, усилит ценовое давление на непродовольственные товары. Кроме того, программа «Тариф в обмен на инвестиции», при условии сохранения текущего темпа повышения тарифов на коммунальные услуги, останется ключевым драйвером ускорения инфляции в секторе услуг. Учитывая зависимость инфляционных ожиданий от краткосрочных шоков и фактической инфляции, ожидается, что инфляционные ожидания будут оставаться повышенными и продолжают оказывать дополнительное проинфляционное давление.

Динамика инфляции в 2025-2026 годах продолжит замедляться, но медленнее, чем прогнозировалось ранее. Этому будет способствовать усиление внешнего инфляционного давления, а также ухудшение внешней продовольственной инфляции. Кроме того, замедлению инфляции будут препятствовать рост тарифов на регулируемые ЖКУ, положительный фискальный импульс.

При этом в дальнейшем, стабилизация инфляционных ожиданий вследствие умеренно-жесткой политики НБРК, постепенное возвращение инфляции в странах – торговых партнерах Казахстана к своим целевым значениям будут способствовать снижению инфляции в среднесрочной перспективе.

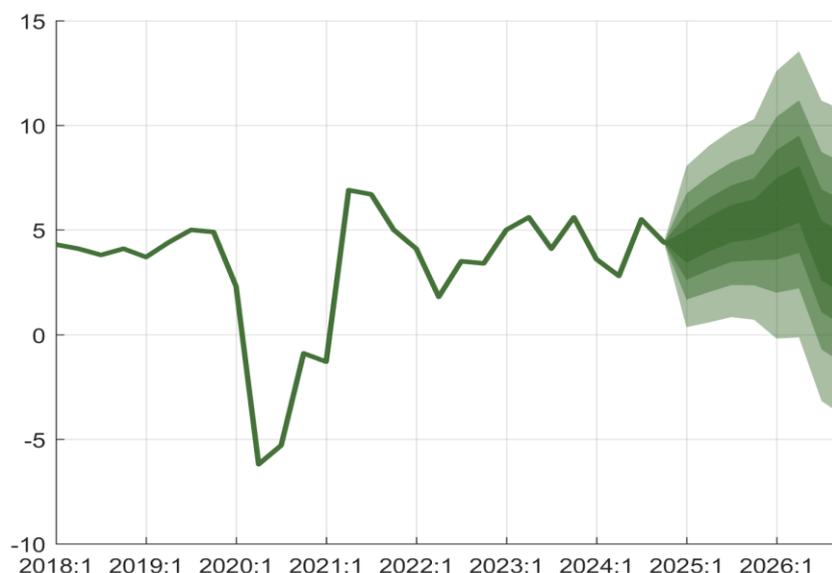
Необходимо отметить, что все еще сохраняются риски и неопределенность фискальных параметров на 2026 год в связи с реализацией реформы налогового законодательства. В условиях сохраняющегося проинфляционного разрыва выпуска и невысокой производительности труда это будет усиливать инфляционное давление и замедлит темпы возвращения инфляции к цели.

При этом, если не учитывать влияние временных факторов в виде проводимых реформ, направленных на повышение тарифов ЖКУ, сезонно очищенная квартальная базовая инфляция будет вблизи среднесрочной цели НБРК к концу 2026 года.

Рост экономической активности после существенного замедления в первом полугодии (рост за 6 месяцев 2024 года на 3,2%) к третьему кварталу ускорился, таким образом рост ВВП по итогам 9 месяцев составил 4,1%. Основной причиной слабой активности во втором квартале 2024 года выступило небольшое замедление потребления домашних хозяйств, а также негативная тенденция в динамике валового накопления и ухудшение потребления органов государственного управления. Несмотря на это, спрос домашних хозяйств продолжает оставаться основным драйвером экономического роста и продолжает вносить проинфляционный вклад в экономику. Ожидается, что рост ВВП к концу года сохранит текущие темпы за счет внутреннего спроса и сложится в диапазоне – 4-4,5%.

На 2025-2026 годы ожидания по росту ВВП претерпели изменения по сравнению с прошлым прогнозом, предполагается что рост экономической активности будет находиться в 2025 году в диапазоне – 4,5-5,5%, в 2026 году – 4,6-5,6% (график 7, таблица 2).

График 7. Ожидается более умеренный рост ВВП в 2025-2026 годах по сравнению с предыдущими прогнозами (г/г, %)



Источник: прогноз НБРК

Во втором квартале 2024 года динамика потребления домашних хозяйств сложилась ниже ожиданий НБРК в связи с ослаблением роста заработных плат и снижением темпов роста объемов потребительского кредитования. Складывающаяся текущая динамика потребления, а также более сдержанный, чем ожидалось ранее, рост потребительского кредитования стали

причиной небольшого пересмотра роста спроса домашних хозяйств вниз. При этом ожидаемое существенное увеличение трансфертов из НФ во втором полугодии, ввиду низких темпов собираемости налогов, будет стимулировать экономическую активность, и потребление домохозяйств продолжит вносить наибольший вклад в рост ВВП. Дополнительно на фоне отмеченного роста фискального стимулирования ожидается выход в зону роста объемов валового накопления и объемов потребления органов государственного управления, после сокращения в первом полугодии 2024 года.

Некоторое замедление предполагается по росту экспорта ввиду сокращения производства нефти в четвертом квартале 2024 года. Таким образом, постепенное ускорение динамики внутреннего спроса будет частично нивелировано ухудшением динамики нефтяного сектора. В результате прогноз на текущий год сужен до 4-4,5%.

На 2025-2026 годы прогноз роста ВВП пересмотрен вниз ввиду сценарного сокращения цен на нефть, а также пересмотра краткосрочной динамики внутреннего спроса вниз ввиду небольшого замедления роста потребительского кредитования. При этом, несмотря на данный пересмотр, внутренний спрос на всем прогнозном горизонте в условиях продолжающегося фискального стимулирования будет расти выше потенциального уровня и нести проинфляционный характер.

Во втором полугодии 2025 года, как и ранее, ожидается ускорение ВВП ввиду увеличения производства и, соответственно, экспорта нефти, в связи с внедрением новых мощностей на месторождении Тенгиз. Предполагается ежегодное увеличение объемов производства нефти в Казахстане в течение всего прогнозного периода. При этом ненефтяной экспорт ввиду умеренного роста внешнего спроса и крепкого реального курса будет демонстрировать слабopоложительную динамику.

На среднесрочном горизонте по мере планируемой фискальной консолидации и стабилизации роста добычи нефти влияние данных факторов будет ослабевать, и годовой рост экономики со второй половины 2026 года замедлится.

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.

Таблица 2. Прогнозы по базовому сценарию

	2024	2025	2026
ВВП, г/г, %	4-4,5 (3,5-4,5)	4,5-5,5 (5-6)	4,6-5,6 (4,9-5,9)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	8-9 (7,5-9,5)	6,5-8,5 (5,5-7,5)	5,5-7,5 (5-7)
Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год	(80,3) (84,5)	(70) (82,5)	(70) (77,5)

Источник: прогнозы НБРК

Таблица 2 (а). Прогнозы по пессимистичному сценарию

	2024	2025	2026
ВВП, г/г, %	4-4,5 (3,2-4,2)	3,7-4,7 (4,4-5,4)	4,5-5,5 (4,9-5,9)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	8-9 (8-10)	6,7-8,7 (6,5-8,5)	6-8 (6-8)
Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год	78,6 (78)	50 (60)	50 (60)

Источник: прогнозы НБРК

Таблица 2 (б). Прогнозы по оптимистичному сценарию

	2024	2025	2026
ВВП, г/г, %	4-4,5 (4,2-5,2)	5,1-6,1 (6-7)	4,7-5,7 (4,9-5,9)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	8-9 (7-9)	6-8 (5-7)	5-7 (5-6)
Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год	82 (88)	90 (100)	90 (100)

Источник: прогнозы НБРК

1.4. Риски в среднесрочной перспективе

Баланс рисков смещен в проинфляционную сторону и обуславливает поддержание умеренно-жестких денежно-кредитных условий (график 8).

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом риски ускорения инфляции усилились. Со стороны внешних рисков повысился риск импорта внешних цен на продовольствие в связи с текущей повышенной динамикой роста цен и превышением спроса над предложением. 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.

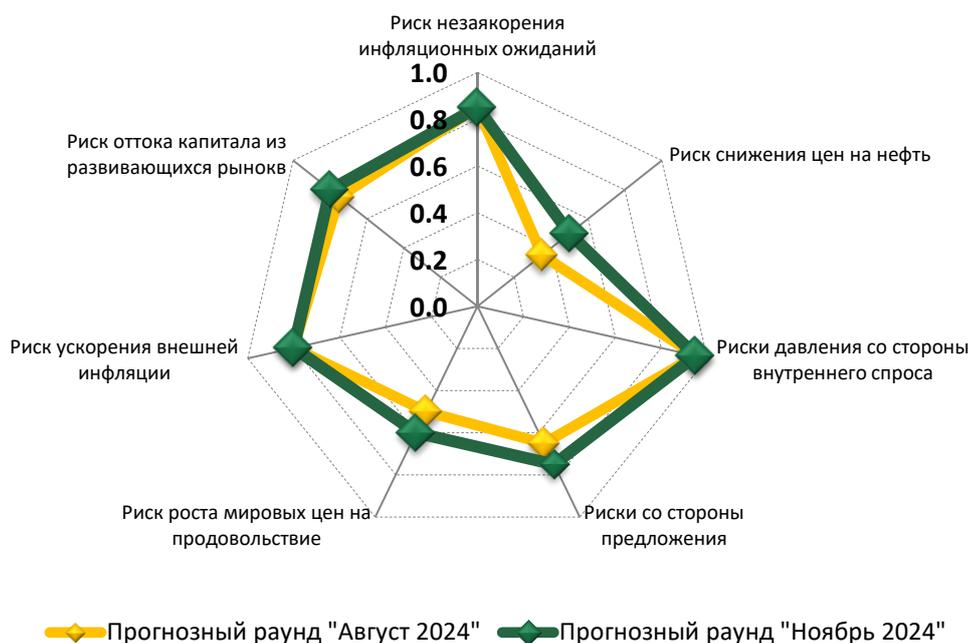
Несколько повысился риск оттока капитала с развивающихся рынков в пользу развитых, а также существенного падения цен на нефть на фоне смены политической власти в США. Кроме того, геополитическая нестабильность и протекционистская политика в мире сохраняют повышенным санкционный риск в отношении стран-торговых партнеров Казахстана.

