



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



**ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-  
КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ**

**Февраль 2024**

## ОГЛАВЛЕНИЕ

---

<b>ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН О БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 23 ФЕВРАЛЯ 2024 ГОДА</b>	<b>4</b>
<b>I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ</b>	<b>8</b>
1.1. Предпосылки прогноза	8
1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию	12
1.3. Альтернативные сценарии прогноза	15
1.4. Риски в среднесрочной перспективе	16
1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса	18
<b>II. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА</b>	<b>21</b>
2.1. Денежно-кредитные условия	21
2.2. Денежное предложение	23
2.3. Денежный рынок	23
2.4. Валютный рынок	24
2.5. Фондовый рынок	26
2.6. Депозитный рынок	27
2.7. Кредитный рынок	29
<b>III. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ</b>	<b>36</b>
3.1. Внешний сектор	36
3.2. Внутренний сектор	39
3.3. Рынок труда	42
3.4. Издержки производства	44
3.5. Инфляция	48
3.6. Фискальная политика	55
<b>ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ</b>	<b>58</b>
<b>СПИСОК ОСНОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ</b>	<b>61</b>
<b>БОКСЫ</b>	
Бокс 1. Публикация прогнозов по процентной ставке центрального банка	21
Бокс 2. Анализ монетизации в экономике Казахстана	32
Бокс 3. Состояние и перспективы развития коммунальной инфраструктуры Казахстана в рамках реализации государственной программы «Тариф в обмен на инвестиции»	46
Бокс 4. Замедление годовой инфляции в 2023-2024 годах и оценка «эффекта базы»	53



**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 **23 февраля 2024 года**

## ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН О БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 23 ФЕВРАЛЯ 2024 ГОДА



Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка принял решение снизить базовую ставку до 14,75%.

Решение основано на анализе фактических данных и обновленных прогнозов. Вместе с обновлением прогнозов макроэкономических показателей мы также скорректировали оценку рисков инфляции.

Годовая инфляция замедляется. При этом темп ее замедления снижается. Это соответствует нашим прогнозам. Позитивным сигналом является снижение инфляционных ожиданий населения в течение трех месяцев подряд. При этом показатели устойчивой части инфляции ускорились, что подтверждает необходимость продолжения мер по обеспечению ценовой стабильности.

Действие проинфляционных факторов внутри экономики сохраняется. К ним можно отнести устойчивый потребительский спрос, фискальное стимулирование и все еще высокие инфляционные ожидания.

Во внешней среде мы видим продолжающееся замедление глобальной инфляции, чему способствуют сдерживающая монетарная политика стран, а также снижение цен на энергоносители и продовольствие. Обеспокоенность вызывают проблемы с логистикой в отдельных регионах и некоторое ускорение инфляции в России и Китае.

Отслеживаемые нами тенденции в показателях внутреннего спроса, инфляционных ожиданиях, а также неопределенность параметров бюджетной политики и внешней конъюнктуры продолжают требовать поддержания умеренно жестких денежно-кредитных условий.

Главной задачей остается уверенное снижение инфляции до уровня 5% в среднесрочной перспективе.

Далее о факторах принятого решения.

### ПЕРВОЕ. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ.

Инфляция продолжает снижаться в результате проводимой денежно-кредитной политики, мер властей, ослабления глобального инфляционного давления и других факторов. Вместе с тем, темпы снижения ожидаемо замедлились на фоне практически полного исчерпания высокой базы 2023 года.

В январе годовой рост цен сложился на уровне 9,5%. Цены на продовольственные товары в январе составили 8,2%, что ниже значений предыдущего. Годовая инфляция непродовольственных товаров снизилась до 8,6%, что также ниже декабря 2023 года. Рост цен на платные услуги незначительно снизился, но все еще остается на высоких уровнях.

Месячная инфляция в январе составила 0,8%, что превышает ее среднюю историческую величину (порядка 0,6%). Показатели базовой и сезонно очищенной инфляции несколько выросли, находясь значительно выше среднесрочной цели. Это свидетельствует о сохранении инфляционных процессов в стране. Соответственно, все еще рано утверждать о формировании выраженного, устойчивого тренда по снижению инфляции.

При этом стоит отдельно отметить позитивный сдвиг в динамике инфляционных ожиданий за последние месяцы. Ожидаемая на год инфляция по итогам января заметно снизилась до 14,4%. Напомню, в декабре 2023 года она составляла 16,4%. В краткосрочной перспективе

важно сформировать тенденцию на замедление инфляционных ожиданий и обеспечить их возврат к среднеисторическим уровням.

#### ВТОРОЕ. ТЕНДЕНЦИИ ВО ВНУТРЕННЕЙ ЭКОНОМИКЕ.

Экономика Казахстана за 2023 год выросла на 5,1% г/г. Расширение деловой активности происходило во всех основных отраслях экономики. По итогам января 2024 года ВВП вырос на 3,9% г/г. Расширение деловой активности продолжается.

Наибольшие темпы роста демонстрируют отрасли строительства, транспорта, информации и связи. Ускорилась деловая активность в обрабатывающей промышленности, в частности, в отраслях химической промышленности, машиностроения, металлических изделий и металлургии. Отдельно хочется отметить, что после спада на фоне плохого урожая в 2023 году производство в сельском хозяйстве вышло в зону роста.

Внутренний спрос остается устойчивым, оказывая давление на цены. Это отражается в данных розничного товарооборота, импорта отдельных потребительских товаров и услуг по питанию и проживанию. Поддержку внутреннему спросу оказывает рост реальных заработных плат населения и потребительское кредитование.

Инвестиционная активность расширяется. Рост инвестиций в основной капитал наблюдается практически во всех отраслях экономики.

#### ТРЕТЬЕ. ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА.

Во внешнем секторе мы продолжаем наблюдать тенденцию к замедлению глобальной инфляции. Это обусловлено позитивной динамикой цен на продовольствие, сдерживающей денежно-кредитной политикой центральных банков, а также снижением цен на энергоносители. При этом отдельные факторы, оказывающие давление на инфляцию, сохраняются.

Мировые продовольственные цены продолжают снижаться на фоне удешевления стоимости зерновых и мяса при умеренном росте цен на сахар. Снижение цен на зерновые обусловлено увеличением предложения вследствие обильного урожая.

Вместе с тем, в развитых странах из-за опасений относительно того, насколько устойчиво замедляется инфляция, центральные банки сохраняют ставки неизменными.

Годовой рост цен в ЕС по итогам 2023 года несколько ускорился до 3,4% после достижения минимума в ноябре. Достижение таргета в 2% требует от ЕЦБ сохранения высоких процентных ставок на протяжении продолжительного времени.

Аналогичная ситуация наблюдается в США, где инфляция все еще остается устойчивой. Согласно риторике ФРС смягчение политики вероятно начнется в текущем году, однако при необходимости регулятор заявляет, что высокий уровень ставок будет поддерживаться более продолжительное время.

В Китае продолжает наблюдаться дефляция в годовом выражении. Однако, за январь т.г. зафиксирован рост месячной инфляции.

В России годовая инфляция в январе 2024 года составила 7,4%. Основным драйвером по-прежнему является растущий внутренний спрос вкупе с высокими инфляционными ожиданиями. Возвращение инфляции к цели в 2024 году и ее дальнейшая стабилизация в районе таргета Центрального Банка России предполагают продолжительный период поддержания жестких денежно-кредитных условий.

В рамках нашего прогноза на мировом рынке продовольствия предполагается некоторое повышение цен до середины 2024 года с последующей стабилизацией и постепенным снижением.

Предпосылки отражают с одной стороны риски возможных логистических проблем в Красном и Черном морях, а с другой стороны – ожидания международных организаций по видам на урожай и росту запасов зерновых в мире на конец сезона 2024 года.

На рынке нефти в т.г. международными организациями ожидается стабилизация цен на отметке вблизи 80 долл. США за баррель. Основными факторами в сторону повышения стоимости служат продление сокращения добычи ОПЕК+, умеренный рост добычи в США, а также неопределенность военных действий на Ближнем Востоке.

С учетом этого в базовом сценарии цена на нефть марки Brent установлена на уровне 80 долл. США за баррель в 2024-2025 годах, с дальнейшим снижением до 77 долл. США за баррель в 2026 году.

Далее о прогнозах макроэкономических показателей.

Прогноз по инфляции на текущий год не претерпел изменений. Рост цен ожидается в пределах 7,5-9,5%. Прогноз на 2025 год сохранен на уровне 5,5-7,5%. В 2026 году по нашим оценкам инфляция сформируется в пределах 5-6%, приблизившись к нашему таргету.

Темп снижения инфляции продолжает замедляться в условиях полного выхода в феврале т.г. высокой базой прошлого года и наличия факторов ценового давления внутри экономики. Снижению инфляции будут способствовать умеренно жесткий характер денежно-кредитных условий и дальнейшее улучшение ситуации с ростом цен во внешней среде.

К основным рискам прогноза можно отнести недостаточную определенность параметров бюджетной политики, текущее фискальное стимулирование, устойчивость инфляции при незаякоренных инфляционных ожиданиях, а также возможный рост санкционного давления в отношении основных торговых партнеров Казахстана.

Прогноз по росту экономики Казахстана на 2024 год повышен до 3,5-4,5%, на 2025 год – сохранен на уровне 5,5-6,5%. Рост ВВП в 2024 году будет обеспечиваться за счет внутреннего спроса на фоне улучшения ситуации с деловой активностью. В 2025 году мы прогнозируем, что более высокий рост экономики будет во многом связан с мерами Правительства и с планируемым увеличением добычи нефти из-за роста производства на ТШО. В 2026 году при сценарном снижении цен на нефть и текущих предпосылках прогноза темпы роста составят 3,5-4,5%.

Здесь хотел бы подчеркнуть, что эти прогнозы основываются на Прогнозе социально-экономического развития нашей страны и других имеющихся программных документах Правительства. При этом на текущий момент Правительство и другие государственные органы разрабатывают новые меры политики по увеличению темпов роста экономики. По мере формулирования и реализации данных мер и данной политики наши прогнозы по инфляции и ВВП могут быть пересмотрены.

**Председатель Национального Банка Республики Казахстан  
Тимур Сулейменов**



## **ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ**

## I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

---

### 1.1. Предпосылки прогноза

**В сравнении с допандемийным периодом мировая экономика будет развиваться более сдержанно. Вместе с тем, риски возникновения рецессии оцениваются на низком уровне ввиду стабильного экономического роста в ряде крупных стран мира, ослабления инфляционного давления и некоторого улучшения ситуации на рынке труда.**

Обновленные прогнозы МВФ выглядят несколько оптимистичнее<sup>1</sup>. Прогноз по росту мировой экономики в текущем году повышен с 2,9% (г/г) до 3,1% (г/г), в 2025 году рост глобальной экономики ожидается на уровне 3,2% (г/г). Улучшение прогнозов объясняется пересмотром в сторону повышения прогнозов по США, Китаю, России, Индии и прочим развивающимся странам. Сдерживающее влияние на рост мировой экономики по-прежнему ожидается со стороны европейских стран.

В рамках базового сценария МВФ ожидает, что цены на энергоносители в 2024-2025 годах относительно прошлых лет будут складываться несколько ниже. Также предполагается, что крупные центральные банки мира будут постепенно переходить к нормализации проводимой монетарной политики. Среди сдерживающих факторов МВФ выделяет геоэкономическую фрагментацию, ухудшение геополитической обстановки в мире, а также устойчивость базовой инфляции.

**Более слабый рост экономики в ЕС будет компенсирован более высоким экономическим ростом в Китае и России. При этом более высокая инфляция в России будет нивелировать эффект более слабого роста цен в Китае и ЕС.**

В сравнении с прогнозным раундом «Ноябрь 2023 года» оценки по экономическому росту на краткосрочный период повышены по экономике Китая и России, по ЕС – оценка снова пересмотрена в сторону более слабого роста (график 1) (таблица 1). Ожидается, что существенную поддержку экономике Китая окажут планируемые меры бюджетной политики и более мягкая монетарная политика. Автомобильная промышленность станет одним из ключевых драйверов экономики Китая. Прогноз по экономическому росту в России повышен из-за текущего более сильного частного и государственного спроса. В дальнейшем ожидается замедление темпов, что будет обусловлено жесткой монетарной политикой, нехваткой рабочей силы, а также бюджетным дефицитом.

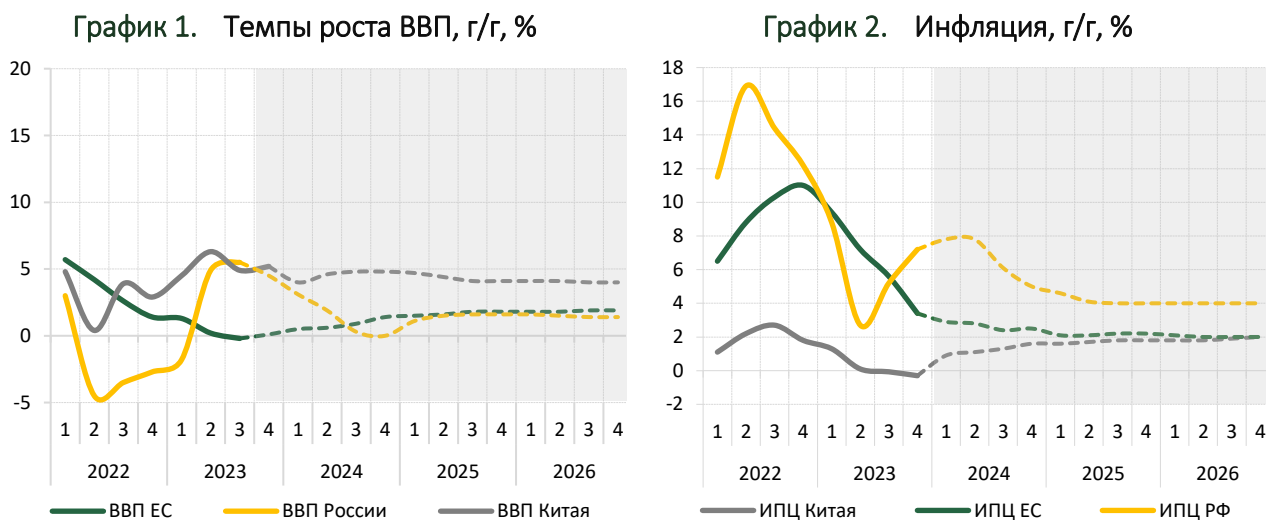
Ожидается, что инфляция в ЕС будет замедляться под давлением жесткой монетарной политики. Согласно прогнозам, в Китае, напротив, рост цен немного ускорится, но не превысит целевой показатель. Инфляция в России будет складываться несколько выше, чем ранее предполагалось, в условиях сильного потребительского спроса, роста импортных цен и дефицита предложения. Достижение таргета в 4% смещено на вторую половину 2025 года (график 2) (таблица 1).

**Инфляционное давление в мире продолжает постепенно ослабевать. На этом фоне ряд развивающихся стран с конца 2023 года стали постепенно переходить к нормализации денежно-кредитной политики. Крупнейшие центральные банки из-за рисков преждевременного ослабления проводимой политики пока придерживаются неизменности процентных ставок. Тем не менее, ожидается, что начало цикла снижения ставок начнется весной текущего года.**

---

<sup>1</sup> Доклад МВФ «Перспективы развития мировой экономики. Январь 2024»

Внешние монетарные условия в сравнении с предыдущим прогнозным раундом улучшились. ФРС США на последнем заседании сохранила ставку неизменной ввиду наличия сомнений относительно устойчивости замедления инфляции в условиях роста экономики и напряженности на рынке труда. Между тем, ожидается, что с мая текущего года ФРС США начнет постепенно снижать ключевую ставку. Таким образом, до конца 2026 года ожидается, что ставка будет снижена до 2,5% годовых. Ожидания по снижению ставки ЕЦБ нацелены ближе к концу 2024 года.



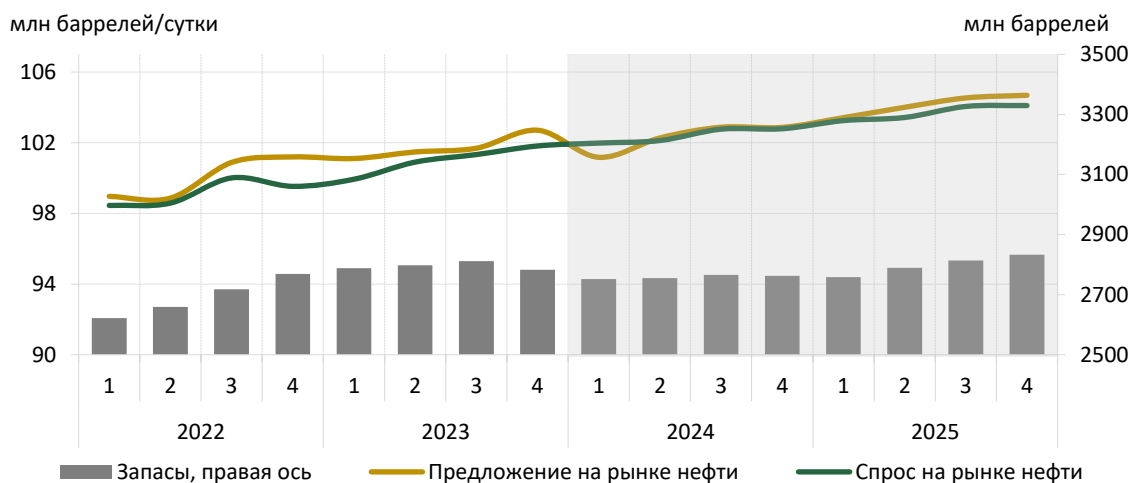
Источник: Eurostat, National Bureau of Statistics of China, Росстат, Consensus Ecs., ЦБ РФ, оценка НБ РК

Текущая динамика мировых цен на нефть складывается в условиях преобладания предложения нефти на мировом рынке. В США отмечается исторически рекордная добыча сырой нефти в размере свыше 13 млн. баррелей в сутки. Наряду с этим, геополитический кризис на Ближнем Востоке пока не оказал ожидаемого повышательного влияния на нефтяные котировки. В среднесрочной перспективе ожидается продолжение снижения мировых цен на нефть марки Brent ввиду роста мировой добычи нефти странами вне ОПЕК+ и более умеренного экономического роста в мире.

В сравнении с предыдущим прогнозным раундом «Ноябрь 2023 года» оценки по мировой цене на нефть марки Brent были пересмотрены в сторону снижения из-за роста предложения нефти со стороны стран вне ОПЕК+. Ожидается, что с начала текущего года цены на нефть установятся на уровне 80 долл. США за баррель. Этому будет способствовать продление соглашения о сокращении объемов добычи нефти между Саудовской Аравией и другими странами ОПЕК+ на 2,2 млн. баррелей в течение первого квартала 2024 года<sup>2</sup>. Это обусловит формирование незначительного дефицита нефти на мировом рынке в первом квартале 2024 года. С начала 2026 года предполагается постепенное снижение цен на нефть из-за ожидаемого роста добычи нефти странами вне ОПЕК+ и прогнозами более умеренного развития мировой экономики (график 1).

<sup>2</sup> [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/7267.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7267.htm)

График 3. Динамика мирового рынка нефти



Источник: EIA

В рамках базового сценария предполагается, что цена на нефть марки Brent останется на уровне 80 долл. США за баррель до конца 2025 года, а затем постепенно снизится до 75 долл. США за баррель к концу 2026 года.

Вместе с тем, ввиду неопределенности развития мировой экономики, помимо базового сценария, рассматривались также альтернативные сценарии динамики мировой цены на нефть.

Так, снижение геополитической напряженности, значительный рост мировой торговли и глобальное смягчение денежно-кредитных условий может привести к сильному росту мировой экономики и увеличению спроса на нефть. Данный фактор при сохранении умеренной мировой добычи нефти в мире обусловит рост мировой цены на нефть. Как итог, в рамках оптимистичного сценария предполагается рост мировой цены на нефть до 100 долл. США за баррель в сентябре текущего года и сохранение на этом уровне до конца прогнозного периода.

С другой стороны, существует риск снижения спроса на энергоносители на фоне слабых экономических показателей Китая. Несмотря на пересмотр МВФ прогноза по росту экономики Китая в сторону повышения в 2024 году<sup>3</sup>, в экономике сохраняется слабый спрос. Потребительские цены в Китае продолжают снижаться, составив в январе 2024 года (-)0,8% в годовом выражении. В случае более слабого мирового спроса на нефть рассматривается пессимистичный сценарий, который предполагает снижение мировой цены на нефть марки Brent до 60 долл. США за баррель в сентябре текущего года и сохранение на этом уровне до конца 2026 года (таблица 1) (график 4).