Учитывая текущий недобор налогов и реализацию масштабных государственных программ, на данный момент сохраняются риски 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 все еще высоких значений и подверженности шокам на отдельные товары и услуги (продукты питания, ГСМ и жилищно-коммунальные услуги). Несколько повысились риски со стороны шоков предложения и их вторичных эффектов (в том числе на устойчивую часть инфляции и инфляционные ожидания) на фоне постепенной дерегуляции цен со стороны государства.

Что касается ВВП, то риски для его прогноза связаны с неопределённостью в отношении цены на нефть, показателей добычи нефти, в том числе, с учетом соблюдения ограничений ОПЕК+ и параметров будущей налогово-бюджетной политики.

График 8. Баланс рисков смещен в проинфляционную сторону.
Карта рисков, основанная на экспертном подходе



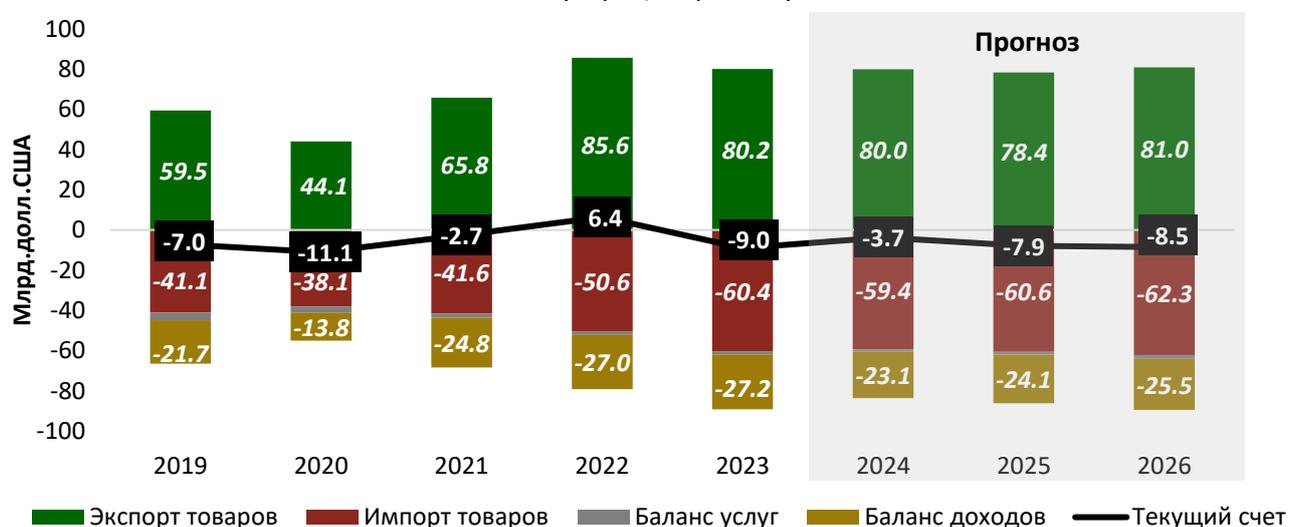
Источник: прогнозы НБРК

1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса

Согласно базовому сценарию, текущий счет платежного баланса в среднесрочной перспективе будет находиться в зоне умеренного дефицита. Прогнозируемым уровням дефицита будут способствовать сценарное сокращение цен на нефть и устойчиво высокие объемы внутреннего потребления импортной продукции.

Ожидания по текущему счету по сравнению с прошлым прогнозным раундом были ухудшены ввиду пересмотра прогнозной траектории нефтяных котировок в сторону снижения (график 9). Так, дефицит текущего счета на 2024-2026 годы оценивается в диапазоне (-)3,7-(-)8,5 млрд. долл. США или (-)1,3%-(-)2,7% к ВВП (предыдущий прогноз – (-)2,8-(-)4,6 млрд. долл. США или (-)1%-(-)1,4% к ВВП).

График 9. Устойчивый спрос на импорт будет сдерживать переход текущего счета в профицитную зону.



Источник: прогноз НБРК

Экспорт товаров на прогнозном горизонте будет расти умеренно вследствие воздействия разнонаправленных факторов. Увеличение добычи на месторождении Тенгиз будет способствовать наращиванию объемов нефтяного экспорта. Однако, сценарное снижение цен на нефть нивелирует данный эффект. В свою очередь, ненефтяной экспорт поддержат высокие мировые цены на уран и цветные металлы, обусловленные глобальной декарбонизацией. При этом, рост ненефтяного экспорта будет сдержан мерами по перенаправлению части сырья и некоторых видов энергоносителей, таких как газ и нефтепродукты, на внутренний рынок. В результате, в среднесрочной перспективе ожидается рост экспорта товаров с 80,2 млрд. долл. США в 2023 году до 81 млрд. долл. США в 2026 году. Рост внутреннего спроса на импортную продукцию продолжится. Высокие уровни импорта будут обусловлены недостаточностью объемов казахстанских товаров для покрытия растущего потребления населения и бизнеса, зависимостью местного производства от зарубежных промежуточных и инвестиционных товаров, а также реализацией правительственных программ индустриального и инфраструктурного развития. Устойчивый спрос на импортные поставки, наряду с личными и заемными средствами, будет финансироваться фискальными расходами. Вследствие, импорт товаров вырастет с 60,4 млрд. долл. США в 2023 году до 62,3 млрд. долл. США к концу 2026 года.

Дефицит баланса доходов продолжит формироваться под влиянием сырьевого экспорта. Рост добычи нефти и цен на металлы обеспечат высокие уровни доходов к выплате прямым иностранным инвесторам. Проценты к выплате начнут постепенно снижаться вследствие ожидаемого смягчения глобальных денежно-кредитных условий. Таким образом, дефицит баланса доходов к 2026 году составит (-)25,5 млрд. долл. США.

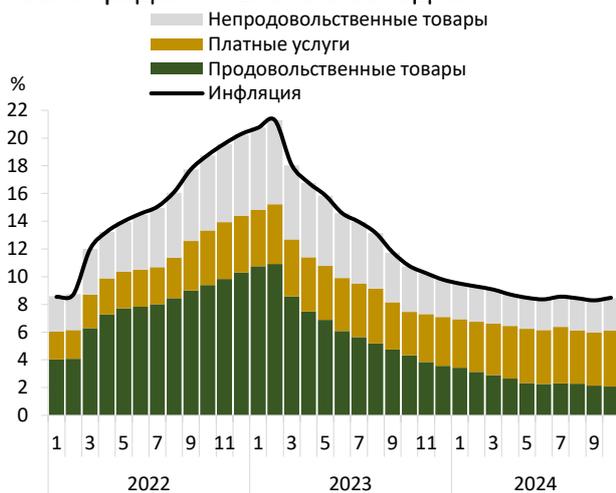
Более высокие объемы импорта услуг по сравнению с их экспортом будут способствовать умеренному углублению дефицита баланса услуг на прогнозном периоде. Основным драйвером импорта услуг будет рост поездок за рубеж ввиду открытия новых международных авиамаршрутов из Казахстана и ввода безвизового режима с некоторыми странами. Экспорт услуг, в свою очередь, будет поддерживаться ростом транспортировки грузов через Казахстан и притоком иностранных граждан, преимущественно, из соседних стран. В результате, дефицит баланса услуг углубится до (-)1,8 млрд. долл. США к 2026 году.

II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Инфляция

В октябре 2024 года годовая инфляция ускорилась, что соответствует прогнозам Национального Банка. Основным фактором проинфляционного давления выступил рост цен на непродовольственные товары и услуги. Вместе с тем снижение темпов роста цен на продовольственные товары оказало сдерживающее влияние на общий уровень инфляции.

График 10. Годовая инфляция ускорилась после продолжительного замедления.



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

Главным фактором ускорения инфляции остается сектор платных услуг, где годовой рост составил 14,3% (13,6% в сентябре 2024 года). Значительный вклад в общую инфляцию вносит повышение тарифов на регулируемые коммунальные услуги в рамках программы «Тариф в обмен на инвестиции». С начала года это привело к росту тарифов на 18,1%, что соответствует накопленному вкладу в инфляцию в размере 0,92 процентных пункта. Кроме того, на фоне устойчивого потребительского спроса в третьем квартале и ослабления курса тенге, дополнительное ускорение инфляции наблюдается и в рыночных услугах.

Цены на непродовольственные товары в годовом выражении выросли на 7,8% (7,6% в сентябре 2024 года), что, несмотря на замедление по сравнению с декабрем 2023 года (9,1%), отражает наличие существенного проинфляционного давления как со стороны спроса, так и со стороны производства. В условиях ослабления номинального курса тенге отмечается удорожание импортируемых готовых потребительских и промежуточных товаров, что, в свою очередь, увеличивает издержки производства. Несмотря на рост потребительских цен со стороны производства, устойчивый потребительский спрос продолжает обеспечивать потребление товаров по возросшим ценам.

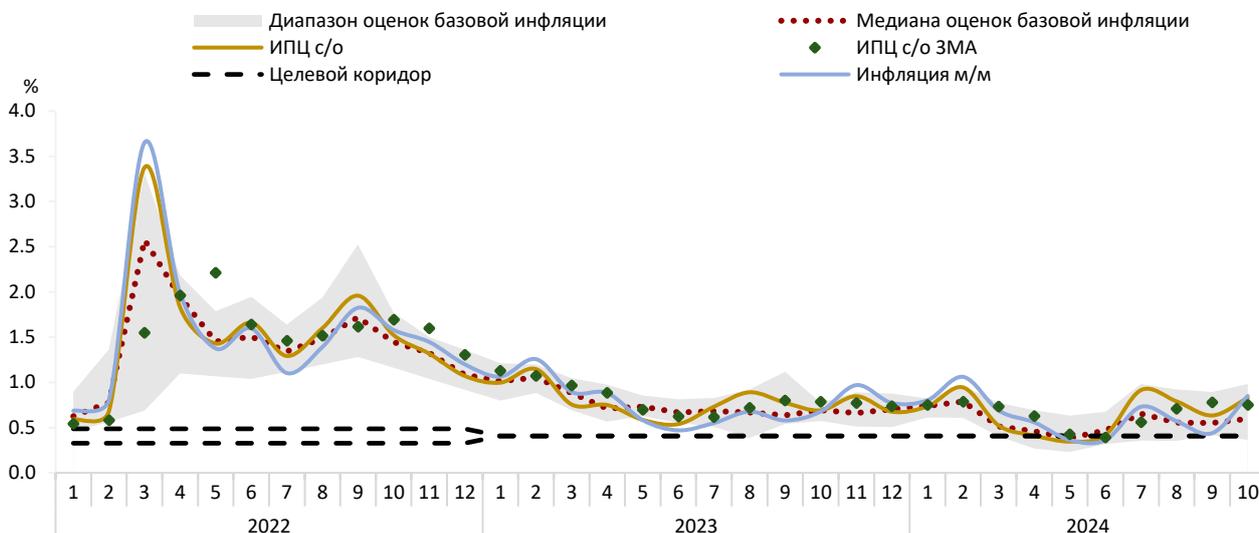
Продовольственная инфляция продолжает оказывать сдерживающее влияние на общий индекс потребительских цен. Годовой рост цен на продукты питания снизился до 4,9% (5,1% в сентябре 2024 года), что связано с умеренным ростом цен на большинство категорий продовольственных товаров. Более быстрое, чем ожидалось, замедление продовольственной инфляции было обусловлено более активным снижением цен производителей сельскохозяйственной продукции и дезинфляцией цен производителей продуктов питания в октябре 2024 года. Высокий урожай и замедление роста цен на продукцию животноводства значительно повлияли на снижение цен в сельском хозяйстве, что, в свою очередь, благоприятно отразилось на ценах производителей продуктов питания в обрабатывающей промышленности.

После продолжительного периода замедления годовой инфляции, достигшей 8,3% в сентябре 2024 года, в октябре 2024 года она ускорилась до 8,5% (график 10). Это ускорение соответствует прогнозам Национального Банка и было обусловлено совокупностью внутренних и внешних факторов, формирующих сложный проинфляционный фон в экономике.

Основное проинфляционное влияние исходило от роста цен на непродовольственные товары и услуги, динамика которых соответствовала ожиданиям. Продовольственная компонента продолжила замедляться и внесла основной дезинфляционный вклад.

В октябре 2024 года сезонно очищенная и базовая инфляция ускорились, отражая устойчивый рост цен на широкий спектр товаров и услуг. Кроме того, расширение диапазона оценок базовой инфляции свидетельствует о нестабильности инфляционных процессов.

График 11. Различные показатели месячной инфляции ускорились.

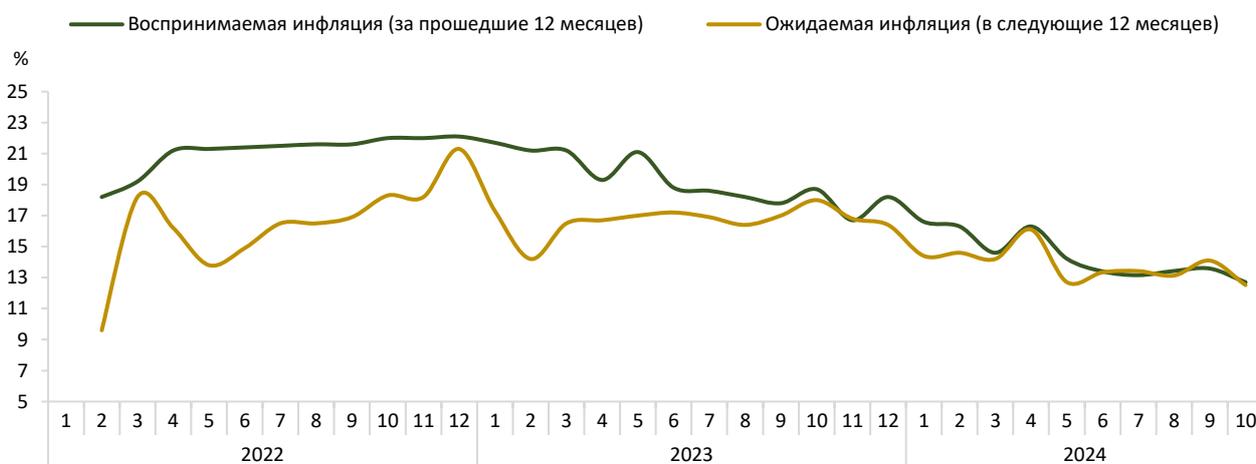


Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

В октябре 2024 года сезонно очищенная инфляция ускорилась до 0,83% в месячном выражении (0,63% в сентябре 2024 года), что соответствует аннуализированному росту в 10,4% (график 11). В структуре базовой инфляции отмечается устойчивый рост цен на широкий спектр товаров и услуг, что свидетельствует о нестабильности инфляционных процессов и подчёркивает фундаментальные проинфляционные тенденции. Ускорение базовой инфляции отражает не только влияние курсового фактора, но и устойчивый рост издержек производства, а также потребительского спроса.

Инфляционные ожидания в октябре 2024 года снизились, однако все еще остаются повышенными и подверженными краткосрочным шокам.

График 12. Инфляционные ожидания остаются повышенными и незаякоренными.



Источник: FusionLab: опрос населения

В октябре 2024 года инфляционные ожидания населения на год вперед снизились до 12,5% (14,1% в сентябре 2024 года) (график 12). Наблюдавшийся в последние месяцы рост инфляционных ожиданий после градиентного снижения, вслед за замедлением фактической

инфляции, объясняется влиянием обесценения номинального курса тенге в середине 2024 года. Данный факт подтверждает, что на данный момент инфляционные ожидания остаются назадсмотрящими и зависят от динамики фактической инфляции, а также влияния краткосрочных факторов.

Несмотря на замедление инфляционных ожиданий, они все еще остаются выше целевого уровня инфляции. При этом следует отметить, что межквартальный размах ожидаемой инфляции в 2024 году в среднем сузился по сравнению с прошлым годом, что свидетельствует о сокращении разброса мнений респондентов. Однако значительная часть опрошенных продолжает ожидать рост цен выше целевого уровня как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

2.2. Внутренний сектор

Развитие внутренней экономики Казахстана в целом соответствовало ожиданиям Национального Банка, представленным в августе т.г. в Докладе о денежно-кредитной политике. Некоторое замедление темпов роста экономики во втором квартале 2024 года было обусловлено сокращением добычи нефти и ослаблением спроса ввиду прошедших масштабных весенних паводков.

В третьем квартале текущего года наблюдалось ускорение темпов роста экономики в условиях роста деловой активности во всех основных секторах экономики, расширения внутреннего спроса и увеличения экспорта.

По итогам первого полугодия 2024 года экономика Казахстана замедлилась. Низкие темпы экономического роста во втором квартале текущего года были обусловлены сокращением добычи нефти в условиях проведения ремонтных работ на крупных месторождениях. Негативный вклад в деловую активность внесли масштабные весенние паводки, прошедшие во многих регионах страны. Помимо нефтяного сектора отмечалось замедление годовых темпов роста строительства, транспорта и отдельных видов услуг. Чистые налоги на продукты и импорт сократились на 1,2% в годовом выражении впервые с начала 2021 года.

Стоит отметить, что негативное влияние паводков на экономическую активность было ограничено вторым кварталом 2024 года. В третьем квартале 2024 года наблюдалось значительное ускорение темпов роста экономики. Со стороны предложения рост активности в отраслях, производящих товары, был обусловлен высокими показателями урожая зерновых нового сельскохозяйственного сезона, восстановлением нефтяного сектора и стабильными темпами роста обрабатывающих отраслей. Производство товаров в большей степени поддерживалось высокими показателями выпуска в металлургии и машиностроении. Таким образом, производство товаров в экономике расширяется, однако их структура по-прежнему сосредоточена преимущественно на сырьевых и промежуточных товарах.