<sup>3</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2024/01/30/world-economic-outlook-update-january-2024>

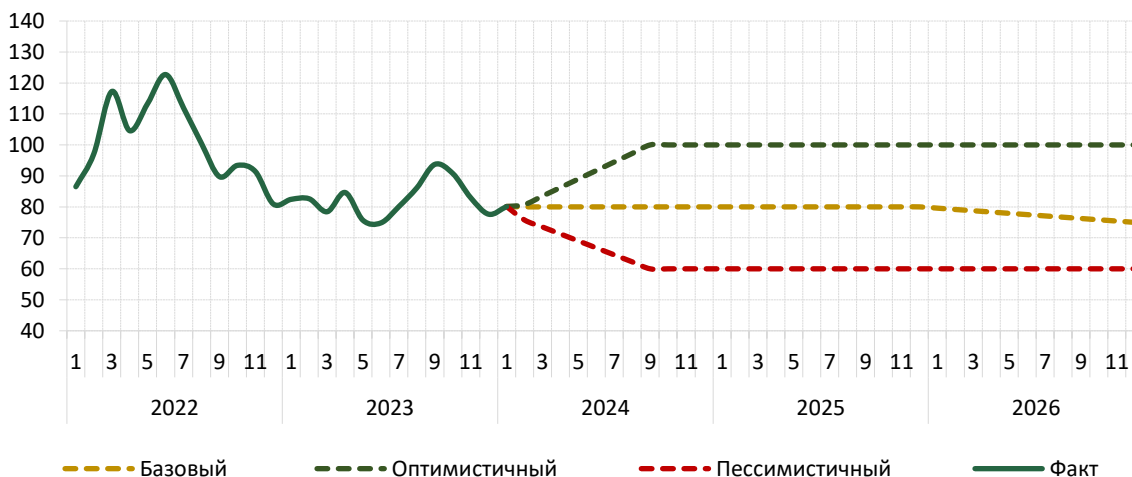
Таблица 1. Предпосылки прогнозов по цене на нефть

	2024	2025	2026
<b>Пессимистичный сценарий</b>	<b>66,8</b> (64,6)*	<b>60,0</b> (60,0)	<b>60,0</b>
<b>Базовый сценарий</b>	<b>80,0</b> (85,0)	<b>80,0</b> (80,0)	<b>77,0</b>
<b>Оптимистичный сценарий</b>	<b>91,8</b> (98,4)	<b>100,0</b> (100)	<b>100,0</b>

Источник: расчеты НБРК

\* в скобках указаны предпосылки предыдущего прогноза в рамках прогнозного раунда «Ноябрь 2023 года»

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



Источник: EIA, расчеты НБРК

**Ввиду сохранения логистических сложностей в мире ожидается краткосрочное повышение цен на зерновые до середины 2024 года с постепенным снижением цен в дальнейшем.**

Индекс ФАО зерновых в годовом выражении продолжает снижаться с февраля 2023 года, что обусловлено наличием значительного экспортного предложения пшеницы и кукурузы на мировом рынке. Вместе с тем, с конца 2023 года до середины 2024 года предполагается рост цен ввиду возможных логистических сложностей в Черном и Красном море. Ожидаемый рост цен на зерновые также может быть связан с воздействием явления Эль-Ниньо, которое, в свою очередь, может привести к засушливым условиям в регионе Азии, на который приходится более половины мирового производства риса. Также Эль-Ниньо может вызывать засуху в тропических регионах Бразилии и Австралии, тем самым, снижая урожайность пшеницы и других культур в этих регионах. По оценкам Всемирного банка, эффект Эль-Ниньо проявится зимой 2024 года и постепенно ослабнет весной 2024 года<sup>4</sup>. Начиная с середины 2024 года, ожидается постепенное снижение цен на зерновые на фоне увеличения мирового предложения.

<sup>4</sup> <https://blogs.worldbank.org/developmenttalk/risks-global-food-markets-0>

## 1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию

**Экономика Казахстана по итогам 2023 года выросла на 5,1%. Как и ожидалось, расширение деловой активности происходит во всех основных отраслях экономики, однако слабый рост наблюдается в горнодобывающей промышленности и сокращение в сельском хозяйстве. По прогнозам рост ВВП составит в 2024 году – 3,5-4,5%, в 2025 году – 5,5-6,5%, в 2026 году – 3,5-4,5% (график 5) (таблица 2).**

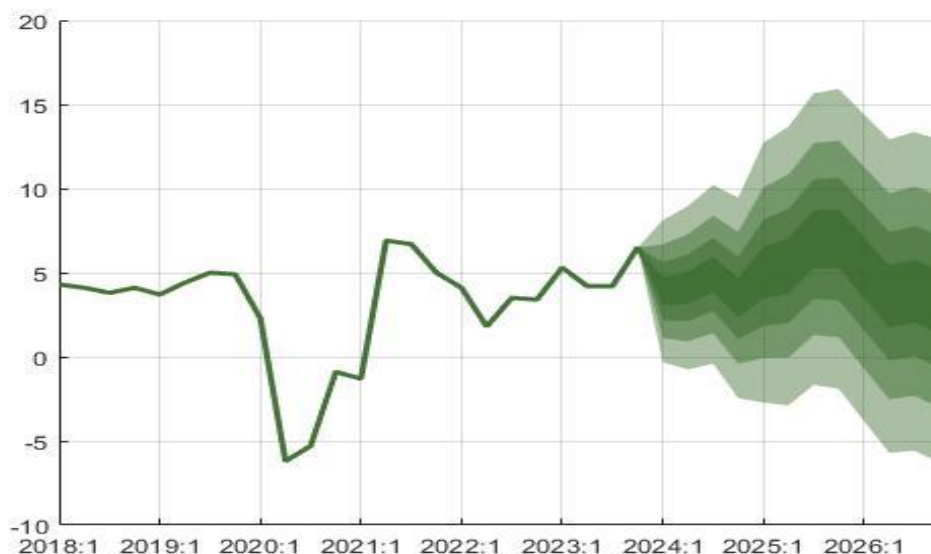
В 2024 году основной вклад в рост ВВП будет вносить внутренний спрос. Рост расходов домашних хозяйств будет поддерживаться бюджетными расходами на социальную сферу, восстановлением позитивной динамики реальной заработной платы на фоне замедления инфляции и позитивной динамикой выдачи потребительских кредитов.

Валовое накопление будет расти за счет реализации инвестиционных проектов в различных секторах экономики (в промышленности, сельском хозяйстве, энергетике, транспорте и в других секторах). 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 ростом расходов на заработные платы работникам и расходов на товары и услуги. При этом ожидается, что на динамику экспорта будут влиять такие факторы как перенос внедрения проекта ПБР/ПУУД на ТШО на 2025 год и умеренный экспорт зерновых из-за плохого урожая 2023 года. В результате, **обновленный прогноз на 2024 год по росту экономики составляет 3,5-4,5%.**

В 2025 году бюджетное стимулирование будет несколько ослабевать, однако более сдержанный фискальный импульс будет нивелирован ускорением экспорта ввиду запуска проекта ПБР/ПУУД, что позволит значительно нарастить производство нефти на месторождении ТШО. Поддержку экспорту окажет внешний спрос, который будет оставаться стабильным на прогнозном горизонте. В результате опережающего роста экспорта над динамикой внутреннего спроса и более умеренного импорта, **рост ВВП в 2025 году составит 5,5-6,5%.**

В 2026 году экспорт будет демонстрировать слабую динамику на фоне снижения добычи нефти вследствие проведения ремонтных работ на основных месторождениях. К тому же по мере затухания фискального стимулирования внутренний спрос будет приближаться к своим трендовым значениям. Данные факторы будут способствовать приближению роста экономики к своим долгосрочным значениям. В результате, **рост ВВП в 2026 году ожидается на уровне 3,5-4,5%.**

График 5. ВВП, г/г, %



Источник: прогноз НБРК

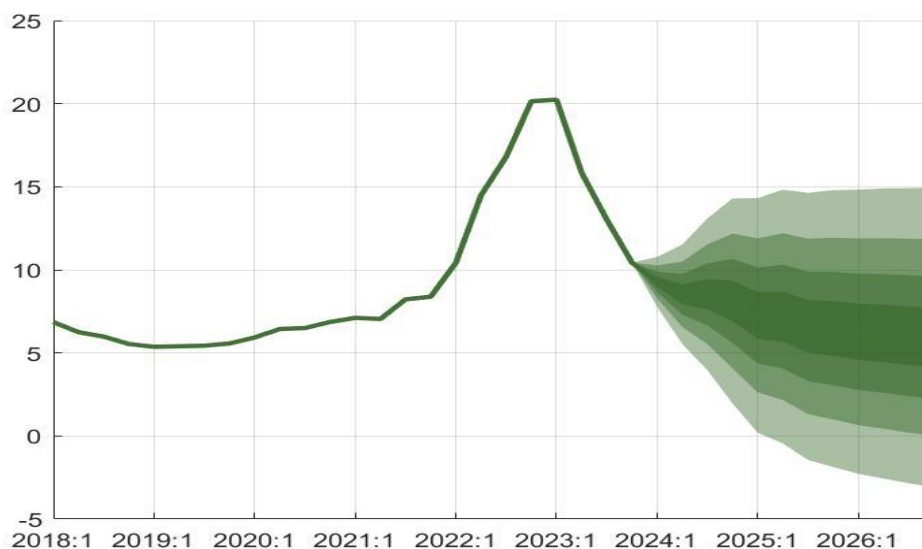
Разрыв выпуска на всем прогнозном горизонте будет сохраняться положительным с постепенным закрытием в течение 2026 года. Положительный разрыв внутреннего спроса будет медленно сужаться к 2026 году. Импорт, как функция от внутреннего спроса, будет демонстрировать аналогичную динамику. Ожидается околонулевой разрыв экспорта в 2024 году с существенным его ростом в 2025 году. Небольшой положительный разрыв в 2024 году со стремлением к нулю в 2026 году ожидается по потреблению органов государственного управления. В целом разрыв выпуска будет двигаться в сторону закрытия, но медленнее по сравнению с прошлыми прогнозами ввиду фискального стимулирования.

**Текущая динамика инфляции в последние месяцы складывается согласно прогнозам Национального Банка. В 2025-2026 годы инфляция продолжит замедляться, предпосылки и траектория прогнозной динамики не претерпели существенных изменений. Таким образом, инфляция в 2024 году составит 7,5-9,5%, в 2025 году – 5,5-7,5%, в 2026 году – 5,0-6,0% (график 6) (таблица 2).**

В первом квартале 2024 года ожидается высокая динамика месячной продовольственной инфляции ввиду сезонного роста цен на плодоовощную продукцию. При этом, в последующие месяцы продовольственная инфляция в значительной степени будет подвержена дезинфляционному влиянию снижения цен производителей в сельском хозяйстве и мировых цен на продовольствие (масла и жиры, сахар и зерновые).

Слабое замедление инфляции будет обусловлено проинфляционным давлением со стороны роста реальных заработных плат населения и потребительского кредитования, которые продолжают поддерживать устойчивый внутренний спрос на непродовольственные товары и рыночные услуги. Продолжится повышение цен на регулируемые услуги, приводя к ускорению сервисной компоненты инфляции. Рост регулируемых коммунальных услуг ожидается на уровне 20-25% в 2024 году, а его вклад в инфляцию оценивается на уровне 2023 года.

График 6. Инфляция, г/г, %



Источник: прогноз НБРК

В 2025-2026 годах годовая инфляция продолжит снижение, хотя более медленными темпами. Так, умеренно-жесткие денежно-кредитные условия, снижение инфляционных ожиданий, возвращение инфляции в странах – торговых партнерах Казахстана к своим целевым значениям и общий тренд на снижение продовольственных цен в мире будут способствовать снижению инфляции в Казахстане. В то же время фискальное стимулирование и проводимые реформы в сфере тарифов на ЖКУ не позволят быстрого возвращения инфляции к своему таргетируемому уровню 5%. В результате, инфляция к концу 2025 года сложится в диапазоне **5,5-7,5%** со снижением к концу 2026 года до **5-6%**.

Необходимо отметить, что прогнозы основываются на Прогнозе социально-экономического развития Казахстана (ПСЭР) и других имеющихся программных документах Правительства. При этом на текущий момент Правительство и другие государственные органы разрабатывают новые меры политики по увеличению темпов роста экономики. По мере формулирования и реализации данных мер и данной политики прогнозы Национального Банка по инфляции и ВВП могут быть пересмотрены.

Таблица 2. Прогнозы по базовому сценарию

	2024	2025	2026
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>3,5-4,5</b> (3,2-4,2)	<b>5,5-6,5</b> (5,5-6,5)	<b>3,5-4,5</b>
<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>5-6</b>
<b>Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год</b>	<b>80</b> (85)	<b>80</b> (80)	<b>77</b>

Источник: прогнозы НБРК

### 1.3. Альтернативные сценарии прогноза

Исходя из рисков касательно развития мировой экономики в условиях изменчивой геополитической ситуации, Национальный Банк кроме базового сценария при принятии решения по базовой ставке рассматривал и другие альтернативные сценарии – пессимистичный (таблица 3(а)) и оптимистичный (таблица 3(б)).

При реализации пессимистичного сценария предполагается постепенное снижение цен на нефть до 60 долл. США за баррель и их сохранение на этом уровне до конца 2026 года. Данному сценарию будет соответствовать возможное замедление роста мировой экономики вследствие неблагоприятной геополитической ситуации, расширение торговых ограничений между странами, прекращение сделки ОПЕК+ касательно добываемых объемов нефти и сильный рост добычи нефти вне ОПЕК.

В случае развития событий по пессимистичному сценарию спрос на экспортные товары Казахстана, в первую очередь, на нефть, будет меньшим, чем при базовом сценарии. Данный фактор вместе с меньшей ценой на нефть ограничит деловую активность в добывающих отраслях, что также негативно отразится на смежных отраслях строительства, транспорта, торговли и прочих услуг и в целом на инвестициях в экономике. Более слабая активность в экономике приведет к меньшим доходам населения и соответствующему ослаблению потребления. По мере адаптации экономических агентов к новому уровню цен на нефть и эффекту низкой базы, а также сохранению предпосылки по увеличению добычи нефти на ТШО рост экономики в 2025-2026 годах будет приближаться к значениям базового сценария. В результате, **темпы роста ВВП составят 3-4% в 2024 году, 5-6% в 2025 году и 3,5-4,5% в 2026 году.**

При пессимистичном сценарии инфляция будет замедляться меньшими темпами, чем при базовом сценарии. Несмотря на более низкую активность в экономике, более слабый реальный эффективный курс тенге и более высокие инфляционные ожидания обусловят повышенное инфляционное давление. **В 2024 году инфляция составит 8-10%, в 2025 году – 6,5-8,5%, в 2026 году – 5,5-6,5%.**

В случае развития мировой экономики по оптимистичному сценарию предполагается, что цены на нефть постепенно повысятся до 100 долл. США за баррель и останутся на этом уровне до конца прогнозного горизонта. Повышению цен на нефть и в целом на сырьевые товары будет способствовать более быстрый рост мировой экономики на фоне некоторого снижения геополитической напряженности, восстановления активных торговых отношений и смягчения денежно-кредитных условий ввиду более быстрого замедления инфляции в развитых и развивающихся странах при сохранении умеренной мировой добычи нефти.

Высокие мировые цены на сырье и сильный внешний спрос будут сильнее сказываться на деловой активности в Казахстане, чем при базовом сценарии. **Рост экономики в 2024 году составит 4-5%, в 2025 году – 6-7%, в 2026 году – 3,5-4,5%.**

При оптимистичном сценарии инфляция будет снижаться к целевым значениям быстрее, чем при базовом сценарии. Этому будут способствовать крепкая динамика обменного курса тенге и меньшее внешнее инфляционное давление. **В 2024 году инфляция будет складываться в пределах 7-9%, в 2025 году – 5,0-6,5%, в 2026 году – 5-6%.**

Таблица 3 (а). Прогнозы по пессимистичному сценарию

	2024	2025	2026
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>3-4</b> (2,5-3,5)	<b>5-6</b> (5-6)	<b>3,5-4,5</b>
<b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>	<b>8-10</b> (8,5-9,5)	<b>6,5-8,5</b> (6-8)	<b>5,5-6,5</b>
<b>Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год</b>	<b>66,8</b>	<b>60</b>	<b>60</b>

Таблица 3 (б). Прогнозы по оптимистичному сценарию

	2024	2025	2026
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>4-5</b> (3,5-4,5)	<b>6-7</b> (5,8-6,8)	<b>3,5-4,5</b>
<b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>	<b>7-9</b> (7-9)	<b>5,0-6,5</b> (5-7)	<b>5-6</b>
<b>Нефть Brent, в долл. США за баррель, в среднем за год</b>	<b>91,8</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Источник: прогнозы НБРК

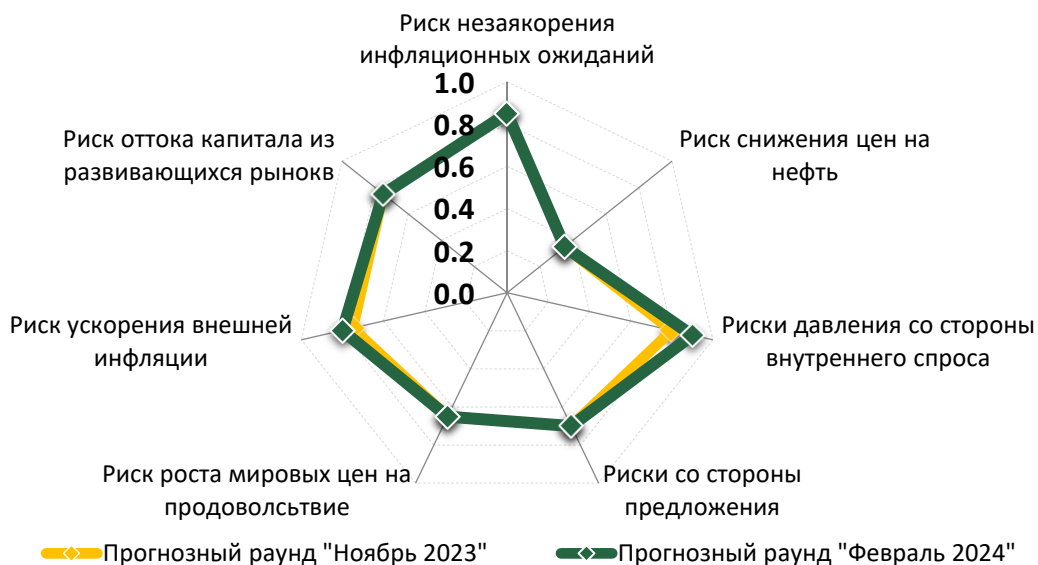
#### 1.4. Риски в среднесрочной перспективе

**По сравнению с предыдущим прогнозным раундом совокупный баланс рисков несколько усилился, как со стороны внешних факторов, так и со стороны внутренних факторов (график 7).**

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом несколько усилился риск повышения внешнего инфляционного давления. На данный момент усилился риск повышения себестоимости перевозок в мире на фоне напряженной ситуации в Красном и Черных морях, что может отразиться на общем уровне цен во многих странах. В этой связи, базовая инфляция, отражающая устойчивый рост цен в экономике, во многих странах может находиться выше таргета более длительное время, чем предполагалось ранее. В результате данный фактор может привести к высоким инфляционным ожиданиям и ускорению инфляции во многих странах, что через канал импорта отразится и на ценах в Казахстане. В то же время фактор геополитической напряженности на ключевых транспортных маршрутах вместе с ограничениями мировой торговли и возможным снижением мирового урожая вследствие климатических изменений обуславливает нахождение риска импорта высокой мировой продовольственной инфляции на высоком уровне. Данные внешние факторы риска вместе с последствиями неблагоприятного урожая в Казахстане могут стать причиной значительного роста цен на продовольствие в Казахстане.

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, остается высоким риск усиления санкций в отношении стран – торговых партнеров.

График 7. Карта рисков, основанная на экспертном подходе



Источник: расчеты НБРК

По сравнению с другими внешними рисками менее выраженным выглядит риск существенного падения цен на нефть. Это связано как с действиями ОПЕК+ по сокращению добычи нефти, сохранением напряженности на Ближнем Востоке, так и продолжающимся ростом мировой экономики. Однако снижение роста мировой экономики на фоне нарушения функционирования торговых связей, нарастания проблем в финансовом секторе, в особенности в Китае, могут стать причиной снижения цен на нефть и другие сырьевые товары.

Что касается внутренних факторов риска для инфляции, то усилился риск фискального стимулирования.

Так, принимая во внимание практику частого пересмотра в сторону увеличения государственных расходов в предыдущие годы и недостаточную собираемость налогов (что обуславливает рост ненефтяного дефицита бюджета), не исключается, что параметры бюджета могут быть дополнительно пересмотрены в сторону расширения расходной части и/или увеличения дефицита бюджета, что может стать дополнительным источником роста цен в экономике.

Сохраняются высокими и риски со стороны факторов предложения. Низкая динамика цен производителей в отраслях сельского хозяйства и обрабатывающей промышленности несколько уменьшают риски роста себестоимости производителей. Тем не менее, действие данных факторов может в дальнейшем развернуться на фоне ожидаемого повышения цен на регулируемые жилищно-коммунальные услуги, увеличения расходов на транспортировку, негативных последствий низкого урожая 2023 года.

По-прежнему остается высоким риск незаякорения инфляционных ожиданий на уровне, близком к таргету 5%, что связано с их высоким уровнем, ориентацией на прошлые события и зависимостью от товаров-маркеров, таких как продовольствие, ГСМ и ЖКУ.

Риски для прогноза ВВП связаны с неопределённостью в отношении показателей добычи нефти в 2024-2025 годах и параметров будущей налогово-бюджетной политики.

## 1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса

**При реализации базового сценария текущий счет платежного баланса в 2024-2026 годах будет оставаться в зоне дефицита. Дефицитным значениям текущего счета в среднесрочной перспективе будут способствовать постепенное прогнозное снижение цен на нефть и продолжающийся рост импорта товаров.**

Дефицит текущего счета ожидается на уровне (-)3,9% к ВВП в 2024 году, (-)1,8% к ВВП в 2025 году и (-)2,8% к ВВП в 2026 году (график 8). Прогнозируемая динамика будет обусловлена следующими факторами.

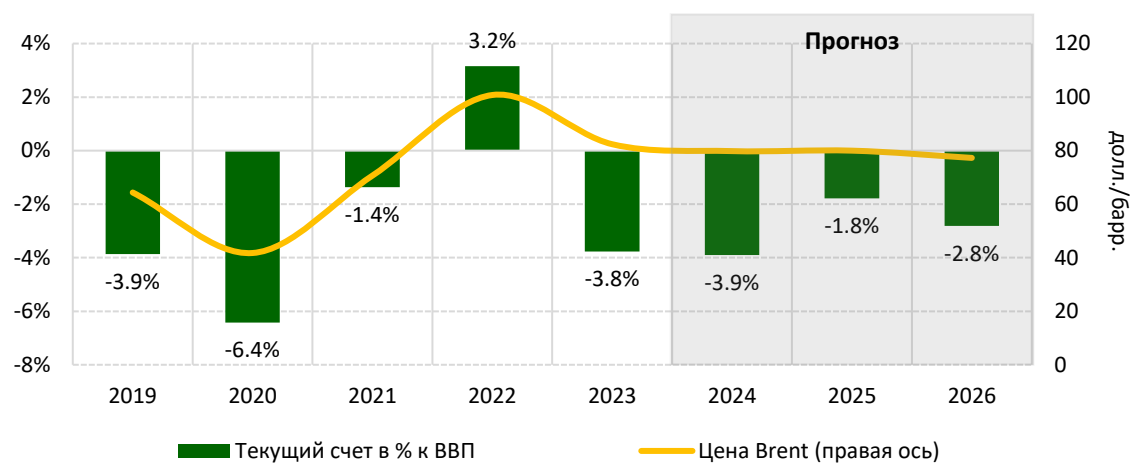
Траектория экспорта товаров продолжит определяться нефтяной компонентой. Постепенное сценарное снижение цен на нефть до 77 долл. США за баррель в 2026 году будет нивелировано ростом объемов добычи нефти, обусловленным завершением проекта ПБР-ПУУД ТШО. Умеренный рост ненефтяного экспорта будет поддерживаться, в основном, предполагаемым ростом цен на уран и сдержанным ростом поставок металлов и их руд.