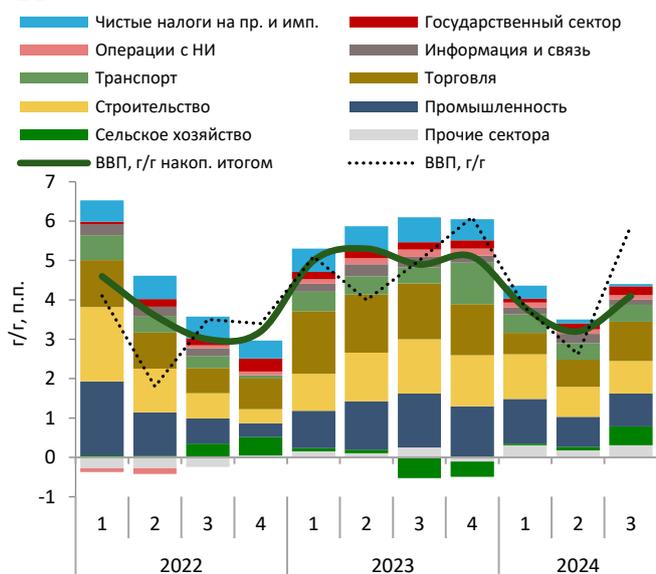
Активность в сфере услуг в третьем квартале 2024 года оставалась устойчивой, поддерживаемая ускорением темпов роста торговли ввиду расширения инвестиционной активности и потребительского спроса, а также увеличения экспорта. Устранение последствий паводков наряду с продолжением реализации инфраструктурных проектов привели к значительному увеличению строительных работ. Вместе с тем, отмечается сокращение предоставляемых услуг в сфере мобильной и телекоммуникационной связи, что в основном связано со смещением предпочтений потребителей в сторону услуг сети интернет в условиях повышения доступности в рамках реализации государственной программы «Доступный интернет». Ввиду расширения деловой активности в отраслях и восстановления импорта чистые налоги на продукты и импорт продемонстрировали существенный рост в третьем квартале 2024 года (график 13).

Замедление спроса во втором квартале текущего года в большей степени было обусловлено влиянием масштабных паводков, замедлением темпов роста заработных плат

и потребительского кредитования, а также сокращением потребления органов государственного управления (график 14).

График 13. Ускорение годовых темпов роста экономики в третьем квартале 2024 года происходит на фоне расширения активности в секторе услуг и высоких показателей урожая в сельском хозяйстве.

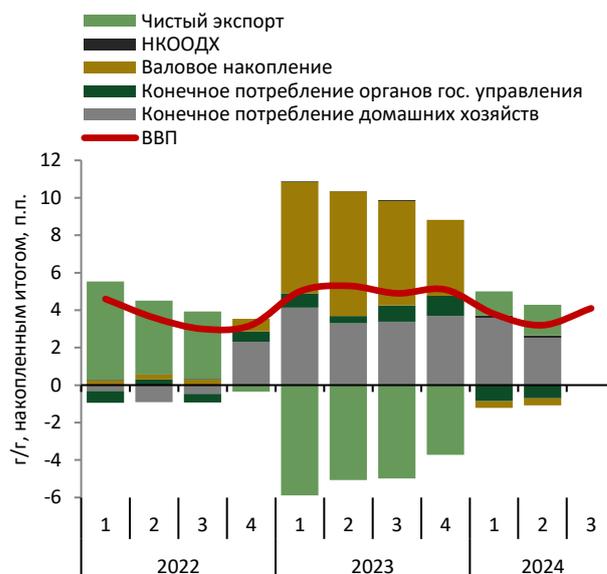
Вклад отраслей и налогов в реальный рост ВВП*



Источник: расчеты НБРК на основе данных БНС АСПР РК
*вклад отраслей в ВВП представлен накопленным итогом

График 14. Потребительский спрос остается основным драйвером роста экономики. Восстановление чистого экспорта продолжилось.

Вклад компонентов совокупного спроса в реальный рост ВВП



Годовые темпы роста расходов домашних хозяйств во втором квартале замедлились до 4,3% с 7,0% в первом квартале 2024 года. Помимо замедления темпов роста заработных плат во втором квартале 2024 года отмечается сокращение реальных денежных доходов населения (график 15). На фоне масштабных и разрушительных весенних паводков в стране были отменены различные имиджевые и другие крупные мероприятия, бюджеты отдельных мероприятий были сокращены, что отразилось на некотором охлаждении спроса.

Негативный вклад в динамику спроса также внесло сокращение государственного потребления. Расходы органов государственного управления в реальном выражении снизились в первом полугодии 2024 года на 5,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В структуре расходов органов государственного сократились расходы как на индивидуальные товары и услуги, так на коллективные услуги. По данным Министерства финансов, основное сокращение государственных расходов произошло в категории прочих текущих затрат, включая командировки, расходы Фонда обязательного среднего образования, оплату обучения и стипендий.

Между тем, поддержку спросу оказали потребительское кредитование и социальные трансферты. Темпы роста кредитования физических лиц без учета индивидуальных предпринимателей увеличились на 8,7% г/г во втором квартале 2024 года в реальном выражении. Вместе с тем, стоит отметить некоторое охлаждение потребительского кредитования во втором квартале 2024 года.

Прокси показатели указывают на ускорение потребительского спроса в третьем квартале 2024 года на фоне роста затрат бюджета и ускорения годовых темпов роста реальных заработных плат. По оценкам Национального Банка, внутренний спрос все еще находится

выше равновесных значений, что указывает на сохранение проинфляционного давления на цены.

Рост потребления физических лиц в третьем квартале 2024 года косвенно подтверждается увеличением розничной торговли, в основном за счет растущего спроса на непродовольственные товары и положительной динамики сектора услуг. Так, розничная торговля показала увеличение на 5,6% г/г в первом полугодии и 7,3% г/г к концу третьего квартала 2024 года в сравнении с аналогичными периодами прошлого года. Основной вклад в рост обеспечил растущий спрос на непродовольственные товары, который составил 4,6 п.п. В то же время спрос на продовольственные товары рос более умеренными темпами, обеспечивая прирост в размере 2,7 п.п. Кроме того, темпы роста продовольственного потребления, а также сектор услуг, связанный с питанием и напитками, продолжают демонстрировать ускорение, что соответствует общей тенденции роста потребления в третьем квартале 2024 года.

Рост объемов государственного потребления на фоне увеличения затрат на приобретение запасов, услуг и работ, а также прочих текущих расходов также оказало поддержку спросу в третьем квартале 2024 года. Темпы реального роста текущих трансфертов населению составили 5,2% (г/г), способствуя росту потребления. Таким образом, высокий потребительский спрос превышает внутренние возможности производства, что способствует увеличению дорожающего импорта и создает инфляционное давление.

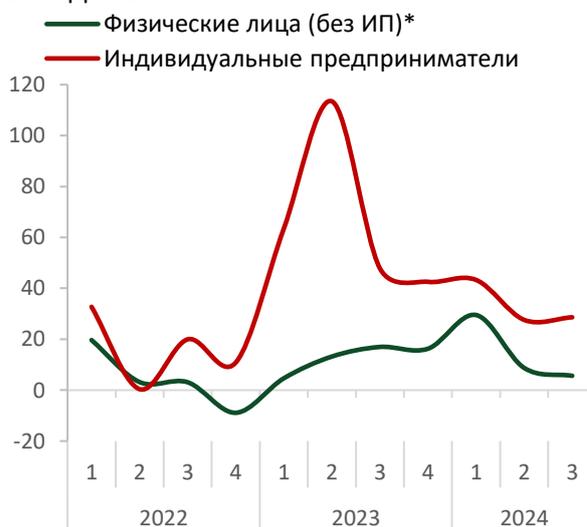
Вместе с тем, по данным, скорректированным на инфляцию, выдача кредитов физическим лицам существенно замедлилась, составив 5,6% г/г в третьем квартале 2024 года, что существенно ниже темпов роста за аналогичный период 2023 года. Высокая кредитная активность сохраняется в кредитовании индивидуальных предпринимателей, что поддерживает инвестиционный спрос в экономике (график 16).

График 15. Рост заработной платы ускорился в третьем квартале 2024 года.



Источник: БНС АСПР РК

График 16. Темпы роста кредитования в реальном выражении замедляются.



Источник: НБРК

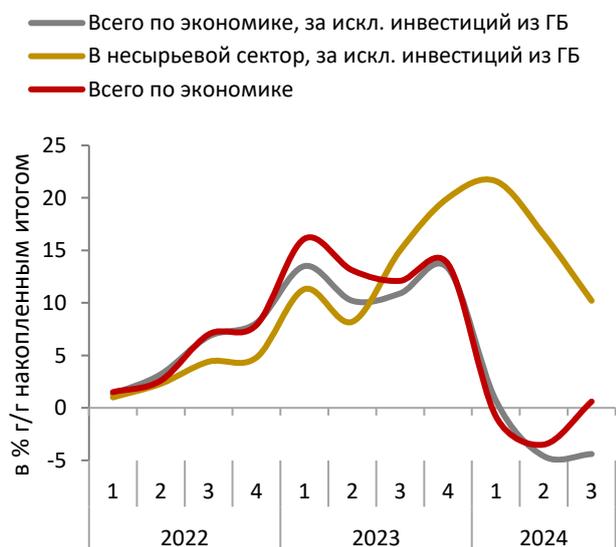
Инвестиционная активность в экономике продолжала восстанавливаться. Положительный вклад в рост инвестиций, как и прежде, внесли инвестиции в несырьевой сектор экономики, в то время, как инвестиции в сырьевой сектор продолжили сокращение.