Импорт товаров по методологии платежного баланса продолжит расти умеренно – в среднем на 3,1% ежегодно в течение 2024-2026 годов. Высокие уровни импорта будут обусловлены удовлетворением нарастающего спроса населения и бизнеса зарубежными товарами из-за ограниченности объемов предложения казахстанской продукции, существенной долей импортных промежуточных товаров в производственных цепочках, а также реализацией государственных программ индустриального и инфраструктурного развития. Кроме этого, открытие МЦПС «Хоргос» будет способствовать росту объемов челночной торговли до уровней, превышающих допандемийные.

Дефицит баланса доходов будет оставаться на высоких уровнях и продолжит следовать за динамикой сырьевого экспорта. Несмотря на прогнозную траекторию снижения цен на нефть, доходы к выплате по прямым иностранным инвестициям будут существенными ввиду прогнозируемого роста экспорта металлов, а также увеличения объемов добычи нефти. Начисленные проценты к выплате, достигшие исторического максимума в 2023 году, начнут снижаться вследствие ожидаемого сокращения мировых процентных ставок со второй половины 2024 года.

Дефицит баланса услуг на прогнозном горизонте сократится вследствие более высоких темпов роста экспорта услуг в сравнении с их импортом: средний ежегодный темп роста прогнозируется на уровне 7,2% против 5,1%, соответственно. Экспорт услуг вырастет за счет продолжающегося роста объемов личных поездок нерезидентов в Казахстан, а также транспортных услуг ввиду увеличения транзита груза через территорию страны. Рост импорта услуг будет обусловлен, в основном, увеличением импорта поездок ввиду существенного роста объемов туристического потока за границу, а также увеличением фрахта ввиду роста импорта товаров.

График 8. Текущий счет платежного баланса



Источник: прогноз НБРК



## **ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА**

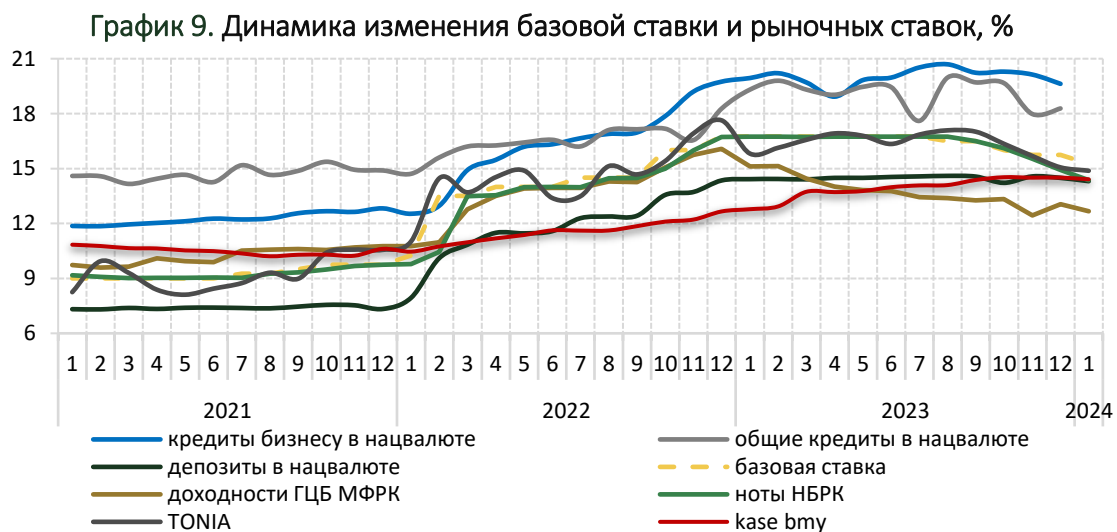
## II. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

### 2.1. Денежно-кредитные условия

Доходности ГЦБ продолжили снижаться на фоне текущего и ожидаемого смягчения денежно-кредитных условий. В частности, средневзвешенная доходность ГЦБ МФ РК уменьшилась с 13,33% в октябре 2023 года до 12,67% в январе 2024 года. Доходность выпущенных нот НБРК снизилась с 16,12% до 14,35% за аналогичный период (график 9).

Последние решения по базовой ставке НБ также отразились на стоимости кредитов: средневзвешенная стоимость всех кредитов БВУ снизилась на 142 б.п. за 4-квартал 2023 года, в том числе средневзвешенная ставка по кредитам бизнесу – на 60 б.п. Снижению ставок по кредитам населению способствовали также сезонное проведение маркетинговых акций по потребительским займам.

Спред между ставкой TONIA и общей ставкой по тенговым вкладам сократился с 213 б.п. в октябре до 57 б.п. в январе 2024 года.



Источник: НБРК, КФБ

#### Бокс 1. Публикация прогнозов по процентной ставке центрального банка

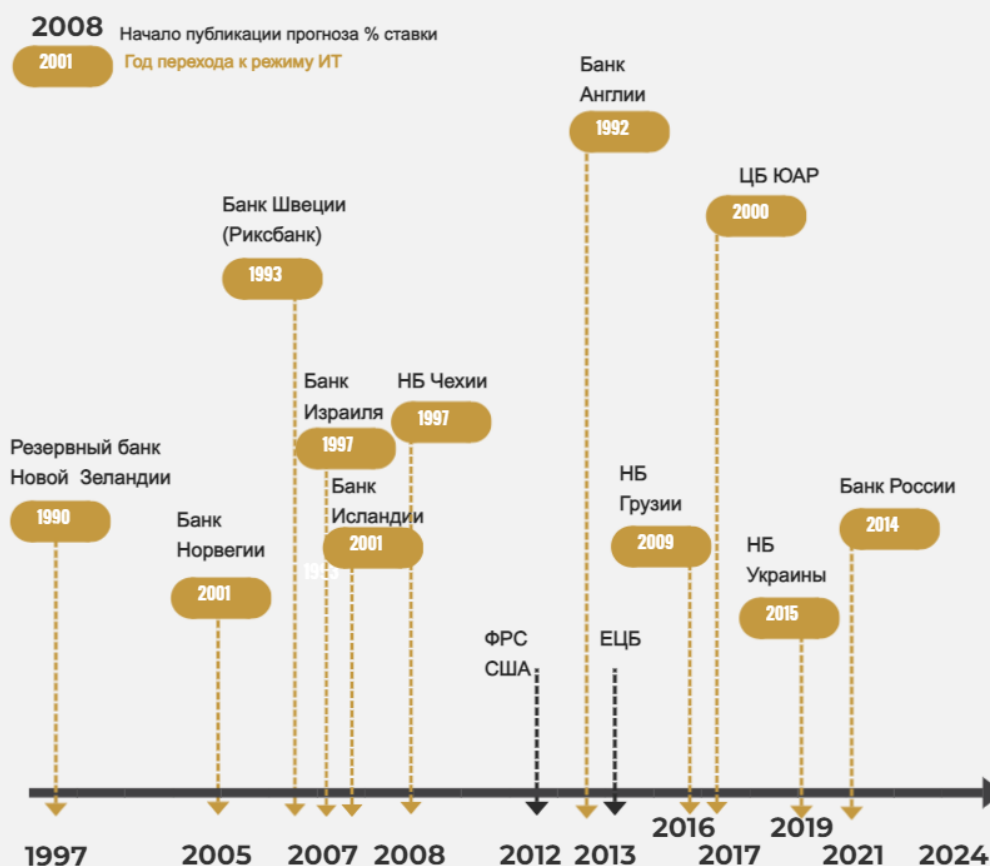
В настоящее время небольшое число центральных банков в мире практикуют публикацию прогноза процентной ставки. Более длительный период публикации наблюдается в центральных банках Новой Зеландии, Швеции и Норвегии. За последние десять лет начали публиковать прогнозы, Национальный Банк Грузии (с 2016 года), Центральный Банк ЮАР (с 2017 года), Национальный Банк Украины (с 2019 года) и Банк России (с 2021 года) (рисунок 1).

**Общие подходы к публикации ставки.** При прогнозировании макроэкономических переменных центральный банк предполагает определенные допущения по траектории краткосрочной процентной ставки.

В основном публикация прогнозов процентной ставки центральными банками осуществляется по следующим вариантам:

1. Неизменная (постоянная) процентная ставка (Национальный Банк Польши, Банк Англии);
2. Траектория, неявно предсказанная из кривой доходности/рыночных ожиданий (Банк Исландии, Банк Израиля, Банк Англии, ЕЦБ);
3. Траектория прогноза ставки определяется комитетом по ДКП (ФРС США, ЦБ Норвегии, Швеции, Новая Зеландия, ЮАР, Чехии и др.). Представляет собой эндогенную траекторию, заложенную в основной модели, а также комбинацию прогнозов персонала и экспертных суждений членов комитета по ДКП.

**Рисунок 1. Международный опыт публикации прогноза процентных ставок**



Источник: составлено автором на основе информации с официальных сайтов центральных банков  
 Желтым выделены страны с режимом инфляционного таргетирования, остальные – с неявным режимом ДКП

**Выбор ставки.** Большинство центральных банков публикуют прогнозы ключевой ставки денежно-кредитной политики (key policy rate). Отдельные банки (ЕЦБ, Чешский Национальный Банк и Национальный Банк Польши) публикуют прогнозы трехмесячных межбанковских ставок. Центральный банк ЮАР, кроме номинальной ключевой процентной ставки, публикует прогноз нейтральной процентной ставки.

**Формат публикации.** В большинстве случаев преобладают точечные прогнозы по ставке, чем диапазоны или вероятностные прогнозы. Траектория ставки прогнозируется на 3 года вперед (12-13 кварталов) в виде точечного значения в среднем на конец года (за последний квартал) и/или в среднем за год. ФРС США также отдельно публикует прогнозы на долгосрочный период и представляет различные форматы прогноза (медиана, центральная тенденция, диапазон). Банк России представляет прогноз в виде диапазона средней ключевой ставки на год. Отдельные банки публикуют графический прогноз с доверительными интервалами (Чехия, ЮАР). В основном прогнозы представляются 4 раза в год, как и в целом все ключевые макроэкономические прогнозы. Риксбанк (Швеция) является одним из центральных банков, который публикует траекторию ставки при альтернативных сценариях.

Главным преимуществом практики публикации прогнозов является формирование соответствующих рыночных ожиданий о будущей денежно-кредитной политике. Это позволяет оценить финансовые активы более эффективно. Основным аргументом против публикации прогноза является неверная интерпретация сигнала центрального банка участниками финансового рынка. Если агенты не понимают условный характер прогноза, то это усложнит коммуникацию по ставке и может вызвать волатильность на рынке.

В целом, прогноз основной ставки денежно-кредитной политики – это не строгое обещание центрального банка следовать этой траектории, а оценка. Оценка того, какая траектория ставки нужна

для сбалансированной денежно-кредитной политики, т.е. направление политики на момент принятия решения, учитывая текущие макроэкономические условия и перспективы. При появлении новой информации, изменении внешних и внутренних условий, траектория ставки может измениться.

## 2.2. Денежное предложение

**После заметного замедления в сентябре и октябре, годовой рост денежного предложения по итогам декабря 2023 года и января 2024 года ускорился. Основной вклад в рост денежной массы внесли кредитный и фискальный каналы.**

В ноябре 2023 года годовой рост денежной массы начал ускоряться, в январе 2024 года увеличение составило 10,5%. Общий объем денежного предложения в январе составил 37,4 трлн тенге (график 10). Рост денежного предложения обеспечивался кредитным каналом, преимущественно за счет кредитования населения (вклад 12,4 п.п.) и бизнеса (вклад 3,0 п.п.), а также фискальным каналом на фоне расширения выпуска государственных ценных бумаг (вклад 6,9 п.п.), внешние активы внесли отрицательный вклад.

Рост **денежной массы в тенге** продолжил демонстрировать высокие темпы, достигнув 21,6% в январе 2024 года. По состоянию на декабрь 2023 года, рост тенговой денежной массы опережал динамику номинального ВВП на 8,5 п.п (тенговая денежная масса увеличилась на 23,4%, номинальный ВВП – на 14,9% г/г).

График 10. Денежная масса, г/г, %

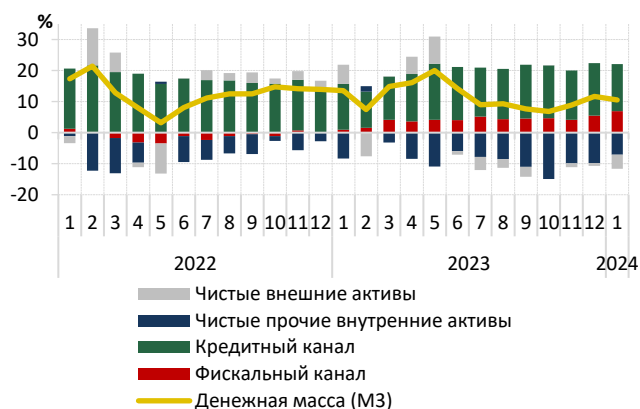
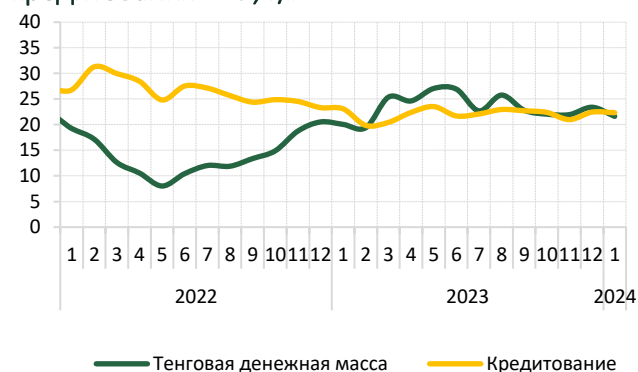


График 11. Тенговая денежная масса и объемы кредитования БВУ, г/г



Источник: НБРК

## 2.3. Денежный рынок

**В январе 2024 года сальдо открытой позиции (профицит ликвидности) составило 5,2 трлн. тенге. Ставки денежного рынка в ноябре 2023 года – январе 2024 года демонстрировали волатильность в условиях ежеквартальной налоговой недели в ноябре 2023 года и сохранения высокого профицита ликвидности.**

В январе 2024 сальдо по операциям НБРК выросло на 17% г/г. Основной объем ликвидности в среднем за ноябрь 2023 г. – январь 2024 г. изымался депозитными аукционами – 2,3 трлн. тенге, нотами в размере 1,5 трлн. тенге и депозитами – 0,9 трлн. тенге (график 12).

В ноября 2023 года ставка TONIA была волатильной, формируясь как вблизи базовой ставки, так и около нижней границы под влиянием ежеквартальной налоговой недели.

В декабре (за исключением конца месяца) на фоне сезонного существенного роста в месячном выражении государственных расходов и увеличения ликвидности в банковском секторе TONIA формировалась преимущественно у нижней границы коридора. В январе 2024 года в связи с началом функционирования обновленной системы инструментов НБ РК,

предполагающей более рыночное формирование TONIA, наблюдалось пробитие нижней границы коридора ставок ДКП в начале месяца. При этом в последующем TONIA находилась пределах целевого коридора.

В условиях понижения базовой ставки в ноябре 2023 года и январе 2024 года, средняя ставка TONIA в ноябре 2023 года – январе 2024 года сложилась на уровне 15,2% (график 13). Спред между TONIA и базовой ставкой в среднем за 3 месяца сложился на уровне (-) 0,5 п.п.

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

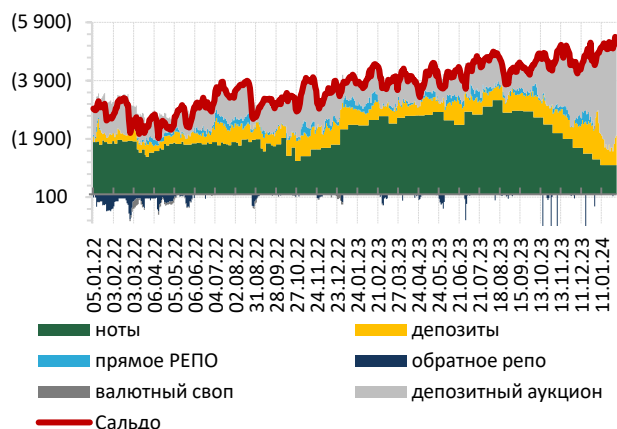
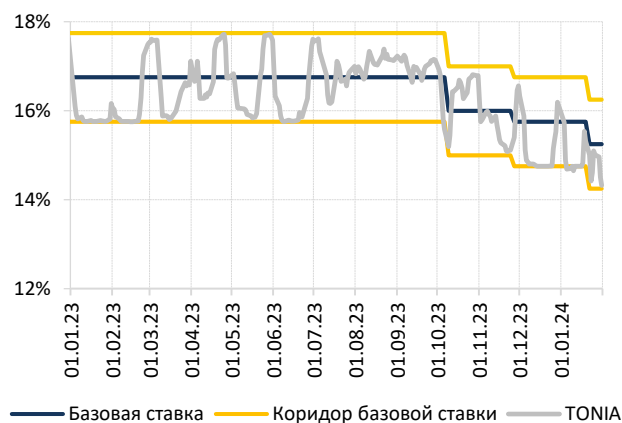


График 13. Коридор процентных ставок и ставка TONIA



Источник: НБРК

## 2.4. Валютный рынок

**В ноябре 2023 года – январе 2024 года национальная валюта укрепилась на 4,6% до 448,2 тенге за долл. США. Укреплению способствовали глобальное ослабление доллара США, сезонная продажа валюты экспортерами в конце 2023 года и увеличение вложений нерезидентов в ГЦБ РК.**

Центральные банки развитых стран продолжили проявлять осмотрительность, поддерживая жесткую денежно-кредитную политику в целях снижения инфляции до целевых значений. ФРС США по итогам трех заседаний в ноябре, декабре 2023 года и январе 2024 года, несмотря на значительное замедление инфляционных процессов, принял решение о сохранении ключевой ставки на уровне 5,25-5,5%. При этом на декабрьском заседании ФРС заявил, что, вероятно, текущий цикл ужесточения денежно-кредитной политики завершен. На этом фоне наблюдалось значительное снижение доходностей казначейских облигаций США с 4,9% в начале ноября 2023 года до 4% в конце января 2024 года (график 14). В результате этого, индекс доллара США DXY за ноябрь 2023 года – январь 2024 года снизился на 5% (график 14), в то время как индекс валют развивающихся стран увеличился на 3,2% (график 15).

Нефтяной рынок в ноябре 2023 года – январе 2024 года находился под влиянием ряда разнонаправленных факторов. Понижительное давление на нефтяные котировки оказывало увеличение объемов добычи нефти в государствах, не входящих в ОПЕК+, при сохраняющихся опасениях по поводу снижения спроса со стороны основных ее потребителей – США и Китая. В то время как росту нефтяных котировок способствовали улучшение прогноза глобального экономического роста в январе т.г. (по сравнению с октябрём 2023 года), договоренности между странами ОПЕК по поводу дополнительных сокращений добычи нефти в первом квартале 2024 года, а также эскалации напряженности на Ближнем Востоке. С учетом вышеизложенного, цена на нефть в ноябре 2023 года – январе 2024 года снизилась на 6,5% с 87,4 до 81,7 долл. США за баррель (график 15).

На внутреннем валютном рынке в ноябре 2023 года – январе 2024 года факторами укрепления национальной валюты выступили сезонная продажа иностранной валюты экспортерами для

выплаты налогов в ноябре и декабре, покупка акций АО «НК «КазМунайГаз» за счет средств Национального фонда РК, факторами ослабления - рост сезонного спроса на валюту со стороны населения и снижение базовой ставки Национального Банка суммарно на 75 б.п. с 16% до 15,25%.