С начала года инвестиции в основной капитал выросли на 1,9% г/г, продолжив демонстрировать восстановительную динамику. Основным драйвером роста выступили инвестиции в несырьевой сектор, за исключением инвестиций из государственного бюджета,

рост которых составил 10,2% г/г за январь-сентябрь 2024 года (график 17). Рост инвестиций в основной капитал обеспечивается за счет средств из государственного бюджета, доля которых поступательно увеличивается в структуре инвестиций в основной капитал по источникам финансирования. Доля частных инвестиций в основной капитал постепенно снижается.

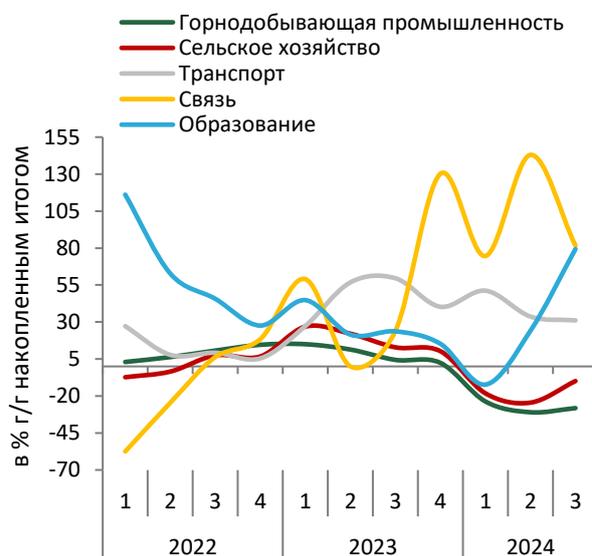
Структура инвестиций в разрезе отраслей экономики демонстрирует существенные различия. В разрезе отраслей, наибольшие темпы роста инвестиций отмечаются в образовании на фоне реализации государственной программы «Комфортная школа», а также в транспорт и складирование, информацию и связь. При этом, инвестиции в сырьевой сектор (горнодобывающая промышленность и сельское хозяйство) продолжают падать. Высокая инвестиционная активность в транспортной сфере обусловлена реализацией проектов, предусмотренных Планом инфраструктурного развития Республики Казахстан до 2029 года². В отрасли связи реализуются проекты по прокладке высокоскоростного интернета в различные регионы страны, модернизации действующих и строительству новых базовых станций связи (график 18).

График 17. В третьем квартале наблюдалось восстановление инвестиционной активности.



Источник: БНС АСПР РК

График 18. Инвестиции в сектор услуг растут высокими темпами. Сокращение инвестиций в сырьевой сектор продолжилось.



Инфляционные риски со стороны рынка труда остаются низкими в условиях превышения роста производительности труда над ростом реальной заработной платы.

Расширение экономической активности сопровождается увеличением занятости, рост которой в третьем квартале 2024 года ускорился до 1,4% в годовом выражении (второй квартал – 0,8% г/г). Компании продолжают расширять штат сотрудников, что подтверждается более высоким ростом числа наемных работников по сравнению с самостоятельно занятыми. Наибольший рост числа занятых отмечен в отраслях услуг по проживанию и питанию, развлечения и отдыха, операциях с недвижимостью. Вместе с тем, в отраслях сельского хозяйства, государственного управления, здравоохранения продолжилось сокращение занятости.

² Данный План охватывает большинства регионов Казахстана, включает ремонт действующих и строительство новых линий железных дорог, возведение мостов, установку водопропускных труб, ремонт и строительство автомобильных дорог, модернизацию морского порта Курык, строительство дополнительных пассажирских и грузоперевалочных терминалов. Среди крупных проектов в рамках Плана: строительство второй линии железнодорожных путей (836 км.) на участке Достык-Мойынты, обводной линии станции Алматы и железнодорожной линии Дарбаза-Мактаарал.

2.3. Фискальная политика

Нефтефискальный дефицит продолжает складываться на высоких уровнях.

В первом полугодии 2024 года затраты бюджета росли умеренными темпами, что в определенной степени повлияло на приближение спроса к равновесным значениям. В третьем квартале т.г. рост затрат бюджета ускорился, оказывая стимулирующее влияние на расширение спроса в экономике (график 19). Основной вклад внесли расходы на образование, социальную помощь, ЖКХ и транспорт.

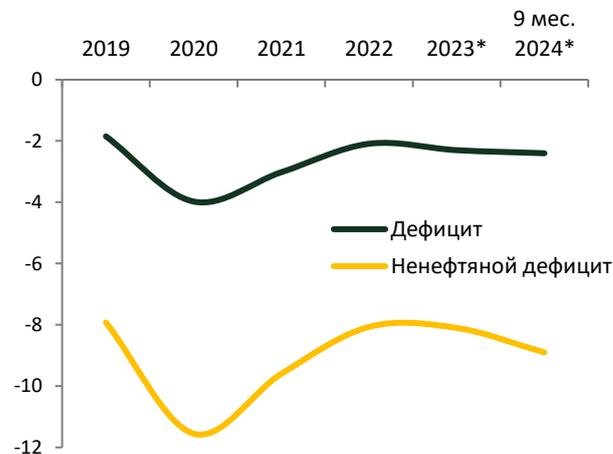
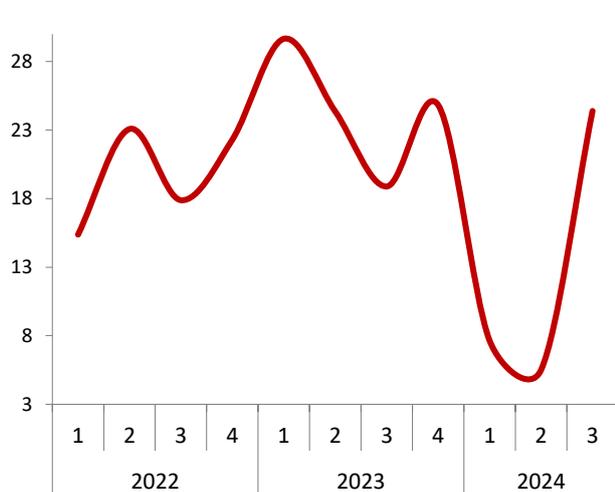
В структуре затрат помимо текущих затрат значительно повысились капитальные затраты. Между тем, их доля в общих затратах остается незначительной (в среднем 14,2% за 2019-2023 гг.).

Доходная часть бюджета в текущем году увеличивается умеренными темпами. В структуре доходов существенный вклад приходится на трансферты и неналоговые поступления. По налоговым поступлениям в январе-сентябре 2024 года отмечается слабый рост по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, что привело к неисполнению плана по сбору налогов на 2,6 трлн. тенге. Значительное неисполнение наблюдается по КПП с крупных предприятий и НДС.

За 9 месяцев 2024 года дефицит государственного бюджета составил 2,4% к ВВП, что почти соответствует уровню 2023 года. Нефтефискальный дефицит ухудшился до 8,9% к ВВП на фоне более высокого уровня трансфертов из Национального фонда, что способствует росту доли нефтяных доходов (график 20).

Учитывая высокий уровень инфляции, постоянные высокие изъятия из Национального фонда существенно ограничивают эффективность проводимой денежно-кредитной политики.

График 19. Затраты государственного бюджета, в % к ВВП, г/г



**Покупка акций АО НК «КазМунайГаз» в 2023 году и АО «НАК «Казатомпром» в 2024 году 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 нефтефискального дефицита.*

Источник: МФ РК, БНС АСПР РК, расчеты НБ РК

III. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

На фоне внесения изменений в систему инструментов НБРК с октября 2024 года ставки денежного рынка формируются в пределах коридора базовой ставки. Ставки по депозитам населения показали понижательную динамику, по вкладам юридических лиц - сохранились на прежнем уровне. Ставки по корпоративным кредитам имели разные тенденции в зависимости от субъектов бизнеса. На ставки по кредитам для населения продолжает влиять в большей степени динамика ставок потребительского кредитования и в меньшей степени – ипотечного кредитования. Объемы кредитования предприятий и населения продолжают расти высокими темпами.

В условиях ослабления тенге повышаются проинфляционные риски.

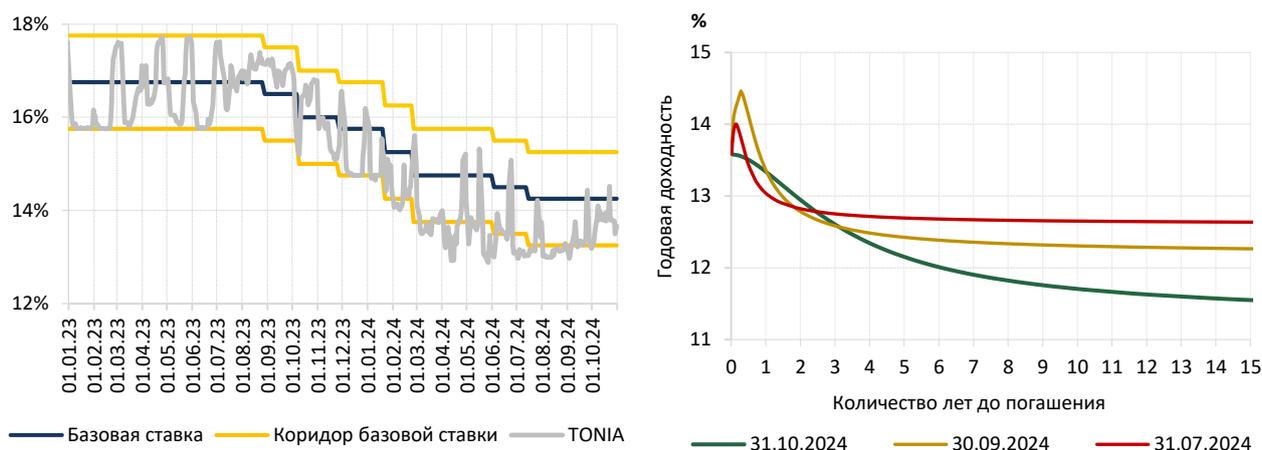
3.1.1. Процентный канал

Ставки денежного рынка стали формироваться в пределах таргетируемого коридора на фоне изменения в системе инструментов НБРК

Ставки денежного рынка с октября т.г. формировались в пределах коридора базовой ставки (график 21), чему в том числе способствовало изменение в порядок расчетов по депозитным аукционам (переход с расчетов T+2 на T+0). Данное решение частично упрощает управление ликвидностью и снижает операционные затраты банков. За период август-октябрь 2024 года средний спред между TONIA и базовой ставкой составил (-) 0,8 п.п. (за период май-июль 2024 года спред составлял (-) 1,1 п.п.).