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

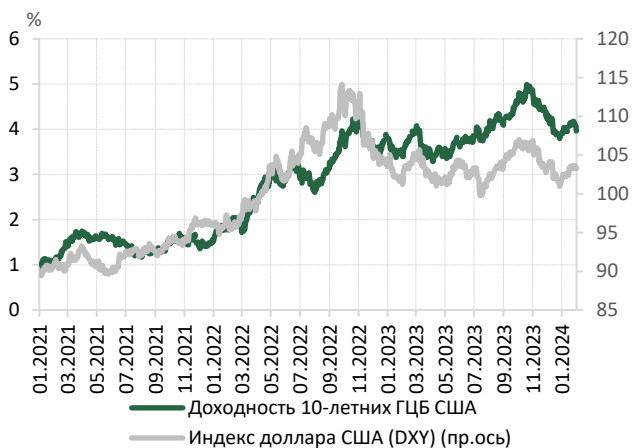
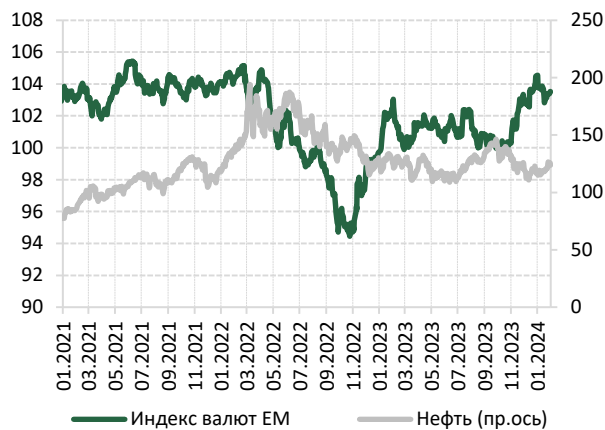


График 15. Динамика индекса валют ЕМ, стоимости нефти (31.12.2019г.=100)



Источник: Refinitiv

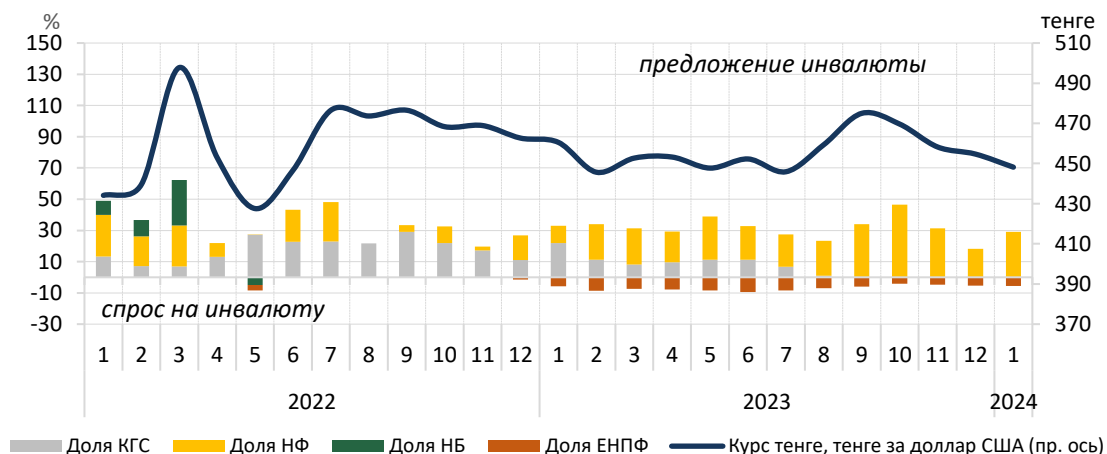
Поддержку национальной валюте оказывала продажа из Национального фонда в рамках обеспечения трансфертов в республиканский бюджет. Их доля участия в среднем за ноябрь 2023 года – январь 2024 года составила 26,2% от общего объема торгов (график 16).

В результате этого, национальная валюта по итогам ноября 2023 года – января 2024 года укрепилась на 4,6% с 469,6 до 448,2 тенге за долл. США (график 16). При этом диапазон колебаний обменного курса значительно не изменился, составив 445,6- 469,8 тенге за доллар США.

Среднедневной объем биржевых торгов в ноябре 2023 года – январе 2024 года вырос в 1,5 раза г/г и составил 180,4 млн долл. США.

В течение ноября 2023 года – января 2024 года операции Национального Банка, включая продажи из Национального фонда и покупки в целях поддержания валютной доли пенсионных активов ЕНПФ на уровне 30%, осуществлялись в соответствии с заранее объявленными объемами. Объем покупки иностранной валюты для ЕНПФ в этот период составил 590 млн долл. США или 5,2% от общего объема торгов (график 16). При этом валютные интервенции в ноябре 2023 года-январе 2024 года не проводились.

График 16. Доля крупных участников в продаже и покупке иностранной валюты, г/г, %



Источник: КФБ, НБРК

## 2.5. Фондовый рынок

В ноябре 2023 года-январе 2024 года объем размещений ГЦБ МФ РК на первичном рынке увеличился по сравнению с тремя месяцами ранее преимущественно из-за значительных объемов в январе 2024 года. На вторичном рынке объем торгов остается на высоком уровне.

Постепенное смягчение денежно-кредитных условий и высокий спрос привели к снижению безрисковой кривой доходности на краткосрочном и среднесрочном сегментах. На фоне ожиданий по дальнейшему смягчению монетарной политики она сохраняет «инвертированную» (обратную) форму.

Доходности на краткосрочном (до 1 года) (от 1 до 5 лет) существенно снизились на 258 б.п. на фоне ожидаемого смягчения денежно-кредитной политики в ближайшие годы, в среднесрочных сегментах снижение составило 20 б.п. (график 16).

По состоянию на 1 февраля 2024 года государственный долг (торгуемый на KASE) составил 24,1 трлн. тенге. В связи с рекордными привлечениями в середине 2023 года Министерство финансов сократило выпуск новых ГЦБ в конце 2023 года, что также привело к уменьшению государственного долга и объемов торгов в конце 2023 года (график 17).

График 17. Безрисковая кривая доходности, %

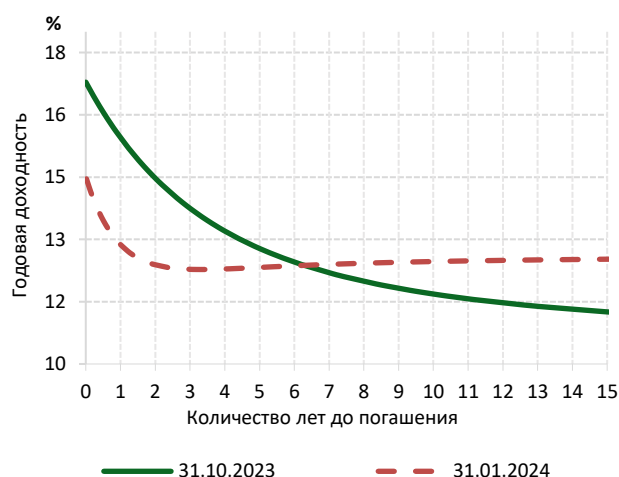
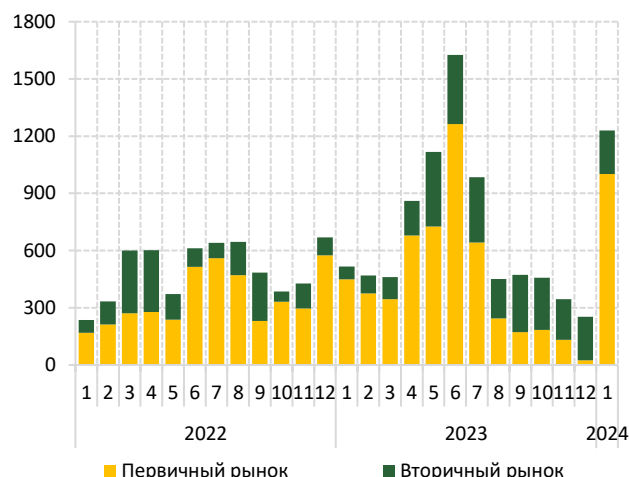


График 18. Объем сделок на рынке ГЦБ, млрд тенге



Источник: КФБ

Доля владения ГЦБ нерезидентами выросла с 2,4% в октябре 2023 года до 2,7% в январе 2024 года, инвестиции нерезидентов в ГЦБ МФ РК выросли и составили 481 млрд. тенге, тогда как в нотах НБРК владения снизились с 70,5 млрд. тенге до 54,1 млрд. тенге (график 18). Такое снижение по размещениям со стороны нерезидентов в ноты произошло также на фоне общего сокращения объема выпуска нот НБРК.

Согласно плану Министерства финансов РК по выпуску государственных ценных бумаг на 2024 год, планируется привлечь около 5,2 трлн. тенге (план выпуска на 2023 год – 4,6 трлн. тенге). При этом, объем размещения в январе 2024 года существенно вырос по сравнению с январем 2023 года и составил около 20% от планируемого на 2024 год объема выпуска. В свою очередь, сокращение выпуска нот НБРК привело к существенному превышению спроса над их предложением. Основной объем размещений на первичном рынке ГЦБ за период ноябрь 2023 года – январь 2024 года пришелся на сегмент краткосрочных ГЦБ МФ РК до 1 года в размере с доходностью в диапазоне 13,0%-13,3%. Также активно были размещены среднесрочные бумаги со сроком от 1 до 5 лет в размере с доходностью 12,0%-14,0%. Долгосрочные бумаги со сроком от 5 лет были размещены с доходностью 11,5%-13,0% (график 19).

График 19. Объемы владения ГЦБ нерезидентами, млрд тенге

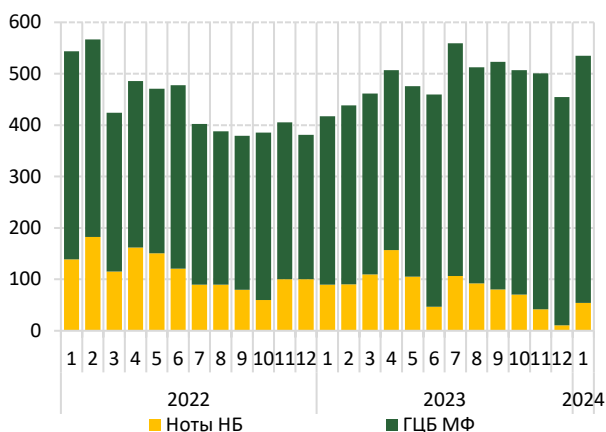
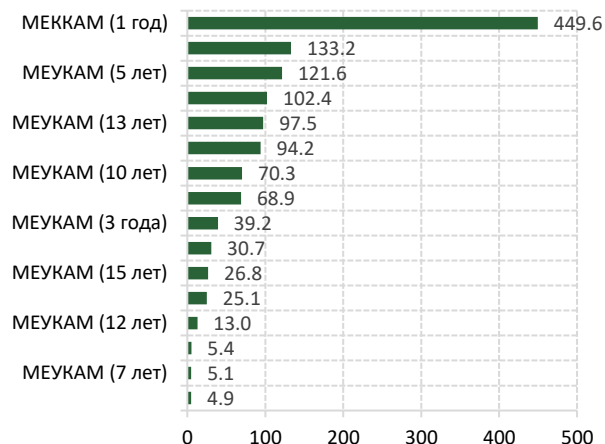


График 20. Размещенные ГЦБ МФ в разрезе сроков до погашения за ноябрь 2023 года - январь 2024 года, млрд тенге



Источник: КФБ

За ноябрь 2023 года – январь 2024 года на первичном рынке основными покупателями государственных бумаг были банки второго уровня с долей около 70% от общего объема торгов. Активность показали также институциональные инвесторы, доля которых составила около 25%.

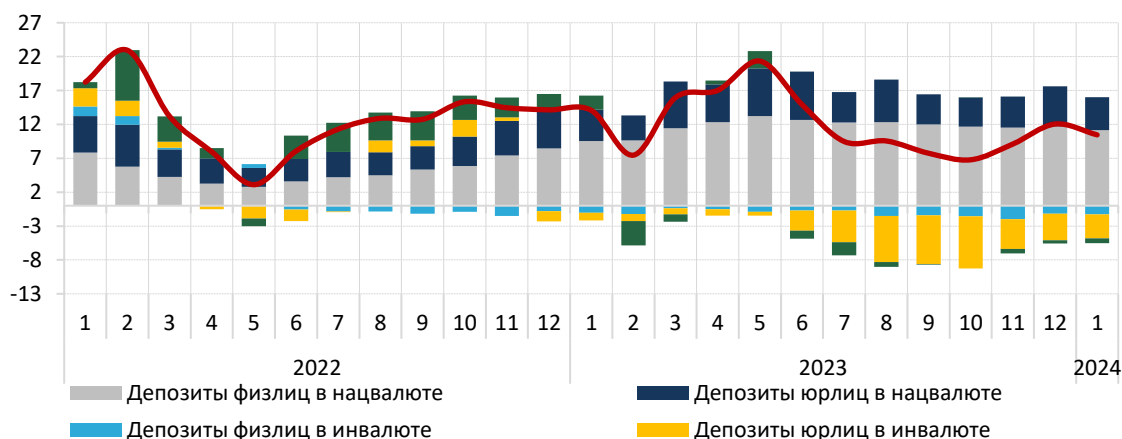
На вторичном рынке основными игроками были банки второго уровня и прочие юридические лица (их доля составила около 90%). Доля участия нерезидентов была на уровне 10%.

## 2.6. Депозитный рынок

**После достижения исторического максимума в конце 2023 года, общий объем депозитов в январе 2024 года сезонно снизился.**

В январе 2024 года депозиты в депозитных организациях увеличились на 10,5% в годовом выражении до 33,8 трлн тенге. Основной положительный вклад внесли депозиты в национальной валюте, увеличившись на 23,2% г/г, отрицательный вклад связан с валютными депозитами – снижение на 17,8% г/г (график 20).

График 21. Депозиты резидентов в депозитных организациях, г/г, %



Источник: НБРК

Тенговые депозиты выросли как за счет вкладов физических лиц (31,3% г/г), так и юридических лиц (14,6% г/г). Главным фактором роста тенговых вкладов физических лиц являются высокие ставки по вкладам, позволяющие покрывать уровень инфляции, а также сохраняющийся высокий дифференциал ставок между тенговыми и валютными депозитами.

Депозиты в иностранной валюте снизились в основном за счет «оттока» вкладов (в валютном эквиваленте общее снижение составило 15,5%). На снижение валютных вкладов в основном оказывало влияние низкий размер ставок по валютным депозитам, что в итоге приводит к частичному перетоку в тенговые активы, а также альтернативные финансовые инструменты инвестирования, позволяющие получить более высокую доходность по сравнению с валютными депозитами. Незначительный эффект на снижение валютных вкладов также оказала курсовая переоценка депозитов в связи с укреплением национальной валюты в течение года. На этом фоне депозиты физических лиц в иностранной валюте в валютном эквиваленте достигли 11-летнего минимума в октябре 2023 года, юридических лиц – 15-летнего минимума в сентябре 2023 года. Тем не менее, после периода длительного снижения, депозиты в иностранной валюте (в валютном эквиваленте) демонстрировали восстановительный рост в 4 квартале 2023 года кв/кв (рост 73,1%), однако уменьшились в январе т.г. ввиду сезонных факторов.

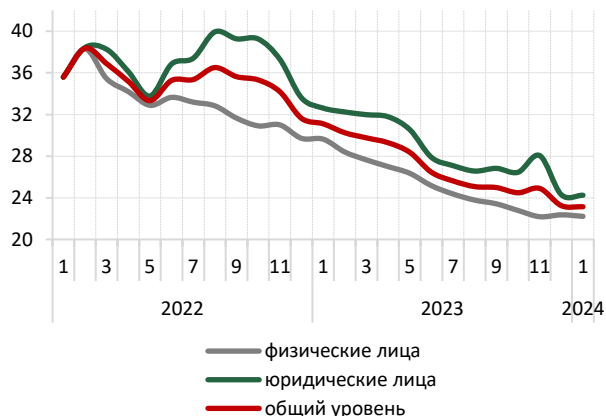
В структуре депозитов населения (с учетом нерезидентов) значительная часть тенговой депозитной базы в январе 2024 года приходилась на несрочные вклады<sup>5</sup> – 59,7% (в январе 2023г. – 55,4%), доля сберегательных вкладов увеличилась до 11,1% (в январе 2023г. – 9,9%). Годовой рост по объемам несрочных вкладов в тенге составил 42,3%. Значительный рост также продемонстрировали сберегательные вклады (48,3% г/г).

**Высокий дифференциал ставок между депозитами в тенге и иностранной валюте, а также двусторонняя волатильность обменного курса привели к минимальному значению долларизации в банковской системе за последние 26 лет.**

На 1 февраля 2024 года долларизация депозитов снизилась до минимального значения за последние 26 лет и составила 23,1% (в октябре 2023 года – 24,5%) (график 21). Долларизация вкладов юридических лиц достигла 16-летнего минимума (24,2%, в октябре 2023 года – 26,5%), физических лиц – 26-летнего минимума (22,2%, в октябре 2023 года – 22,8%). Стоит отметить, что снижение долларизации сопровождалось как «нетто-притоком» новых тенговых вкладов, так и «нетто-оттоком» валютных вкладов (график 22).

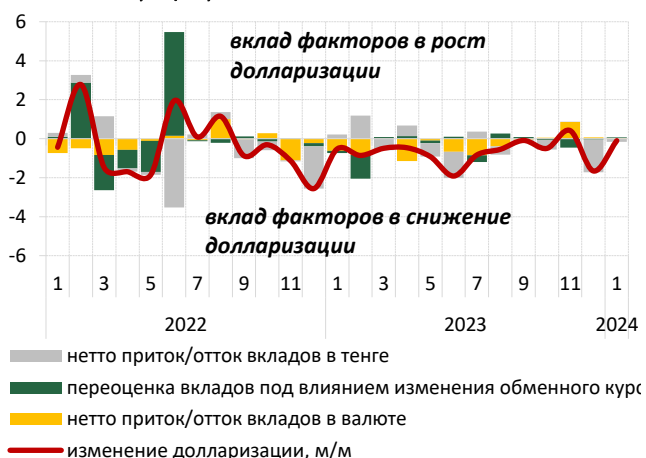
Долларизация вкладов физических лиц (с учетом нерезидентов) снизилась практически по всем сегментам в разрезе сумм.

График 22. Долларизация депозитов, %



Источник: НБРК

График 23. Факторы, влияющие на изменение долларизации в банковской системе, м/м, %



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

Также в январе 2024 года наблюдался рост доли сберегающего населения<sup>6</sup> до максимального значения (27,0%) с 2016 года, сигнализируя о повышении сберегательного поведения настроения населения.

### Ставки по долгосрочным депозитам снизились вслед за снижением базовой ставки.

Смягчение денежно-кредитной политики привело к соответствующему изменению ставок юридических лиц по более долгосрочным депозитам: по сравнению с октябрем 2023г., в январе 2024г. средневзвешенная ставка по депозитам юридических лиц со сроком от 1 до 5 лет снизилась на 97 б.п. до 13,3%, со сроком от 3 месяцев до 1 года – на 25 б.п. до 13,6%. Ставки по депозитам со сроком до 1 месяца не отреагировала на смягчение денежно-кредитных условий, незначительно увеличившись на 0,2 п.п. до 14,5% (график 23).

Ставки по депозитам физических лиц со сроком до 1 месяца и от 1 до 5 лет ставки снизились на 12 б.п. и 5 б.п., соответственно, тогда как ставка по депозитам от 3 месяцев до 1 года выросла на 14 б.п. (график 24).

График 24. Ставки по депозитам юридических лиц, %

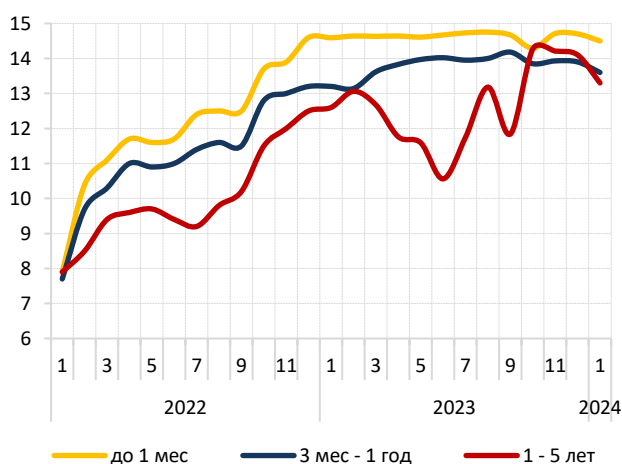
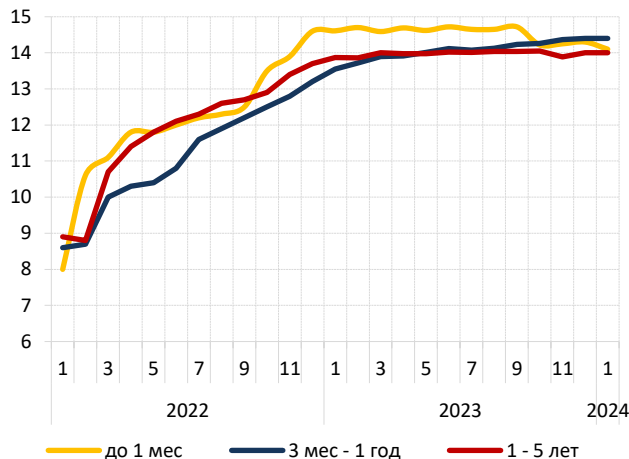


График 25. Ставки по вкладам физических лиц, %



Источник: НБРК

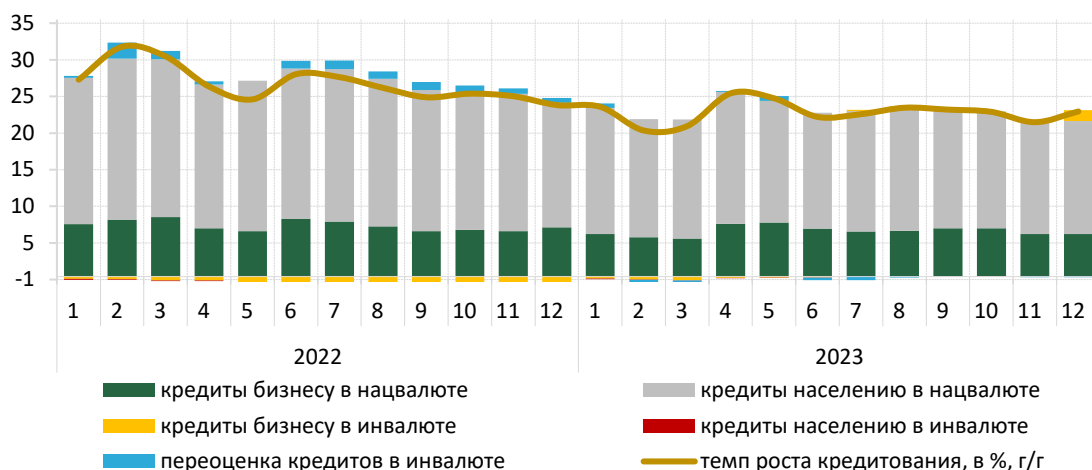
## 2.7. Кредитный рынок

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

Годовой рост кредитов БВУ экономике (остатки) сохранился практически на прежнем уровне, незначительно замедлившись с 22,7% в сентябре до 22,4% в декабре 2023 года (график 26). Основной вклад в рост общего кредитования, как и ранее, внесли кредиты населению. Вместе с тем вклад кредитов бизнесу увеличился в декабре на фоне динамичного роста кредитов малому предпринимательству.

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

График 26. Кредиты экономике от БВУ (остаток), г/г, %



Источник: НБРК

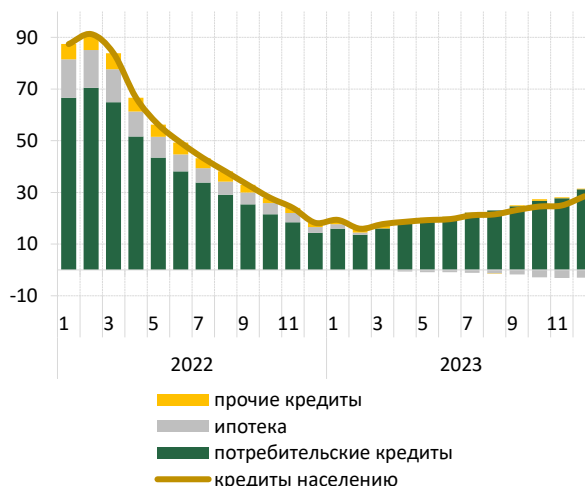
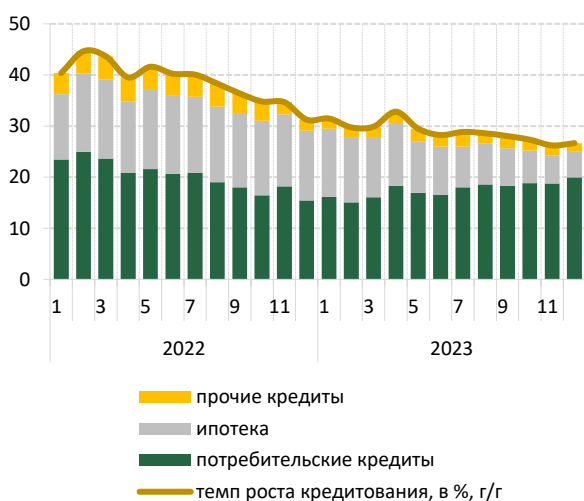
Кредиты населению, несмотря на замедление темпов прироста в четвертом квартале, продолжают оставаться основным драйвером роста общего кредитования. В структуре кредитов населению отмечается существенное замедление темпов роста ипотеки в условиях нормализации спроса на рынке недвижимости. В то же время динамика потребительского кредитования свидетельствует об ускорении темпов роста на фоне широкого распространения рассрочек и ускоренной цифровизации финансовых услуг.

Рост кредитов населению (остатки) в годовом выражении замедлился с 28,0% в сентябре до 26,7% в декабре 2023 года, прежде всего за счет снижения темпов прироста ипотеки – с 21,2% до 14,2% (график 27). При этом объем новых выданных ипотечных кредитов за 2023 год уменьшился на 17,2% г/г (график 28).

Динамика ипотечного кредитования продолжает демонстрировать существенное замедление роста на фоне ранее реализованного спроса на жилую недвижимость, сокращения государственного стимулирования и ужесточения условий по промежуточным займам «Отбасы банка». Средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам по сравнению с сентябрем существенно не изменилась, оставшись на уровне 10,5% (график 29).

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

График 28. Новые выданные кредиты населению от БВУ, накопленно за 12 месяцев, г/г, %

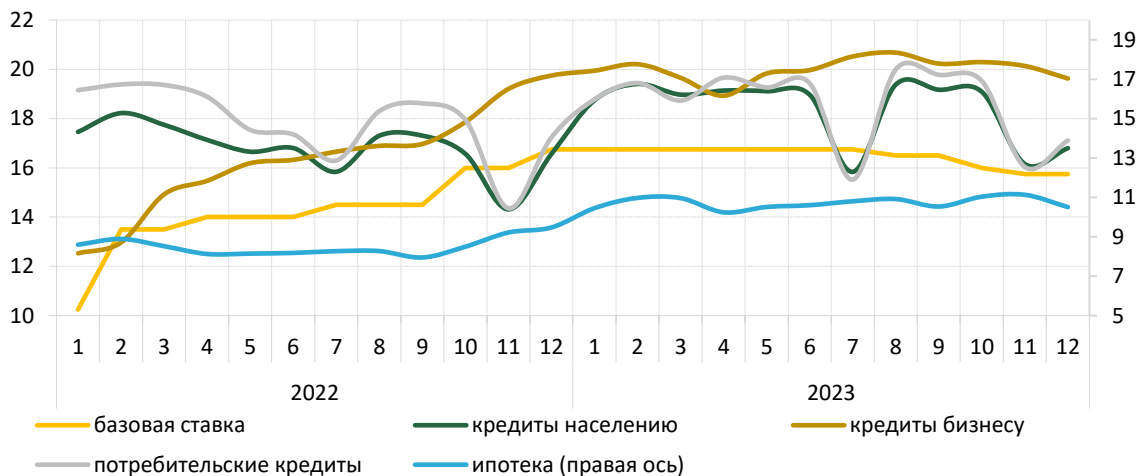


Источник: НБРК

Годовой рост потребительского кредитования ускорился с 31,1% в сентябре до 34,2% в декабре (график 27). Этому способствовали широкое распространение рассрочек, стимулированное интенсивными маркетинговыми мероприятиями БВУ, ускоренной цифровизацией и высокими инфляционными ожиданиями.

Объем выданных новых потребительских кредитов за январь-декабрь 2023 года увеличился на 41,3% г/г (график 28). Средневзвешенная ставка по потребительским кредитам снизилась с 19,8% в сентябре до 17,1% в декабре (график 29).

График 29. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

**Кредиты бизнесу ускорились и показали двузначный рост в четвертом квартале 2023 года, преимущественно за счет кредитования малого предпринимательства на фоне расширения доступности банковских услуг ввиду цифровизации. В разрезе видов экономической деятельности рост кредитов зафиксирован во всех основных отраслях, кроме строительства.**

Рост кредитов бизнесу (остатки) ускорился с 15,4% в сентябре до 16,7% в декабре г/г (график 30). Рост зафиксирован во всех основных отраслях экономики, кроме строительства (-5,3%). Кредиты субъектам промышленности и торговли, на которых приходится основная доля кредитов бизнесу, выросли за год на 8,2% и 28,3%, соответственно.

В разрезе размерности бизнеса рост кредитов наблюдался по всем типам субъектов предпринимательства. Особенно активно растут кредиты малому бизнесу – рост на 26,2%/г в декабре, в том числе кредиты индивидуальному предпринимательству - на 58,6%/г. В свою очередь, выдача новых кредитов индивидуальным предпринимателям выросла за год на 84,6%, другим субъектам малого бизнеса (за исключением ИП) – на 44,8% (график 31).

По кредитам среднему и крупному предпринимательству(остатки) также отметился рост – на 4,0% и 10,0%/г, соответственно. В то время как выдача новых кредитов субъектам среднего предпринимательства за год выросла на 18,0%, крупного предпринимательства – на 2,2%.

**Ценовые условия кредитования бизнеса продемонстрировали постепенное смягчение по итогам четвертого квартала 2023 года.**

Ставки по кредитам бизнесу в тенге показали снижение на фоне смягчения денежно-кредитных условий. По кредитам крупному бизнесу средневзвешенная ставка снизилась с 18,9% в сентябре до 18,2% в декабре, среднему бизнесу – с 19,7% до 19,1%, малому бизнесу - с 21,9% до 21,3%.

Кредиты экономике в расширенном определении<sup>7</sup> по итогам 2023 года увеличились на 19,7%г/г до 34,6 трлн тенге. При этом кредиты бизнесу (нефинансовые юридические лица и ИП, получившие кредиты на бизнес-цели) выросли на 14,1%, кредиты населению - на 25,4%. Кредиты банковского сектора по состоянию на 1 января 2024 года выросли на 20,3%г/г, в том числе кредиты Банка развития Казахстана уменьшились на 4,6%, кредиты БВУ же увеличились на 22,4%.

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

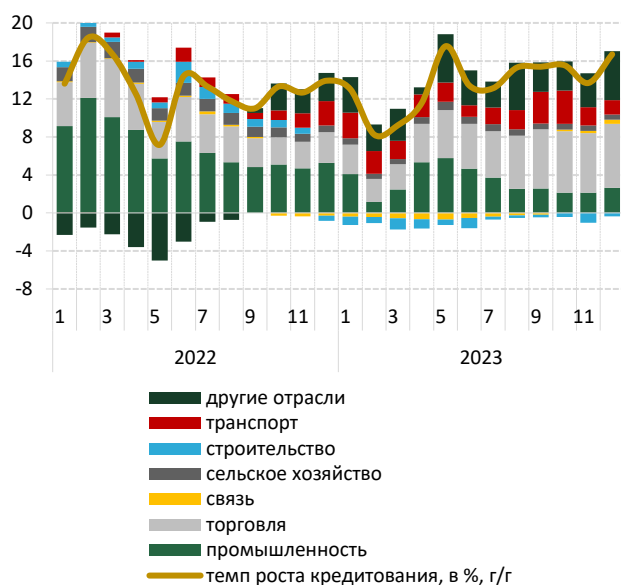
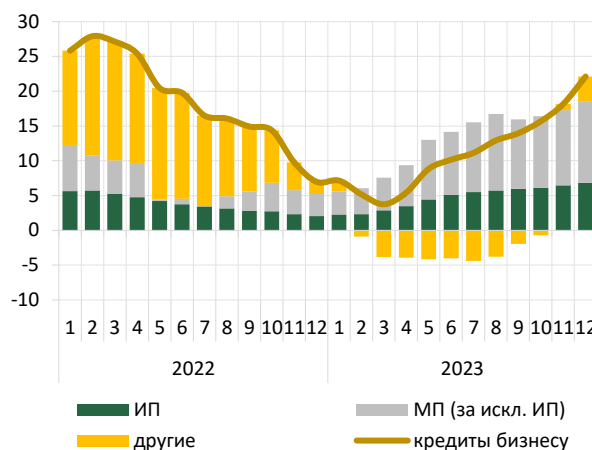


График 31. Новые выданные кредиты бизнесу от БВУ, накопленно за 12 месяцев, г/г, %



Источник: НБРК

## Бокс 2. Анализ монетизации в экономике Казахстана

В общем представлении монетизация характеризует уровень насыщенности экономики деньгами и рассчитывается как отношение уровня денежной массы к ВВП.

На практике в большинстве стран для расчета монетизации используется агрегат М2, который характеризует денежную массу только в национальной валюте<sup>8</sup>. В Казахстане в качестве показателя общей денежной массы исторически использовался агрегат М3, учитывающий денежную массу как в национальной, так и в иностранной валюте. Применение более широкого определения денежной массы было связано с особенностями структуры экономики Казахстана, предполагающей высокую долю импорта в потребительском и инвестиционном спросе, широким использованием иностранной валюты в качестве инструмента сбережения и т.д.

Международное сопоставление уровня монетизации сопряжено с трудностями. На монетизацию влияют структура экономики (в том числе сырьевая направленность), уровень финансовой инклюзивности, культурные и исторические факторы, доверие к государственным институтам, а также политика центральных банков. Так, ценность и значимость уровня монетизации в условиях проведения разных режимов денежно-кредитной политики отличается. Стоит отметить, что Казахстан в 2015 году сменил режим денежно-кредитной политики, перейдя на инфляционное таргетирование и сопутствующий ему плавающий обменный курс. При инфляционном таргетировании центральный

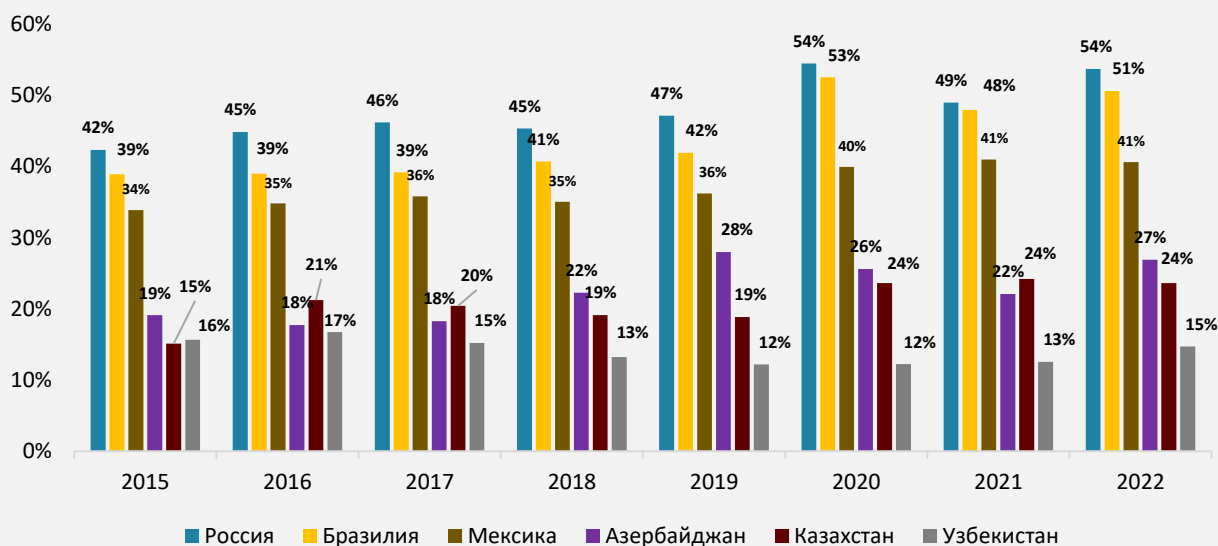
<sup>7</sup> Кредиты экономике в расширенном определении – это данные об остатках фактической задолженности по кредитам банковского сектора, ипотечных организаций, других субъектов квазигосударственного сектора (дочерние организации АО «НУХ «Байтерек», осуществляющие кредитование реального сектора) и организаций, осуществляющих микрофинансовую деятельность

<sup>8</sup> В Казахстане денежный агрегат М2 наряду с наличными деньгами в обращении и депозитами в национальной валюте, содержит также переводимые депозиты физических и юридических лиц в иностранной валюте

банк регулирует стоимость денег в экономике, а не их количество, удерживая ставки денежного рынка в рамках заданного коридора. Объем денежной массы и, соответственно, монетизация складываются как следствие проводимой политики, поэтому рассмотрение значений монетизации становится не актуальным.

На графике 1 предпринята попытка сопоставления монетизации стран с сырьевой ориентацией за 8 лет с 2015 по 2022 годы. Для более корректного международного сопоставления монетизация в Казахстане рассчитана с использованием не общей, а тенговой денежной массы, т.е. без учета иностранной валюты. Наиболее высокий уровень монетизации в абсолютном выражении у сравниваемых нами стран с более диверсифицированной экономикой: Россия, Бразилия и Мексика. Чем выше уровень диверсификации экономики в стране и глубже специализация и разделение труда, тем больше в экономике спрос на деньги и кредитование, соответственно, тем выше может быть уровень монетизации в стране. У Азербайджана, Казахстана и Узбекистана по сравнению с Россией, Бразилией и Мексикой монетизация низкая ввиду более высокой доли сырьевого сектора в ВВП, финансируемого преимущественно крупными международными корпорациями (а не банками соответствующих стран), а также менее развитого несырьевого сектора экономики. При этом за исключением Узбекистана у всех рассмотренных нами стран с 2015 года по 2022 год наблюдался тренд на рост монетизации. В анализируемом периоде у Казахстана и Азербайджана – сопоставимые уровни монетизации.

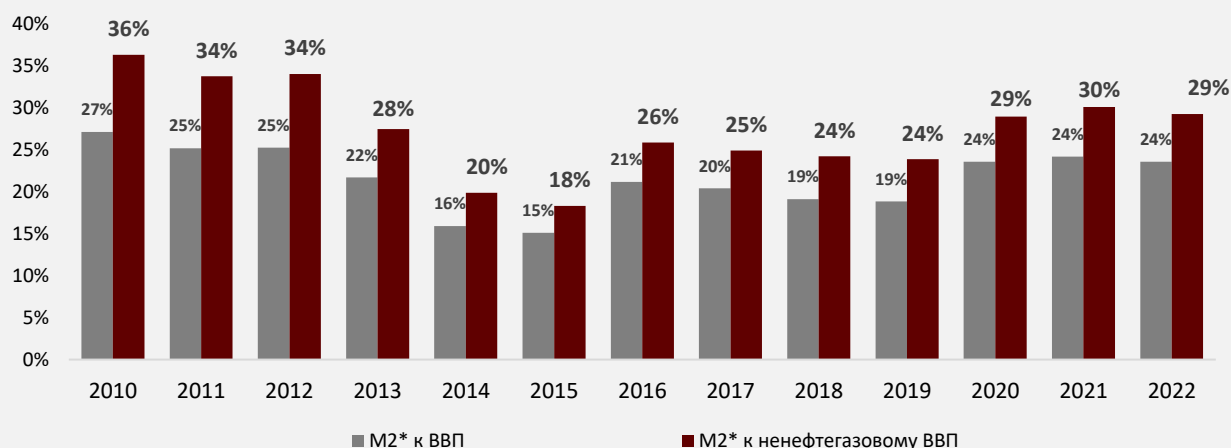
**График 1. Коэффициент монетизации стран с ориентацией экспорт сырья, в %**



Источник: НБРК, Refinitiv, Центральный банк Республики Узбекистан

Как было отмечено выше, необходимо понимать и анализировать количественные и качественные факторы, влияющие на значения монетизации в отдельной стране. Поскольку Казахстан является страной, ориентированной на экспорт углеводородного сырья, ВВП страны формируется под значительным влиянием от деятельности нефтегазовой отрасли. При анализе уровня монетизации в нефтегазовых странах, в том числе для Казахстана, вероятно более информативным будет рассмотрение соотношения денежной массы к ненефтегазовому ВВП (график 2). Это связано с тем, что высокие доходы от нефтегазового сектора, увеличивают совокупный ВВП, однако не приводят к росту тенговой денежной массы и соответственно общей монетизации из-за минимального участия банковского сектора Казахстана в финансировании/кредитовании нефтегазовой отрасли. Уровень монетизации, рассчитанный как отношение тенговой денежной массы к ненефтегазовому ВВП в 2022 году был равен 29,3%. Данное значение почти на 6 п.п. выше монетизации, оцениваемой с использованием общего ВВП (23,6%). Необходимо отметить, что до внедрения режима инфляционного таргетирования как общая, так и «нефтяная» монетизация показывала тенденцию к снижению, однако начиная с 2015 года стал наблюдаться постепенный рост. Одним из факторов выступило влияние инфляционного таргетирования на расширение объема тенговой денежной массы через уменьшение долларизации и повышение доверия к национальной валюте как средству сбережения.

**График 2. Отношение денежной массы к общему и нефтегазовому ВВП**



\* M2- тенговая денежная масса

Источник: НБРК

Для дальнейшего расширения понимания факторов, влияющих на уровень монетизации и ее динамику, следует рассмотреть тенговую денежную массу, так как она является основным показателем, участвующим в расчете монетизации. Тенговая денежная масса в Казахстане выросла в 5 раз с 2015 года (с момента перехода на инфляционное таргетирование). Стоит отметить, что в большинстве периодов тенговая денежная масса, начиная с 2005 года росла быстрее ВВП. В 2014 и 2015 годах в условиях высокой долларизации депозитов физических и юридических лиц<sup>9</sup> показатель продемонстрировал слабую динамику, оказывая отрицательное влияние на монетизацию. С 2020 года темпы роста тенговой массы начали существенно опережать динамику номинального ВВП (график 3).

**График 3. Рост тенговой денежной массы и ВВП (2004 = 100)**



Источник: НБРК

Таким образом, несмотря на то, что уровень монетизации экономики используется для анализа насыщенности экономики деньгами, его общий показатель не является исчерпывающим для анализа и требует учета различных факторов: структура экономики (в частности направленность на экспорт сырья), внешние или внутренние источники финансирования ключевых отраслей экономики, режим денежно-кредитной политики, факторы роста денежной массы (кредитование, покупка государственных или корпоративных ценных бумаг и т.д.), развитие финансовых рынков, оборачиваемость денег и т.д. Более того, даже проведение всестороннего анализа динамики монетизации и построение разных метрик не дает основания для выработки предложений по расширению денежной массы в целях обеспечения экономического роста. Нельзя однозначно утверждать, что объем денежной массы в экономике высокий или недостаточный только исходя из уровня монетизации и/или сопоставляя значение показателя в другой стране.

<sup>9</sup> наряду с наличными деньгами в обращении депозиты физических и юридических лиц входят в состав денежной массы



**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ**

### III. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

#### 3.1. Внешний сектор

**Проводимая жесткая монетарная политика, более низкие цены на энергоносители и некоторое улучшение ситуации на рынке труда продолжают способствовать снижению глобального инфляционного фона.**

В большинстве стран мира тенденция к замедлению инфляции продолжается. В развитых странах базовая инфляция приблизилась к уровням до начала 2022 года. Среди крупнейших стран G-7 наиболее высокий уровень базовой инфляции сохраняется в Великобритании, США и Германии (график 32). В развивающихся странах, по оценкам Всемирного Банка<sup>10</sup>, инфляция в настоящее время находится ниже целевого показателя.

Среди стран торговых - партнеров Казахстана высокий рост потребительских цен сохраняется в России. В декабре 2023 года годовая инфляция в России составила 7,4%, базовая инфляция ускорилась до 6,8% (г/г). В ЕС годовая инфляция ускорилась до 3,4% из-за удорожания энергоресурсов, рост цен на которые был обусловлен выходом из расчета низкой базы прошлого года. Базовая инфляция в ЕС продолжает превышать целевой показатель почти вдвое. В Китае с октября прошлого года цены продолжают снижаться в условиях слабого внутреннего спроса. Базовая инфляция в Китае по итогам декабря 2023 года составила 0,6% (г/г) (график 33).