Снижаются доходности ГЦБ в среднесрочном и долгосрочных сегментах. В октябре наблюдалось снижение доходностей ГЦБ. Кривая доходности приобрела инвертированную форму (график 22). Тем не менее, на отдельных отрезках краткосрочной и среднесрочной части кривой ставки находились выше июльских значений, сигнализируя о высоких инфляционных ожиданиях участников рынка, что подтверждается также результатами макроэкономического опроса экспертов.

График 21. Коридор процентных ставок и ставка TONIA
График 22. Безрисковая кривая доходности, % ставка TONIA



Источник: НБРК, КФБ

В августе-октябре 2024 года ставки по депозитам юридических лиц не претерпели значительных изменений при соответствующей неизменности базовой ставки. При этом ставки по депозитам физических лиц незначительно снизились, что указывает на влияние базовой ставки с лагом (график 23).

Ставки по кредитам бизнесу в третьем квартале т.г. изменились незначительно. Тренд на снижение стоимости кредитных ресурсов крупному и среднему предпринимательству сохраняется с конца прошлого года. Отсутствие масштабных программ рассрочек в 3 квартале 2024 года привело к росту стоимости кредитов населения.

Корпоративные кредитные ставки. Средневзвешенная ставка по кредитам бизнесу в тенге показала снижение по кредитам крупному и среднему бизнесу, и небольшой рост по кредитам малому предпринимательству. Результаты опросов банков по кредитованию в третьем квартале 2024 года также свидетельствуют о снижении стоимости кредитных ресурсов для крупных компаний. В то же время, рост ставок по кредитам малому бизнесу, вероятно, обусловлен ужесточением условий кредитования для индивидуальных предпринимателей со стороны ряда крупных и средних банков, а также сокращением финансирования в рамках программ поддержки бизнеса.

Розничные кредитные ставки. Формирование кредитных ставок населения складывается под влиянием потребительских и ипотечных займов. Ввиду отсутствия масштабных программ рассрочек от банков в третьем квартале средневзвешенная ставка по потребительским кредитам выросла (до 20,6% в сентябре). С другой стороны, на фоне активной выдачи ипотеки по жилищным программам Отбасы Банка "Отан" и "Наурыз" ставка по ипотечным кредитам снизилась до 10,8% в сентябре (в июне – 11,2%). При этом, учитывая значительную долю рассрочек в структуре кредитного портфеля населения, наблюдается увеличение общей стоимости по розничному кредитованию (график 24).

График 23. Ставки по депозитам в национальной валюте, %

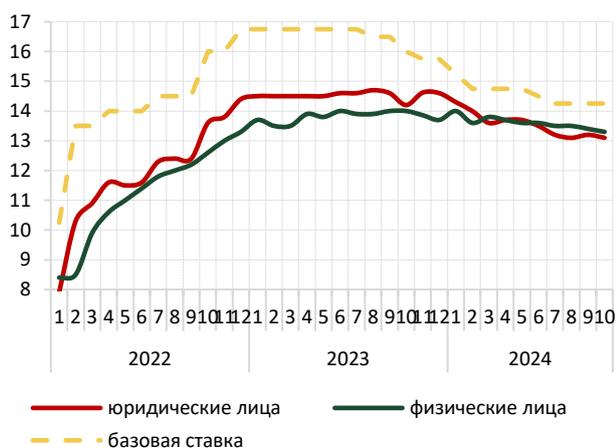


График 24. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)

Кредиты банков растут на фоне высоких темпов роста кредитования населения и бизнеса (график 25).

Кредиты населению. Спрос на кредиты населению продолжает оставаться высоким (рост кредитов населению на 24,5% г/г), несмотря на замедление роста потребительских займов. Ипотечный портфель банков продемонстрировал восстановительный рост в третьем квартале т.г. (в сентябре на 13,2% г/г). Увеличение спроса на ипотечные кредиты было поддержано дополнительным сбором заявок в рамках государственных льготных программ, ростом числа партнерских предложений с застройщиками и активной цифровизацией ипотечных продуктов.

Рост потребительского кредитования на фоне высоких инфляционных ожиданий и цифровизации банковского сектора продолжает ограничивать дезинфляционные эффекты

денежно-кредитной политики. Тем не менее, введение регуляторных мер, таких как ограничение максимальной суммы беззалоговых займов и обязательное согласие супруги(а) на выдачу займа, оказало некоторое влияние на замедление темпов роста потребительского кредитования. Вместе с тем, продолжает расти активно автокредитование, поддерживаемое усилением акционных предложений от автосалонов и банков-партнеров.

Кредиты бизнесу. Положительный тренд в кредитовании бизнеса сохраняется в третьем квартале т.г. (в сентябре — рост на 17,5% г/г), что обусловлено некоторым смягчением ценовых условий кредитования для крупных и средних предприятий, а также повышением спроса на кредиты со стороны крупного бизнеса ввиду активизации ряда крупных инвестиционных проектов. В целом, рост кредитов отмечается в разрезе всех типов субъектов предпринимательства и основных отраслей экономики. При этом наблюдается ускорение темпов кредитования крупным и средним предприятиям с начала т.г. при замедлении роста по малым предприятиям.

Текущие денежно-кредитные условия способствуют усилению сберегательного поведения.

Основной вклад в прирост депозитов по-прежнему вносят вклады в национальной валюте (в октябре рост на 23,1%, г/г) в основном за счет роста депозитов физических лиц (график 26). На фоне ослабления национальной валюты снижается отрицательный вклад депозитов в иностранной валюте в общую динамику депозитов.

На фоне проводимой денежно-кредитной политики усилилось сберегательное поведение населения. Так, по итогам второго квартала т.г. норма сбережений домохозяйств³ обновила исторический максимум.

График 25. Кредиты экономике от БВУ (портфель), г/г, %

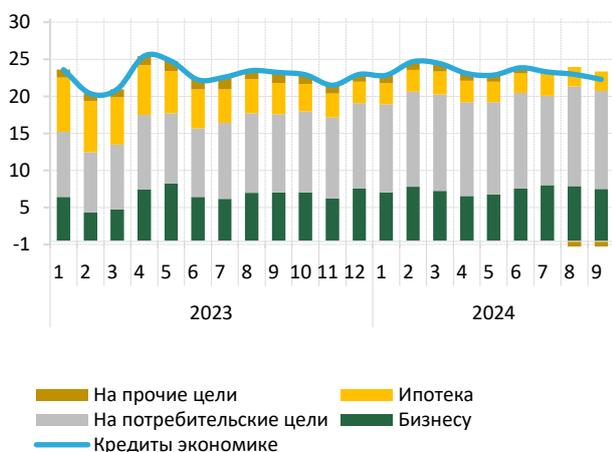


График 26. Депозиты резидентов в депозитных организациях, г/г, %



Источник: НБРК

Долларизация депозитов обновила исторический минимум. Долларизация депозитов продолжает понижательный тренд на фоне высокого дифференциала между ставками в национальной и иностранной валютах. Более значительными темпами снижалась доля валютных вкладов у физических лиц, достигнув исторического минимума 19,1% (за год снижение на 3,7 п.п.). Дедолларизация депозитов юридических лиц происходит более умеренно (снижение за год на 2,3 п.п.) и с начала года стабилизировалась в пределах 24% (вблизи 17-летнего минимума).

3.1.3. Валютный канал

Ослабление национальной валюты вызвано внешними и внутренними факторами и ведет

³ (Совокупные доходы домохозяйств- совокупные расходы домохозяйств)/совокупные доходы домохозяйств

к росту инфляционных рисков.

С августа по октябрь 2024 года национальная валюта ослабла на 3% до 488,2 тенге за доллар США (график 27). Ослабление произошло на фоне снижения цен на нефть, укрепления доллара США на глобальных рынках, а также вследствие повышения спроса на иностранную валюту в целях финансирования Правительством и квазигосударственными компаниями инфраструктурных и инвестиционных проектов. При этом факторами, сдерживающими более значительное ослабление тенге, являлись увеличение объемов трансфертов из НФ и приостановление покупок иностранной валюты со стороны ЕНПФ⁴. Ослабление национальной валюты усиливает инфляционное давление через повышение стоимости импортируемых товаров.

График 27. Доли крупных участников в продаже и покупке иностранной валюты, %



Источник: КФБ, НБРК

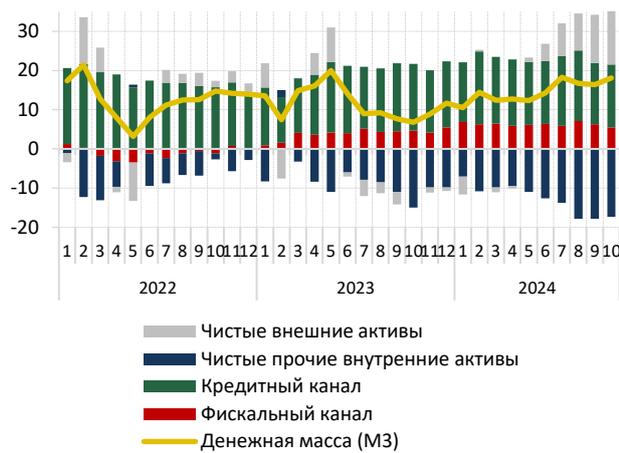
3.2. Денежная масса

Расширение кредитного и фискального каналов остается ключевым фактором роста денежного предложения, при этом значительно увеличился вклад внешних активов.

В октябре 2024 года тенговая и общая денежная масса продолжила расти высокими темпами – на 22,0% и 17,8% г/г, соответственно (график 28). Положительный вклад внешних активов обусловлен выпуском еврооблигаций Правительством РК в октябре текущего года в размере 1,5 млрд. долларов США или порядка 734 млрд. тенге. При этом основными факторами расширения денежного предложения оставались кредитный и фискальный канал, в том числе за счет выпуска государственных ценных бумаг (ГЦБ) для финансирования бюджетного дефицита. В январе-октябре т.г. объем выпуска ГЦБ МФ составил 5,5 трлн. тенге, что выше на 11,2% г/г (график 29).

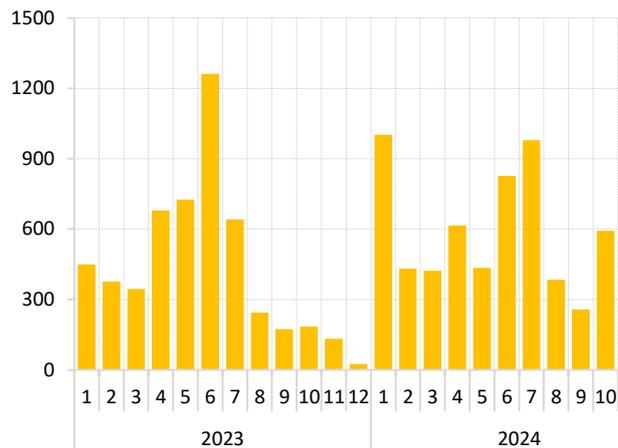
⁴ Более подробно в информационном сообщении по валютному рынку (<https://nationalbank.kz/ru/news/informacionnyye-soobshcheniya/17094>)

График 28. Денежная масса, г/г, %



Источник: НБРК, КФБ

График 29. Объем сделок на первичном рынке ГЦБ, млрд. тенге



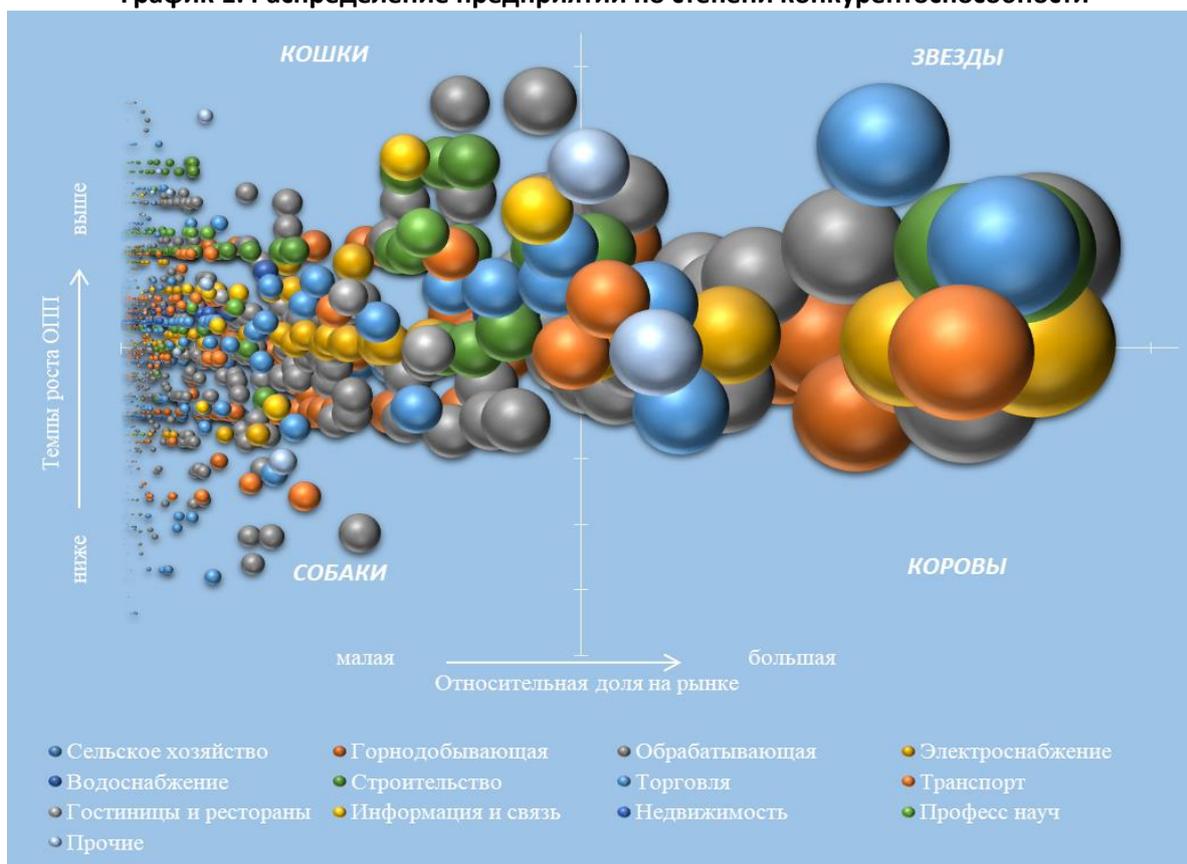
Бокс 1. Дотянуться до звезды. Оценка конкурентоспособности предприятий посредством матрицы БКГ

Для оценки степени конкурентоспособности в разрезе отраслей, предприятия-участники мониторинга НБРК были распределены на матрице, разработанной Бостонской консалтинговой группой (далее – БКГ), известной как матрица «Относительная доля рынка» – «Темпы роста рынка» (график 1). Согласно данной матрице предприятия распределяются в зависимости от их относительной доли на рынке (ось Х) и темпов роста рынка (ось Y). Матрица построена по объему произведенной продукции (далее - ОПП). Для расчета темпов роста рынка использованы данные статистики по показателю ОПП за год, для расчета относительной доли на рынке - данные предприятий за 3 квартал 2024 года, полученные в результате опроса (ОПП более 2200 предприятий).

Относительная доля рынка определяется отношением доли объема произведенной продукции (ОПП) предприятия к доле ОПП самого крупного конкурента. На матрице, согласно разработке БКГ, предприятия обозначаются как круги в соответствующих квадрантах, при этом площадь кругов пропорциональна масштабам деятельности предприятий.

Такая визуализация, позволяющая наглядно оценить степень конкурентоспособности, направляется ежеквартально предприятиям-участникам мониторинга НБРК. Из этой формы предприятия могут видеть, не только свое конкурентное положение на рынке, но и масштабы своей деятельности относительно других предприятий.

График 1. Распределение предприятий по степени конкурентоспособности



Источник: данные и расчеты НБРК

Для точности оценки распределения были рассчитаны доли предприятий, относящихся к той или иной группе в разрезе укрупненных отраслей (таблица 1).

Из таблицы видно, что большинство предприятий (57,2%) относятся к квадранту «Кошки», то есть это предприятия с высоким темпом роста отрасли, но относительно малым объемом производства, причем такая картина сложилась в большинстве отраслей. В сельском хозяйстве и представлении услуг по проживанию и питанию подавляющее большинство предприятий (87,3% и 85,5%, соответственно) относятся к группе «Собаки» - малые предприятия на не перспективных рынках. В экономике к такой

группе относятся 41,2% респондентов. «Звезд» в целом в выборке мало (1,0%), их относительно больше в электроснабжении и строительстве.

В мировой практике считается, что когда в экономике преобладают «собаки» и «кошки» то это говорит о невысокой конкурентоспособности предприятий, недостатке инвестиций, слабой диверсификации экономики, и соответственно сохранением инфляционных рисков, сдерживающих развитие бизнеса.

Таблица 1. Конкурентоспособность по отраслям

	Звезды	Кошки	Собаки	Коровы
Сельское хозяйство	0,0%	12,7%	87,3%	0,0%
Горнодобывающая промышленность	1,1%	46,6%	49,4%	2,8%
Обрабатывающая промышленность	1,1%	40,0%	58,1%	0,8%
Электроснабжение	3,9%	85,3%	10,8%	0,0%
Водоснабжение	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%
Строительство	1,4%	83,1%	15,5%	0,0%
Торговля	0,8%	67,0%	32,0%	0,3%
Транспорт и складирование	0,5%	61,7%	37,3%	0,5%
Гостиницы и рестораны	0,0%	14,5%	85,5%	0,0%
Информация и связь	0,0%	88,9%	11,1%	0,0%
Операции с недвижимостью	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%
Профессиональная и научная деятельность	0,0%	75,8%	24,2%	0,0%
Прочие	4,8%	52,4%	40,5%	2,4%
Всего	1,0%	57,2%	41,2%	0,6%

«Звезды» – предприятие занимает большую долю рынка на растущих рынках

«Кошки»⁵ - предприятие занимает малую долю рынка на растущих рынках

«Собаки» – предприятие занимает малую долю рынка на стагнирующих рынках

«Коровы» - предприятие занимает большую долю рынка на стагнирующих рынках

Бокс 2. Нетрадиционная ДКП и инфляция через призму изменения баланса ЦБ. Страновой опыт.