График 32. Динамика базовой инфляции, г/г

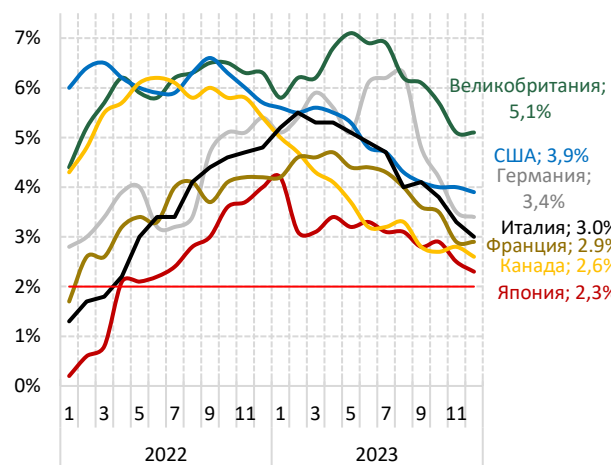
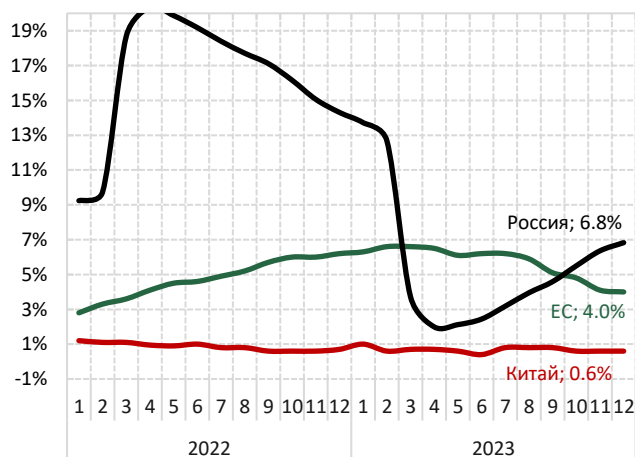


График 33. Базовая инфляция в странах-торговых партнерах Казахстана, г/г



Источник: национальные службы статистики

**Впервые за длительное время восстановилась глобальная деловая активность в обрабатывающей промышленности. При этом объемы сектора услуг продолжают активно расти.**

В январе 2024 года деловая активность в промышленном секторе восстановилась (график 34). Отмечается снижение темпов падения новых заказов и существенное улучшение деловой уверенности на год вперед. Расширение объемов производства отмечается в Китае, Бразилии, Индии и России (график 35). В европейских крупных промышленных странах активность продолжила снижаться, однако более медленными темпами.

<sup>10</sup> Global Economic Prospects, January 2024

Рост деловой активности сохраняется в секторе услуг. Отмечается улучшение всех субкомпонент сервисов, в частности новых заказов, новых рабочих мест, делового оптимизма. Ценовое давление, свою очередь, по мнению респондентов, немного снизилось.

График 34. Глобальная деловая активность\*

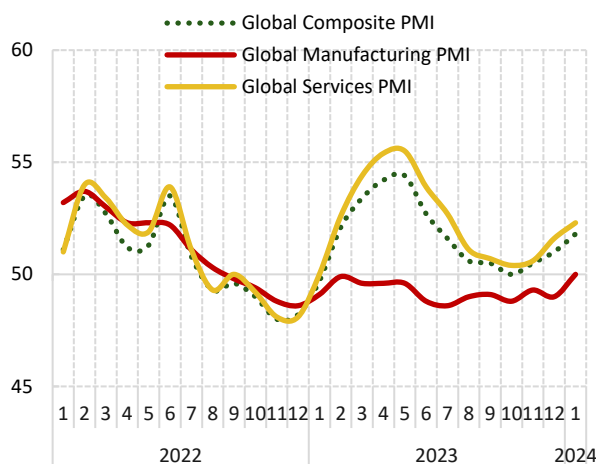
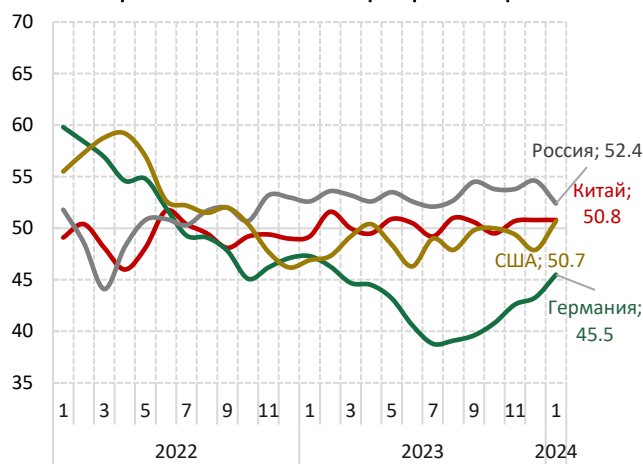


График 35. Глобальная деловая активность в промышленности в разрезе стран



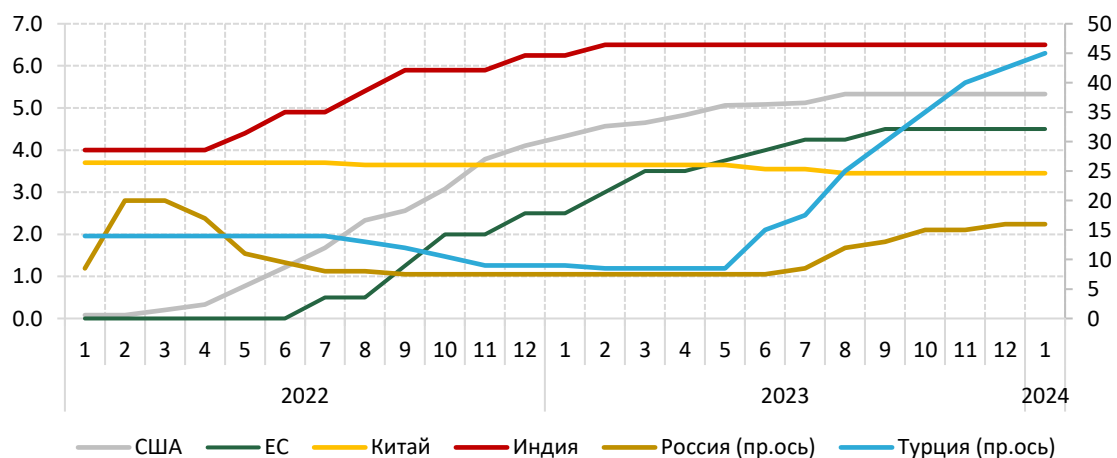
Источник: PMI by S&P Global

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

**Все большее число развивающихся стран стали снижать ключевые ставки с конца 2023 года. Развитые страны пока находятся на «паузе».**

Крупнейшие центральные банки мира удерживают ставки на неизменном уровне с середины прошлого года (график 36). Риторика остается больше нейтральной, чем жесткой. ФРС США и ЕЦБ на последних заседаниях сохранили ставки без изменений. Между тем, ведомства не исключили снижение ставок в текущем году в случае устойчивости дезинфляционных процессов. ЦБ РФ на последнем заседании сохранил ключевую ставку на уровне 16,0% годовых в целях охлаждения экономики и снижения высокой инфляции. Народный Банк Китая с августа прошлого года удерживает ставку на уровне 3,45% годовых, при этом в целях стимулирования экономической активности с февраля текущего года была снижена норма резервных требований для банков.

График 36. Ключевые ставки некоторых странах мира, г/г, %



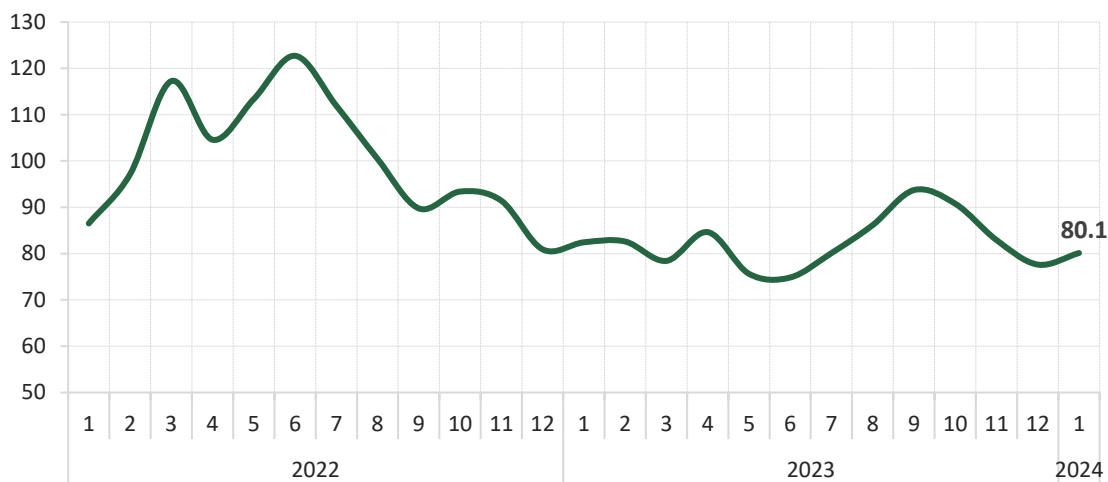
Источник: Refinitive

**В четвертом квартале 2023 года на мировом рынке нефти преобладал понижательный тренд ввиду умеренного роста добычи нефти странами вне ОПЕК+. Однако начало текущего**

года характеризовалось некоторым повышением нефтяных котировок на фоне эскалации военных действий в Красном море.

В конце прошлого года мировая цена на нефть марки Brent характеризовалась понижающей динамикой. Так, наблюдалось понижение котировок нефти с 90 долл. США за баррель в среднем в сентябре 2023 года до 78 долл. США за баррель в среднем в декабре 2023 года (график 37). Снижение цен в основном было связано с ростом предложения со стороны стран вне ОПЕК+. Тем не менее, возникновение логистических сложностей на фоне военных действий в Красном море обусловило некоторое повышение мировых цен на нефть марки Brent в начале текущего года (график 37).

График 37. Динамика цен на нефть марки Brent, \$/баррель



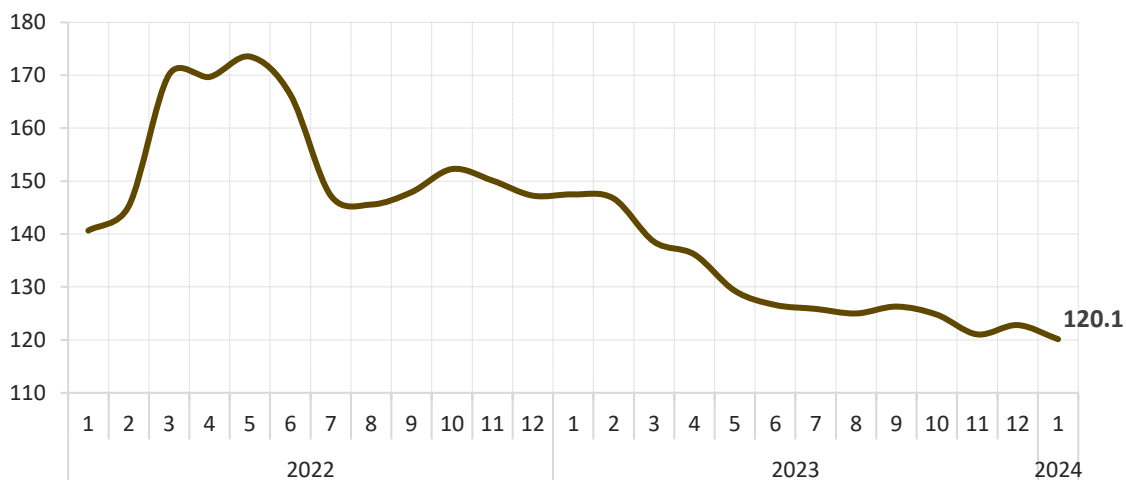
Источник: EIA

Снижение цен на зерновые в конце 2023 года было вызвано умеренным предложением пшеницы и кукурузы. Однако военные действия в регионе Черного и Красного моря могут спровоцировать рост цен в краткосрочной перспективе.

Начиная с 2023 года, наблюдается устойчивая тенденция к снижению цен на зерновые на мировом рынке ввиду обильного предложения пшеницы и кукурузы в текущем сельскохозяйственном сезоне 2023-2024 года. Согласно январскому докладу ФАО<sup>11</sup>, запасы зерновых на конец текущего сельскохозяйственного сезона составят 895,4 млн тонн, что 2,6% выше запасов прошлого года. Также стоит отметить, что на фоне логистических задержек поставок зерновых в декабре 2023 года мировые цены выросли на 1,5% м/м (снижение на 16,6% г/г). Тем не менее, на фоне роста предложения и улучшения ожиданий по урожаю мировые цены на зерновые в январе 2024 года продолжили снижение на 2,2% м/м (на 18,6% г/г) (график 38)

<sup>11</sup> <https://www.fao.org/worldfoodsituation/csdb/ru>

График 38. Индекс ФАО Зерновых культур, 2014-2016 = 100



Источник: UN FAO

### 3.2. Внутренний сектор

**Потребительский спрос в четвертом квартале 2023 года несколько ускорился на фоне роста реальных заработных плат и высоких темпов роста выдачи потребительских кредитов.**

В четвертом квартале 2023 года отмечается ускорение розничного товарооборота до 10% в годовом выражении, что существенно превышает показатели до пандемии 2020 года. Основной вклад в рост отрасли внесла торговля непродовольственными товарами (рост на 12,6% г/г). Наряду с этим, впервые со второго квартала 2022 года розничная реализация продовольственных товаров выросла на 5,7% г/г. Вместе с тем, в январе 2024 года показатели розничной торговли немного замедлились. Торговля непродовольственными товарами замедлилась до 5,8% г/г, продовольственными товарами – сократилась на 0,9% г/г (график 39).

Положительная динамика потребительского спроса сопровождается высокими темпами роста потребительского кредитования (график 40).

График 39. Розничный товарооборот, в % г/г

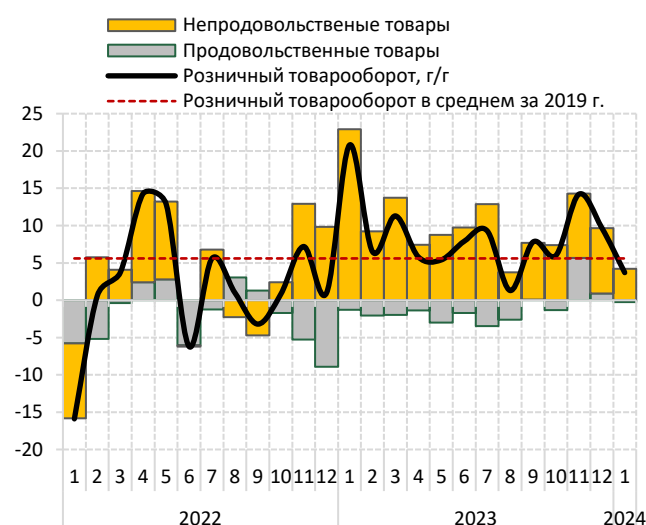


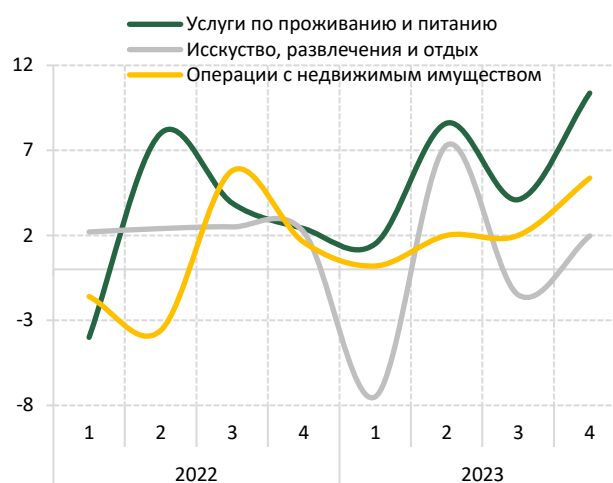
График 40. Розничный товарооборот непродовольственными товарами и потребительское кредитования, в % г/г



Источник: БНС АСПР, расчеты НБ РК

В секторе услуг сохраняются положительные темпы роста, что указывает на сохранение потребительского спроса на устойчивом уровне. В четвертом квартале 2023 года отмечается существенное ускорение темпов роста услуг. Так, услуги общественного питания выросли на 7,9% г/г, темпы роста услуг по проживанию и питанию ускорились до 10,4% г/г. Услуги по организации отдыха, развлечений, а также в сфере искусства выросли на 2,0% г/г после сокращения в третьем квартале 2023 года. Услуги по операциям с недвижимым имуществом также демонстрируют ускорение до 5,4% г/г (графики 41, 42).

График 41. Услуги общественного питания (предоставление и обеспечение питанием и напитками), в % г/г  
График 42. Предоставление различных видов услуг, в % г/г



Источник: БНС АСПР

**Инвестиционная активность в четвертом квартале 2023 года ускорилась. В качестве основного драйвера роста инвестиций выступают реализуемые инфраструктурные проекты в сфере транспорта, связи, жилищно-коммунального хозяйства. В то же время, инвестиционная активность населения начала восстанавливаться и вышла в положительную зону.**

В 2023 году объемы инвестиций в основной капитал выросли на 13,7% в годовом выражении. Рост инвестиций наблюдается практически во всех секторах экономики, за исключением строительства и финансовой и страховой деятельности (график 43).

Реализация государственной программы «Тариф в обмен на инвестиции» в 2023 году обусловила рост инвестиций в основной капитал в секторах электроснабжения и водоснабжения на 38,9% и 14,3% г/г, соответственно. Значительный рост инвестиций также наблюдается в отраслях информации и связи, транспорта и складирования. Вместе с тем, в январе 2024 года отмечается замедление темпов роста инвестиций в основной капитал до 0,6% в годовом выражении.

Инвестиционная активность населения в четвертом квартале 2023 года начала восстанавливаться. Так, инвестиции в жилищное строительство увеличились на 5,3% г/г. При этом, количество сделок купли-продажи жилья сложилось ниже уровня 2022 года, но выше средних значений за 2018-2021 годы. (график 44).

График 43. Инвестиции в основной капитал в разрезе секторов экономики, в % г/г накопленным итогом

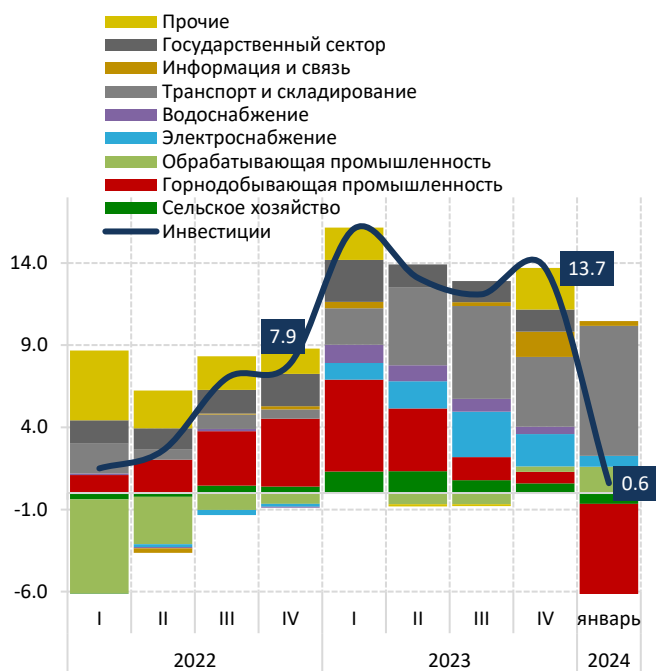
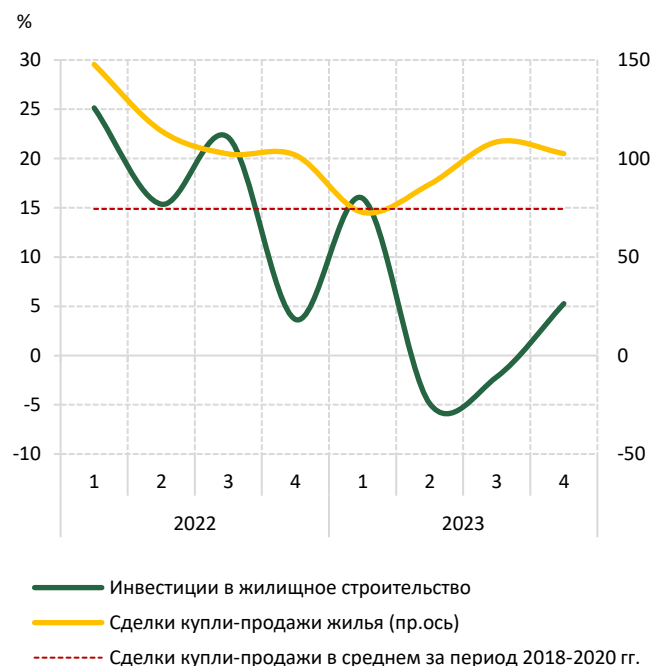


График 44. Инвестиции в жилищное строительство и активность на рынке недвижимости

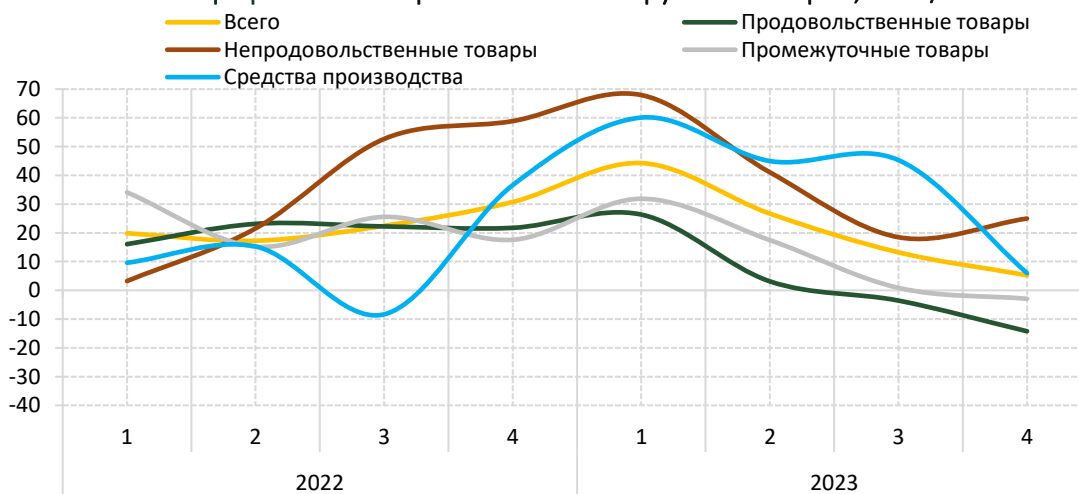


Источник: БНС АСПР, расчеты НБ РК

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

За январь-декабрь 2023 года импорт в стоимостном выражении вырос на 20,1% в годовом выражении и составил 61,2 млрд долл. США. Рост импорта в номинальном выражении наблюдается по непродовольственным товарам и средствам производства. Снижение импорта в номинальном выражении отмечается по продовольственным и промежуточным товарам (график 45).

График 45. Импорт по основным группам товаров, в % г/г



Источник: БНС АСПР, расчеты НБ РК

**Экспорт товаров за январь-декабрь 2023 года сократился на 7,0% г/г в стоимостном выражении и составил 78,7 млрд долл. США. Сокращение наблюдается по всем основным группам экспортных товаров.**

Экспорт нефти и газового конденсата снизился в 2023 году на 9,8% г/г (график 46). Основной причиной сокращения экспорта нефти в стоимостном выражении стали более низкие цены на нефть в сравнении с 2022 годом. При этом, экспорт физического объема нефти в 2023 году вырос на фоне увеличения объемов добычи нефти и роста поставок нефти в натуральном выражении, в том числе в Германию, Италию, Китай (график 47).

Сокращение экспорта цветных и черных металлов наблюдается в стоимостном и физическом выражениях. Это связано со снижением внешнего спроса и мировых цен на металлы. Отмечается снижение поставок черных металлов в натуральном выражении в Китай и в ЕС, а также поставок цветных металлов в натуральном выражении в ЕС и в Россию.

Несмотря на снижение мировых цен на зерновые, экспорт зерновых в натуральном выражении вырос в 2023 году на фоне хорошего урожая 2022 года. В разрезе стран наблюдается существенное ускорение поставок зерновых в ЕС и в Китай.

График 46. Экспорт по основным группам товаров накопленным итогом, г/г, в %

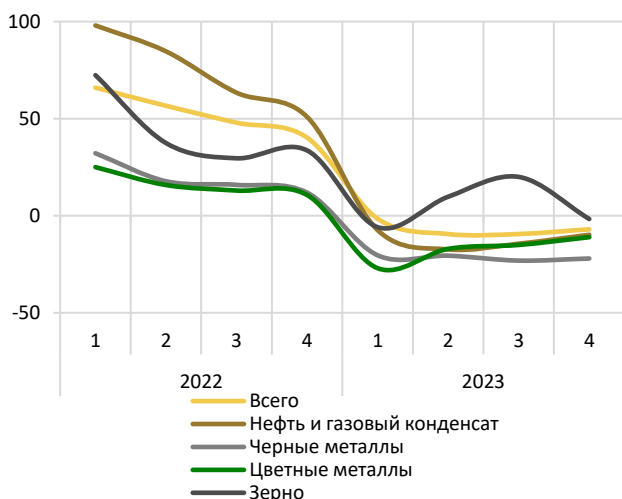
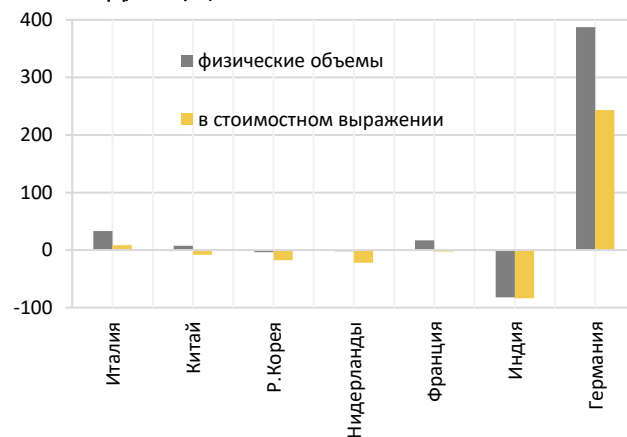


График 47. Экспорт нефти в разрезе стран за 2023 год, в %, г/г



Источник: БНС АСПР, расчеты НБ РК

### 3.3. Рынок труда

**Рабочая сила в четвертом квартале 2023 года увеличилась на 0,7% г/г. Рост рабочей силы наблюдался в условиях увеличения численности наемных работников и самостоятельно занятых и снижения числа безработного населения.**

В 2023 году рост занятости был обусловлен увеличением численности как наемных работников, так и самостоятельно занятых (график 48).

В четвертом квартале 2023 года уровень безработицы снизился до 4,7%. Вместе с общим уровнем безработицы снизилась численность временно незанятого населения, что свидетельствует о росте экономической активности в экономике Казахстана в 2023 году (график 49).

График 48. Наемные работники и самостоятельно занятые, в % г/г

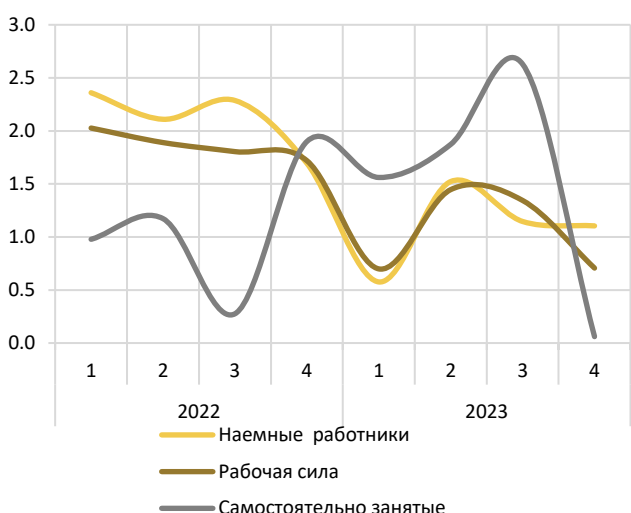


График 49. Уровень безработицы и временно незанятое население, в % г/г

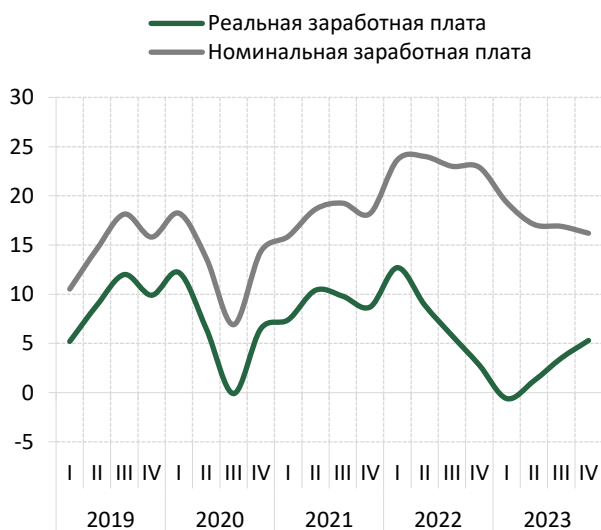


Источник: БНС АСПР

Темпы роста заработных плат в реальном выражении продолжили восстановление. В четвертом квартале 2023 года рост реальной заработной платы ускорился до 5,3% в годовом выражении. Это обусловлено замедлением инфляции и высокими темпами роста номинальных заработных плат (график 50). В разрезе отраслей экономики рост реальной заработной платы наблюдается практически во всех отраслях, за исключением строительства и предоставления услуг по проживанию и питанию.

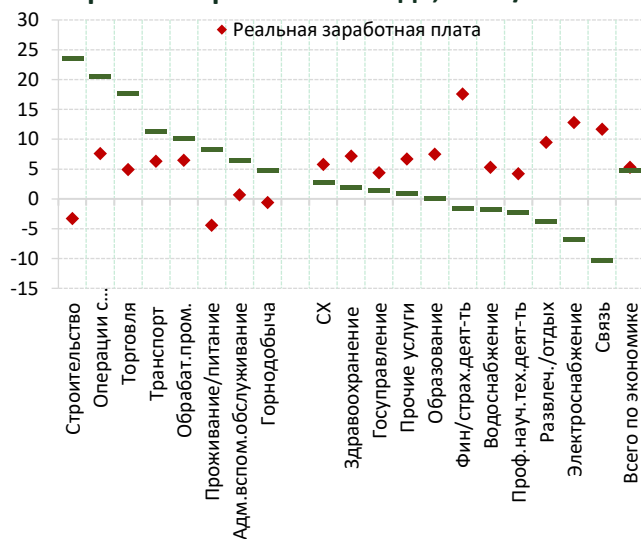
В четвертом квартале 2023 года рост реальной заработной платы превысил темпы роста производительности труда, что в целом может создавать проинфляционное давление в экономике. При этом в разрезе секторов экономики наблюдается разнонаправленная динамика. Низкие показатели производительности труда в отдельных отраслях обусловлены как снижением валовой добавленной стоимости, так и превышением темпов роста занятости над темпами роста валовой добавленной стоимости (график 51).

График 50. Динамика заработной платы в экономике, в % г/г



Источник: БНС АСПР, расчеты НБ РК

График 51. Производительность труда и реальная заработная плата по ВЭД в четвертом квартале 2023 года, в % г/г



### 3.4. Издержки производства

**Тренд на снижение цен производителей продукции обрабатывающей промышленности и замедление роста цен в сельском хозяйстве продолжился на фоне снижения цен на продукты питания и зерновые культуры.**

Снижение цен в годовом выражении в обрабатывающей промышленности продолжается седьмой месяц подряд в результате снижения цен производителей продуктов питания. В январе текущего года цены производителей продуктов питания снизились на 3,6% г/г. В частности, отмечается снижение цен производителей мясной, мукомольно-крупяной продукции, масел и жиров, консервированных фруктов и овощей. Замедлился рост цен производителей молочных продуктов и хлебобулочных, макаронных изделий. Вместе с тем, выросли цены производителей напитков.

В структуре непродовольственных товаров в январе 2024 года продолжилось замедление годовых темпов роста цен производителей машин и оборудования, текстильных изделий, а также готовых металлических изделий (график 52).

График 52. Цены производителей в обрабатывающей промышленности, в %, г/г

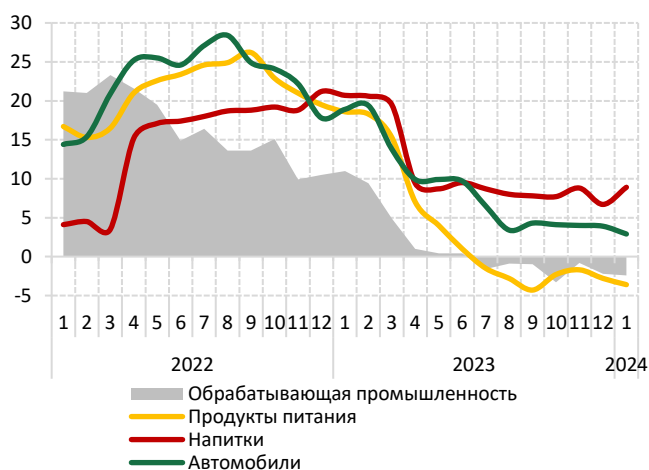
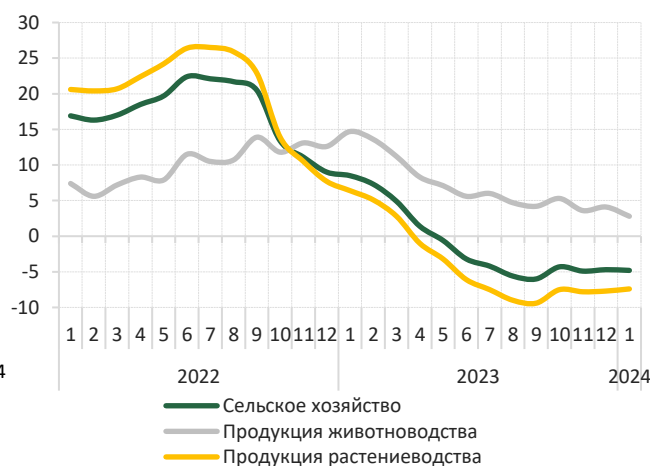


График 53. Цены производителей продукции сельского хозяйства, в %, г/г



Источник: БНС АСПР

Со второго полугодия 2023 года наблюдается снижение цен на продукцию сельского хозяйства, что обусловлено снижением цен на продукцию растениеводства и замедлением роста цен на продукцию животноводства. В январе текущего года цены производителей в сельском хозяйстве снизились на 4,8% г/г (график 53). В растениеводстве годовые темпы роста цен на свежие овощи, в частности помидоры и лук, замедлились. Вместе с тем, наблюдается снижение цен на отдельные виды зерновых культур. В животноводстве годовой рост цен на живой скот и молоко замедлился, стоимость домашней птицы снизилась в годовом выражении. Отмечается снижение издержек производителей в условиях сокращения цен на кормовые культуры. Вместе с тем, рост цен производителей яиц продолжился на фоне удорожания импортных составляющих, в частности витаминов и вакцин.

**С августа 2023 года снижение импортных цен в годовом выражении замедлилось в условиях удорожания текстильных изделий, драгоценных камней, готовых пищевых продуктов, а также месячного роста цен на минеральную продукцию и строительные материалы (графики 54, 55).**

Годовое снижение импортных цен на строительные материалы замедлилось на фоне роста цен производителей строительной продукции в России, на которую приходится основная доля импорта строительных материалов (январь-декабрь 2023 года – 38,2%).

Импортные цены на товары растительного происхождения также замедлили темпы снижения. В структуре отмечается рост цен на овощи. При этом, импортные цены на мукомольно-крупяные изделия замедлили снижение в годовом выражении. С сентября 2023 года отмечается месячный рост импортных цен на минеральные продукты, в частности на каменный уголь, нефть и нефтепродукты.

График 54. Динамика импортных цен на отдельные товары, в %, г/г

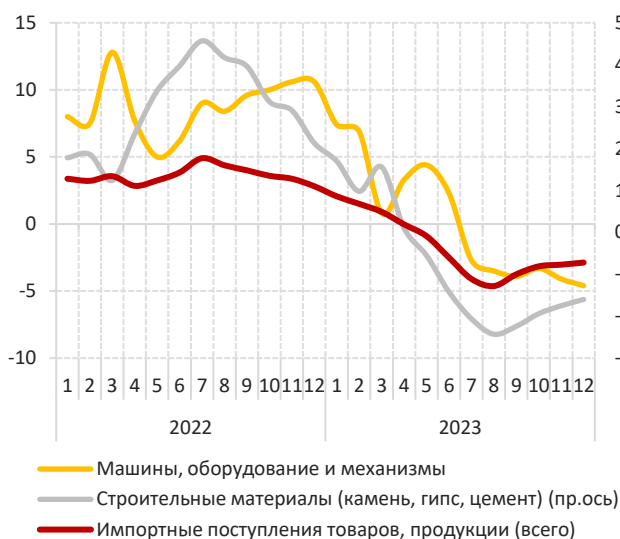
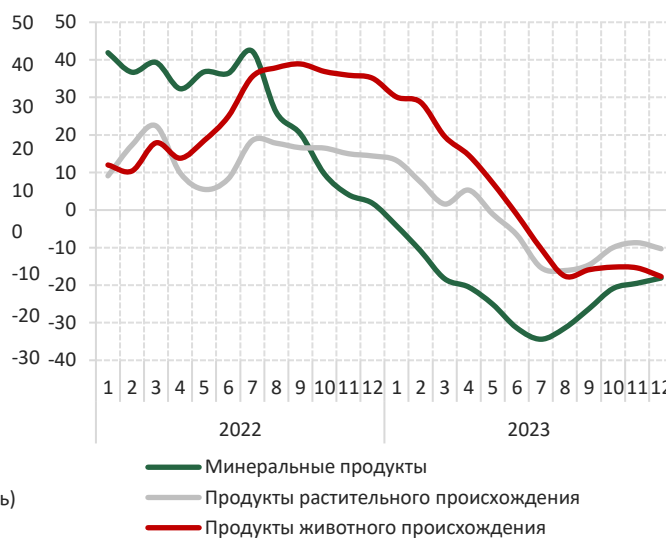


График 55. Динамика импортных цен на промежуточные товары, в %, г/г



Источник: БНС АСПР

**Несмотря на снижение импортных цен на отдельные виды инвестиционных и промежуточных товаров, внутренние издержки производства продолжают оставаться высокими. Отмечается удорожание коммунальных услуг, что может оказать повышательное давление на цены для конечных потребителей.**

Цены производителей промышленной продукции и услуг в водоснабжении, электроснабжении, услуг промышленного характера и нефтепродуктов демонстрируют рост в годовом выражении с начала прошлого года. Существенный рост цен производителей водоснабжения и электроснабжения происходит на фоне реализации государственной программы «Тариф в обмен на инвестиции» (график 56).

Несмотря на замедление годовых темпов роста цен на услуги по хранению и складированию, в том числе зерна, темпы роста стоимости услуг остаются высокими, превышая целевые показатели по инфляции. Это также вносит вклад в рост издержек производства (график 57).

График 56. Цены производителей отдельных видов промышленной продукции и услуг, в %, г/г

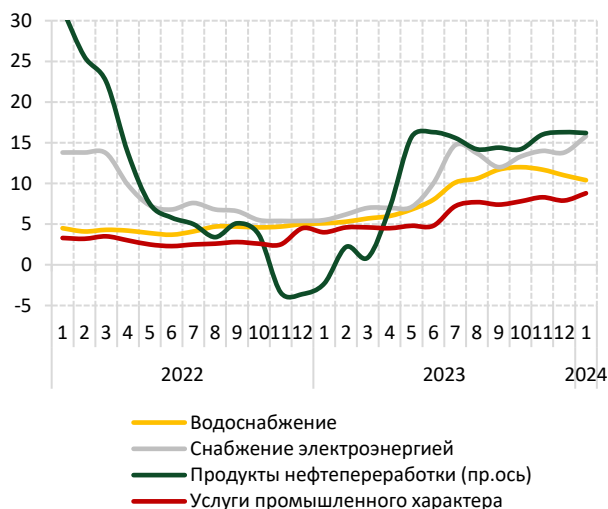
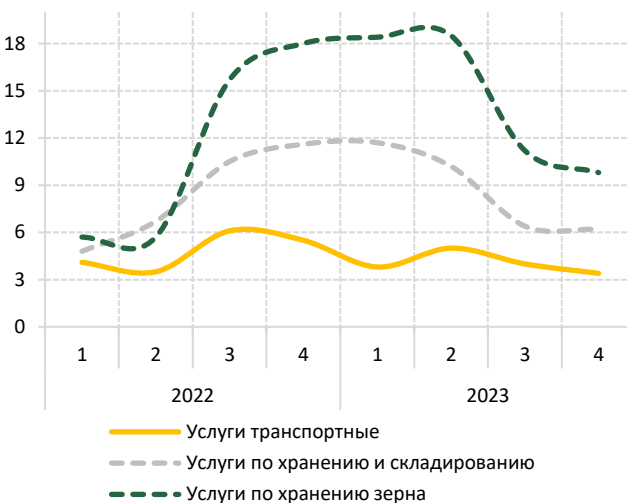


График 57. Цены производителей услуг транспорта и хранения, в %, г/г



Источник: БНС АСПР

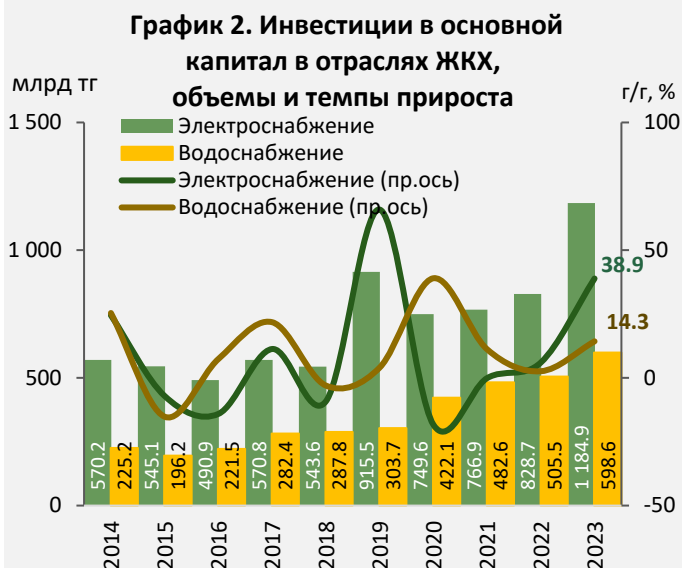
Бокс 3. Состояние и перспективы развития коммунальной инфраструктуры Казахстана в рамках реализации государственной программы «Тариф в обмен на инвестиции»

График 1. Степень износа основных средств, в %



Источник: БНС АСПР

Изношенность основных фондов жилищно-коммунального хозяйства (ЖКХ) в Казахстане является серьезной проблемой, с которой сталкиваются многие регионы страны. Эта проблема обусловлена изношенностью инфраструктуры, недостаточными инвестициями в обслуживание и модернизацию, а также отсутствием эффективного управления и контроля за ресурсами. По данным БНС АСПР, степень износа основных средств в отрасли «Снабжение электроэнергией, газом, горячей водой» (далее – Электроснабжение) за период с 2014 года по 2022 год превышает 50%, что выше среднего значения по экономике (42%). При этом, резкий рост изношенности основных фондов в отрасли отмечается с 2019 года. В отрасли «Водоснабжение: сбор и обработка» (далее – Водоснабжение) уровень изношенности основных средств гораздо лучше средних показателей по экономике. Так, в среднем за девять лет он составил 25,8%. Однако в этой отрасли с 2018 года также наблюдается рост степени износа основных средств с 22,4% до 27,1% в 2022 году (График 1). Развитие данных отраслей, включая обновление основных фондов, ограничивается низким уровнем инвестиций, в первую очередь частных (график 2). Во многом низкая инвестиционная привлекательность отраслей обусловлена низкой рентабельностью предприятий на фоне низкой производительности труда и недостаточной конкуренции. Так, средняя рентабельность за период с 2018 года по 2022 год в отрасли электроснабжение составляет 6,2%, в водоснабжении – 4,7%, тогда как в целом по экономике этот показатель превышает 21%.