Нетрадиционная денежно-кредитная политика (далее – НДКП), как правило, применяется ЦБ для стимулирования экономики в условиях низкой инфляции или дефляции, при исчерпании возможностей по традиционным инструментам (классификация в таблице 1). Данный инструментарий начал широко применяться в ряде развитых стран после кризиса 2008 года.

Таблица 1. Виды мер НДКП

№	Мера	Описание	Цели
1	Масштабный выкуп активов	ЦБ покупает гос. облигации, облигации частного сектора, что увеличивает количество резервов в банковской системе.	Снижение долгосрочных процентных ставок, поддержка ликвидности и стимулирование кредитной активности.
2	Кредитные программы	ЦБ предоставляет долгосрочные кредиты банкам по низким ставкам.	Снижение процентных ставок для заемщиков, поддержка предложения кредита в экономике, кредитование бизнеса и домохозяйств.
3	Регулирование операций на рынке	Введение изменений в рыночные операции: расширение списка залогов, объемов ликвидности, включение новых контрагентов.	Поддержка ликвидности, предотвращение кризисов ликвидности, обеспечение нормальной работы фин. рынков.
4	Форвард гайданс	Освещение будущего характера денежно-кредитных условий	Влияние на ожидания рынка, снижение неопределенности
5	Отрицательные ставки	Снижение ставок денежного рынка ниже нулевой отметки	Стимулирование кредитной и инвестиционной активности

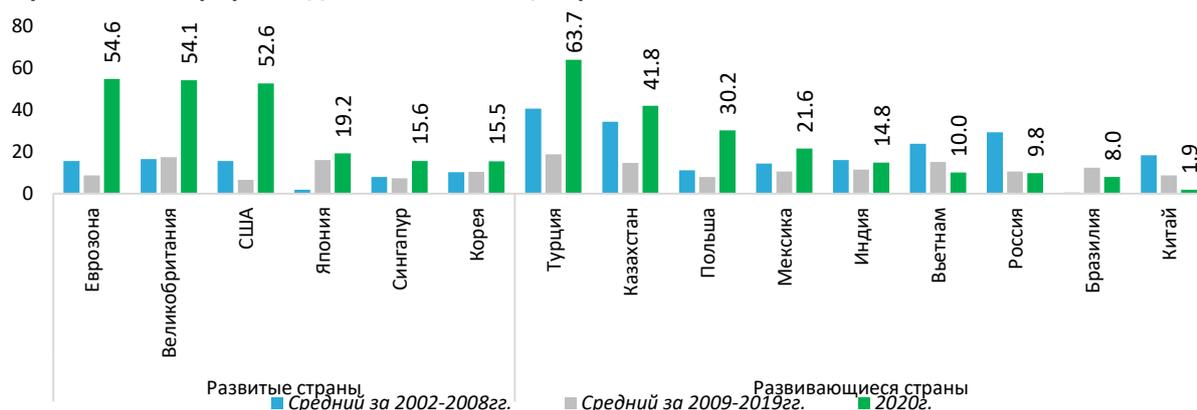
Источник: официальные сайты ЦБ стран

Наглядным примером реализации НДКП выступает значительное расширение балансов ЦБ в 2020 году с целью борьбы с экономическими и финансовыми последствиями пандемии коронавируса (график 1). В результате рост денежной базы ввиду покупки активов ЦБ в странах с развитой экономикой в 2020

⁵ Данная матрица применяется не только для позиционирования субъектов рынка по степени конкурентоспособности, но и для анализа и продвижения продукции и проектов. Поэтому, в литературе по маркетингу встречаются также другие наименования квадранта «кошки»: трудные дети, проблемные подростки, вопросительные знаки, темные лошади, дикие кошки

году составил в среднем 11% от ВВП. В развивающихся странах масштабы программ количественного смягчения были значительно меньше и привели к росту денежной базы в среднем на 3% от ВВП.

График 1. Темп прироста денежной базы центральных банков, г/г %

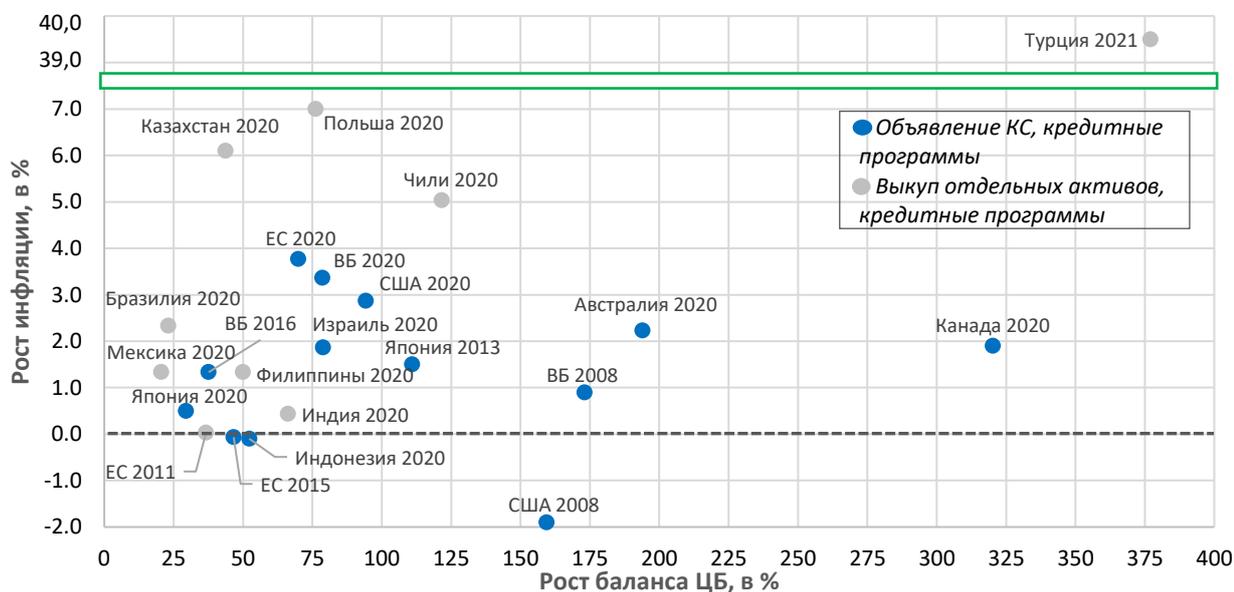


Источник: расчеты на основе базы данных международной финансовой статистики МВФ

Очевидно, что через влияние на спрос меры НДКП оказывают определенное воздействие на инфляцию и могут приводить к ее ощутимому росту. Для того, чтобы проверить степень влияния на рост цен рассмотрен опыт ЦБ ряда стран в части применения мер НДКП, которые подразумевают вливание ликвидности в финансовый сектор (меры 1-3 из таблицы 1). В качестве маркера, указывающего на их применение, использован относительный рост баланса ЦБ⁶ (график 2).

В развитых странах применение количественного смягчения привело к менее значительному и кратковременному росту инфляции. В случае развивающихся стран, когда возможности снижения ставки ЦБ еще не исчерпаны, значительное вливание ликвидности зачастую оказывает более сильное воздействие на инфляцию. Это наглядно показывает опыт Турции, Польши, Казахстана и Чили где рост баланса ЦБ сопровождался значительным ускорением инфляционных процессов.

График 2. Рост инфляции и рост баланса ЦБ ряда стран в рамках применения мер НДКП



Источник: официальные сайты ЦБ и комитетов по статистике обозреваемых стран

Разная реакция инфляции на количественное смягчение в развитых и развивающихся странах объясняется специфическими характеристиками их экономик, связанными с положением на мировом рынке, структурой экономики, отличием в уровне развития финансового рынка.

Во-первых, глобальные шоки по-разному оказывают влияние на обменные курсы резервных валют и валют стран развивающегося мира. Избыточная денежная эмиссия центрального банка развивающейся

⁶ Рассмотрены только те случаи, когда изменение баланса ЦБ вызвано именно применением мер НДКП. Сравниваются годовые показатели (инфляция и баланс ЦБ на конец года) в среднем за 3 последовательных года до и после применения мер НДКП.

страны при таких шоках только усиливает риски снижения покупательной способности национальной валюты.

Во-вторых, население развитых стран предпочитает вкладывать денежные средства в более доходные инструменты рынка ценных бумаг и приобретать золото для защиты от инфляции. Данная тенденция сохранялась и в период пандемии - население еврозоны, например, инвестировало большую часть избыточных сбережений в жилую недвижимость, и в финансовые активы, такие как акции и облигации⁷.

В-третьих, в развитых странах присутствует серьезное доверие к центральным банкам, что они могут удержать инфляцию на заданном уровне. Динамика денежной массы в значительной мере определяется долгосрочными инфляционными ожиданиями населения и доверием к проводимой денежно-кредитной политике. Стабильные и заякоренные инфляционные ожидания в развитых странах позволяют центральным банкам проводить более гибкую политику, не сильно беспокоясь о росте инфляции.

⁷ Battistini et al. (2023), "The consumption impulse from pandemic savings – does the composition matter?", published as part of the ECB Economic Bulletin, Issue 4/2023.