Источник: БНС АСПР



Источник: БНС АСПР

Для повышения производительности отраслей ЖКХ необходимо внедрение эффективных систем управления ресурсами и новых технологий, в частности «умных» счетчиков, систем мониторинга и управления, помогающих оптимизировать расход энергии, воды и других ресурсов. Кроме того, необходимо обучение и повышение квалификации персонала в сфере ЖКХ для обеспечения высокого уровня профессионализма и качества обслуживания. При этом, заработные платы в отраслях ЖКХ исторически складывались ниже средних значений по экономике (в электроснабжении в четвертом квартале 2023 года заработные платы превысили средний уровень по экономике) (График 3).

Другим фактором, сдерживающим развитие отраслей ЖКХ и ограничивающим инвестиционные возможности компаний, является административное регулирование цен и тарифов на услуги предприятий ЖКХ. Решение проблемы изношенности требует увеличения инвестиций в обновления и модернизацию инфраструктуры ЖКХ. Это включает в себя ремонт и замену устаревших коммунальных сетей, трубопроводов, систем водоснабжения и канализации, а также обновление отопительных систем и др. За последние десять лет отмечается рост инвестиций в основной капитал в сектора по предоставлению коммунальных услуг (График 2). Вместе с тем, в структуре инвестиций в

основной капитал на долю отраслей ЖКХ приходится всего около 10% всех инвестиций (по данным за 2023 год), что существенно ниже, чем в остальных отраслях (горнодобывающая промышленность – 26,3%, операции с недвижимым имуществом – 17,9%, транспорт – 14%). Это, в том числе, обусловлено низкой рентабельностью отраслей ЖКХ. При этом, как правило, основная часть инвестиций финансируется за счет бюджетных средств.

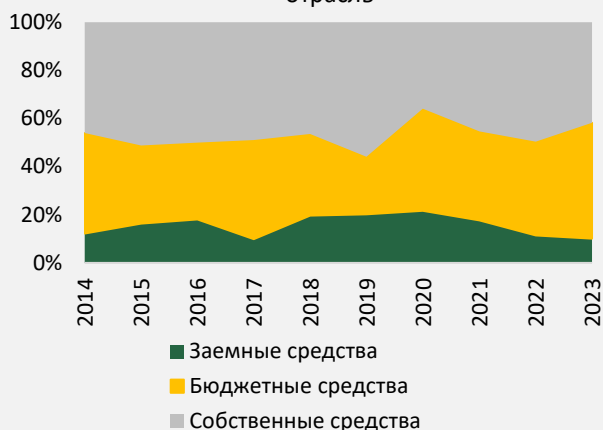
Так, в водоснабжении основной капитал в большей степени обновляется за счет бюджетных средств (82% в среднем за десять лет). В отрасли электроснабжения большую долю в финансировании инвестиций занимают собственные средства предприятий. Между тем, в 2023 году доля бюджетных средств в структуре инвестиций в отрасли достигла максимального значения с 2014 года (48,1%), что свидетельствует о возросшей приоритетности государственной политики в области обновления и модернизации инфраструктуры ЖКХ (Графики 4, 5).

Принятая в 2023 году государственная программа «Тариф в обмен на инвестиции» (далее – Программа) предусматривает возможность участия частных инвесторов в модернизации и развитии ЖКХ страны. В рамках Программы предусмотрено повышение тарифов на регулируемые услуги ЖКХ.

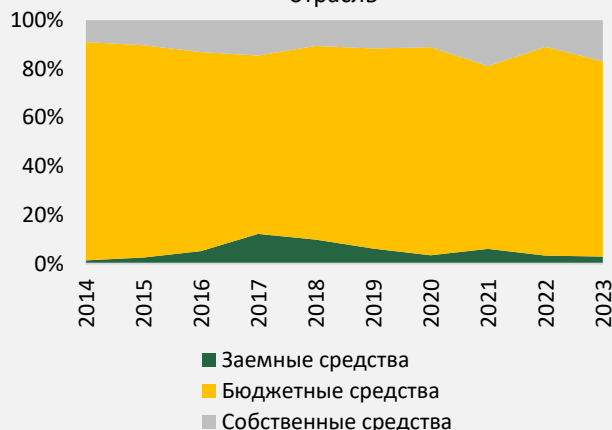
Реализация данной программы может привести к повышению цен и тарифов на регулируемых рынках в краткосрочном периоде. Однако, в среднесрочном периоде это может позволить существенно улучшить инфраструктуру, обновить основные фонды, повысить эффективность деятельности предприятий и улучшить качество предоставляемых услуг.

## Инвестиции в основной капитал по источникам финансирования

**График 4. Электроснабжение,**  
доля в % к общему объему инвестиций в  
отрасль



**График 5. Водоснабжение,**  
доля в % к общему объему инвестиций в  
отрасль



Источник: БНС АСПР

### 3.5. Инфляция

**Инфляционные процессы замедляются, однако устойчивая часть инфляции ускоряется. Годовая инфляция продолжает замедляться, однако все еще значительно превышает целевое значение. Основной вклад в инфляцию вносит удорожание услуг.**

В январе 2024 года годовая инфляция продолжила замедляться и составила 9,5% (график 58). Замедление годовой инфляции обусловлено выходом из расчета высоких значений месячной инфляции прошлого года, ослаблением глобального инфляционного давления, устойчивым снижением мировых цен на продовольствие, а также проводимой денежно-кредитной политикой. Отмечается снижение издержек производства и более низкие темпы роста импортных цен, что способствует более умеренному росту цен в стране.

В структуре инфляции наблюдается замедление годовых темпов роста цен всех основных компонент инфляции. С февраля 2023 года отмечается постепенное снижение вклада продовольственной и непродовольственной компоненты в общую инфляцию. В то же время вклад сервисной компоненты в инфляцию увеличивается с ноября 2023 года в условиях роста тарифов на регулируемые коммунальные услуги, а также удорожания рыночных услуг. В январе 2024 года удорожание платных услуг для населения внесло основной вклад в потребительскую инфляцию (3,5 п.п.), превысив вклад продовольственной инфляции (3,4 п.п.) (график 59).

Месячный темп прироста цен остается высоким. В январе текущего года месячная инфляция сложилась на уровне 0,8%, что превышает среднеисторические значения (0,6% в среднем за 2017-2021 годы). Месячная инфляция, скорректированная на сезонность, немного ускорилась в январе 2024 года до 0,73% (декабрь 2023 года – 0,68%) в результате удорожания хлебобулочных изделий и круп, плодоовощной продукции, молочных продуктов и яиц на фоне роста цен производителей.

График 58. Динамика инфляции, %

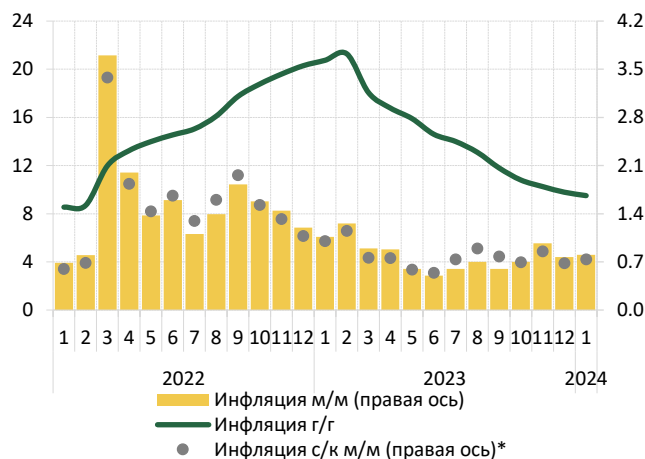
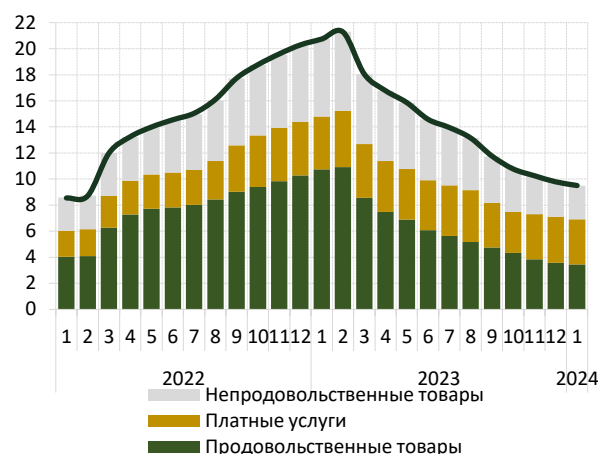


График 59. Динамика инфляции и вкладов основных ее компонент, % п.п.



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

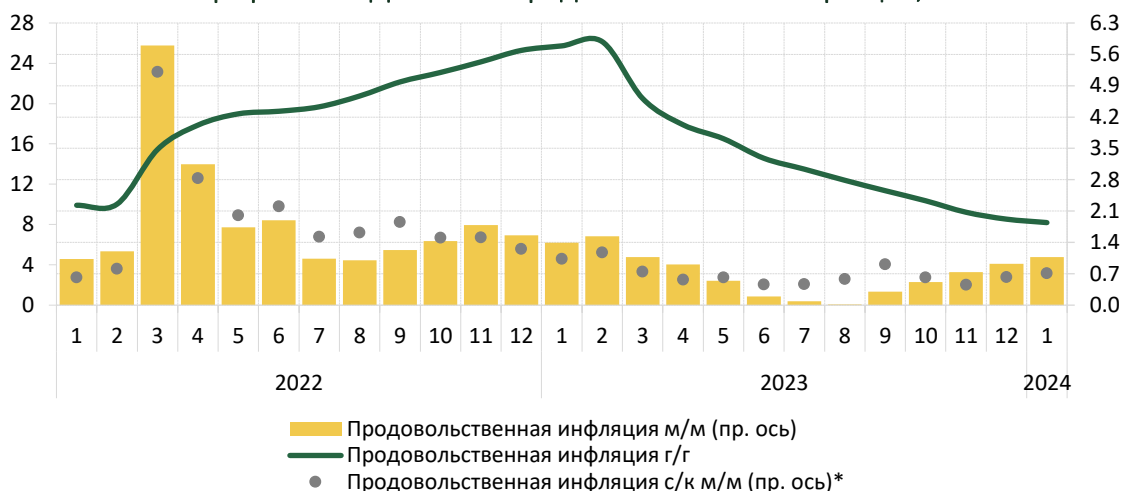
\* сезонная корректировка проведена при помощи метода X-12-ARIMA с 2011 года по настоящее время

**Годовой рост цен на продовольственные товары продолжил замедляться в условиях снижения мировых цен на продовольствие, внутренних цен производителей в обрабатывающей промышленности и сельском хозяйстве на фоне роста предложения отдельных видов культур.**

Годовой рост цен на продовольственные товары замедлился до 8,2% в январе 2024 года (график 60). Замедлению продовольственной инфляции способствуют как внешние, так и внутренние факторы. Снижение мировых цен на зерновые культуры вкупе с укреплением номинального обменного курса тенге в конце 2023 года способствовало снижению импортных цен на продукты растительного происхождения. Цены производителей продуктов питания продолжили снижение с июля 2023 года в годовом выражении. В сельском хозяйстве продолжилось годовое снижение цен на зерновые культуры, в частности пшеницу, гречиху, а также на семена масличных. Это способствовало снижению потребительских цен на крупы и масла.

Несмотря на замедление годовой продовольственной инфляции, месячный рост цен продолжил ускоряться и достигнул 1,1% в январе 2024 года, что выше среднеисторических значений за 2017-2021 годы. Основным фактором, оказавшим давление на инфляцию, стал сезонный рост цен на фрукты и овощи на фоне роста цен производителей свежих овощей в сельском хозяйстве и повышения цен на импортируемые овощи. При этом рост цен на продовольственные товары без фруктов и овощей в январе 2024 года составил 0,6%.

График 60. Динамика продовольственной инфляции, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

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

**Годовая непродовольственная инфляция замедляется в условиях выхода из расчета высоких месячных значений инфляции прошлого года, снижения импортных цен ввиду замедления инфляции в странах-торговых партнерах и более крепкого реального курса тенге, а также снижения цен производителей отдельных непродовольственных товаров.**

В январе текущего года годовой рост цен на непродовольственные товары замедлился до 8,6% (график 61). В структуре непродовольственных товаров отмечается существенное замедление цен на одежду и обувь, текстильные изделия, моющие и чистящие средства. Наряду с этим, цены на бытовые приборы продолжили снижение в годовом выражении четвертый месяц подряд. Более быстрое замедление роста цен на непродовольственные товары было нивелировано устойчивым спросом на фоне восстановления роста реальных заработных плат и высоких темпов роста выдачи потребительских кредитов.

Месячный рост цен на непродовольственные товары сохранился на уровне 0,5% с ноября 2023 года. При этом, сезонно очищенный рост цен ускорился до 0,79% в январе 2024 года. Ускорение роста цен отмечается на твердое топливо, автомобили, электрические приборы.

График 61. Динамика непродовольственной инфляции, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

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

## Повышение тарифов на ЖКУ продолжает оказывать проинфляционное давление на сервисную компоненту инфляции.

Годовой рост цен на платные услуги для населения в январе 2024 года составил 12,3%. При этом по сравнению с октябрем 2023 года отмечается ускорение роста цен сервисной компоненты. В месячном выражении рост цен составил 0,7% в январе 2024 года (график 62). Повышательное давление на рост цен на платные услуги оказал продолжающийся рост тарифов на регулируемые коммунальные услуги в условиях реализации программы «Тариф в обмен на инвестиции». Так, с ноября прошлого года отмечается ускорение годового роста цен на регулируемые ЖКУ, составив в январе 2024 года 20,5% г/г. Также отмечается ускорение роста арендной платы за благоустроенное жилье с 4,5% г/г в октябре 2023 года до 7,9% г/г в январе 2024 года. Рост цен на рыночные услуги поддерживается ростом доходов и потребительским кредитованием населения.

График 62. Динамика инфляции платных услуг, %



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

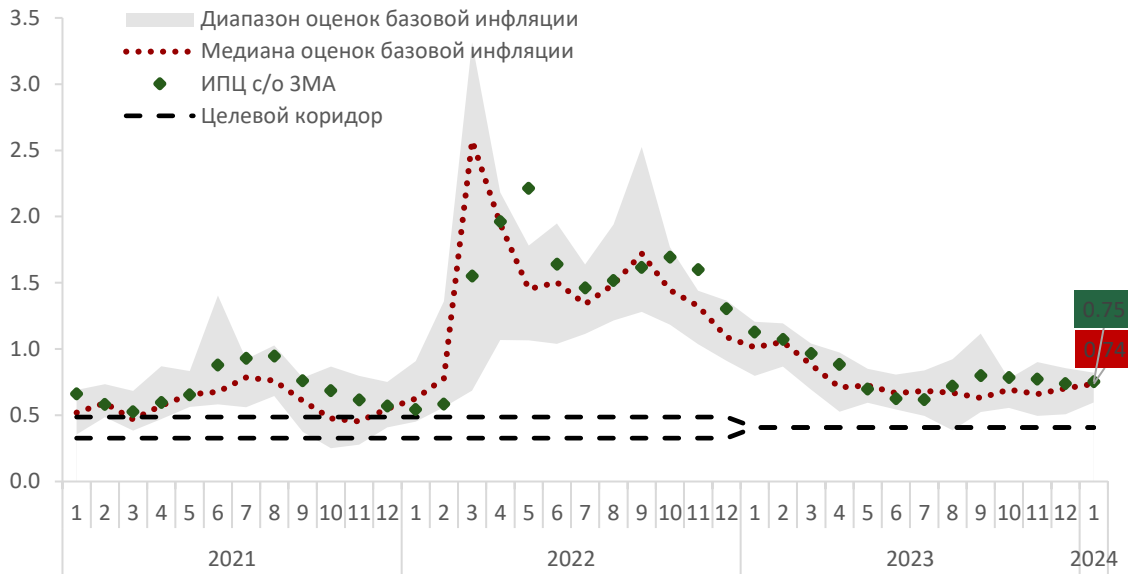
\* сезонная корректировка проведена при помощи метода X-12-ARIMA с 2011 года по настоящее время

## Оценки сезонно очищенной и базовой инфляции продолжают формироваться выше целевого значения, отражая сохраняющийся рост цен в устойчивой части инфляции.

Медианная оценка сезонно очищенной базовой инфляции по сравнению с октябрём прошлого года ускорилась до 0,74% в январе 2024 года (9,2% в аннуализированном выражении), что может указывать на ускорение роста цен по широкому набору товаров и услуг в устойчивой части инфляции (график 63).

Наряду с этим сезонно очищенная инфляция, сглаженная за три месяца, после небольшого замедления в октябре-декабре 2023 года, в январе 2024 года продемонстрировала ускорение до 0,75% (в аннуализированном выражении – 9,4%), также свидетельствуя о сохранении довольно высокого роста цен на товары и услуги выше целевого значения и среднего значения в январе 2017-2021г.

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



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

**Цены большинства товаров и услуг продолжают расти выше своих среднеисторических значений, а также целевого уровня инфляции.**

В январе 2024 года сезонно очищенный аннуализированный рост цен 40 из 66 подгрупп товаров и услуг превысил целевой показатель и среднеисторический рост в январе в 2017-2021 годы. Наибольший рост цен среди товаров и услуг продемонстрировали электрические приборы, финансовые услуги, в частности услуги по обслуживанию карточек и денежные переводы (график 64).

При этом с ноября 2023 года все меньше товаров и услуг (по их весу в структуре ИПЦ) показывают рост цен ниже целевого значения, что указывает на ускорение роста цен на большинство потребительских товаров и услуг (график 65).

График 64. Рост цен на различные группы товаров, м/м анн., %

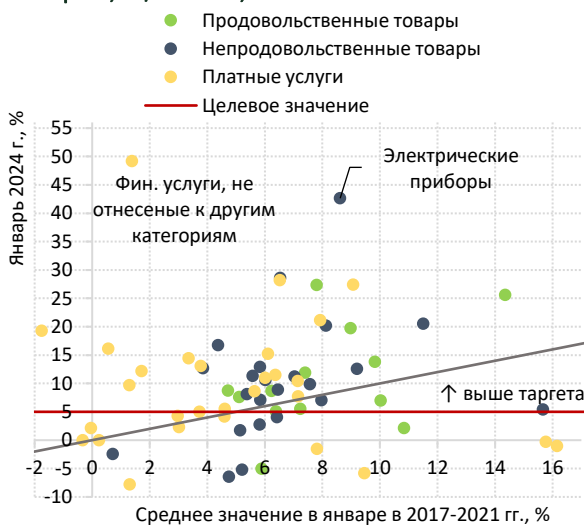
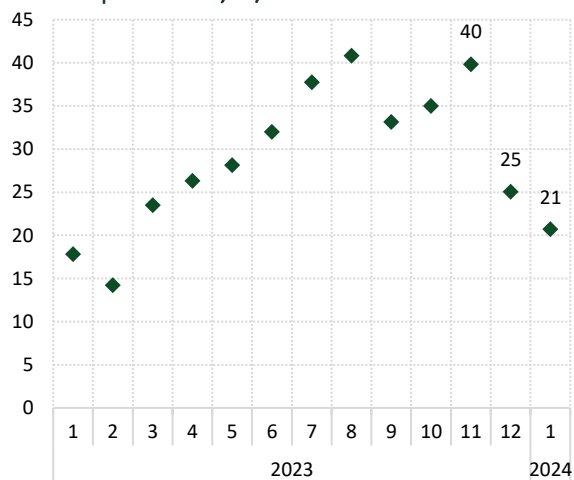


График 65. Динамика весов на товары и услуги, цены на которые растут на уровне и ниже цели в 5%, м/м анн. %

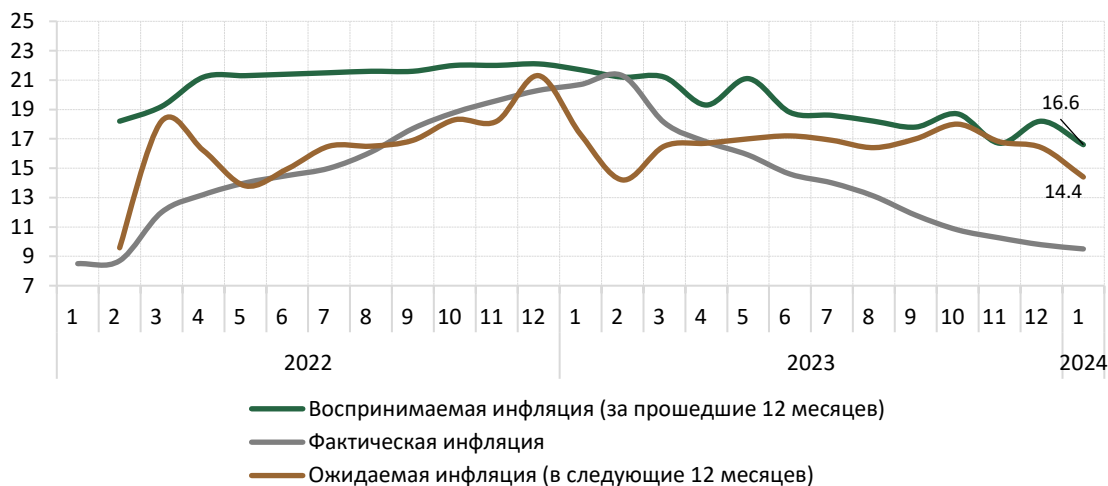


Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

## Инфляционные ожидания населения снизились. Вместе с тем, темпы снижения инфляционных ожиданий остаются ниже темпов замедления годовой инфляции.

Медианная оценка ожидаемой инфляции с ноября прошлого года демонстрирует снижение, составив в январе 2024 года 14,4%. Оценки воспринимаемой инфляции также замедлились до 16,6% в январе 2024 года с 18,2% в декабре 2023 года (график 66).

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



Источник: БНС АСПР РК, FusionLab: опрос населения

Среди потребительских товаров и услуг респонденты продолжают отмечать значительный рост цен на продукты питания, в частности на молочную и мясную продукцию. В январе 2024 года увеличилось количество респондентов, отметивших сезонный рост цен на фрукты и овощи, яйца. Вместе с тем, в январе текущего года снизилось количество респондентов, отметивших рост цен на хлеб и хлебобулочные изделия после резкого роста в октябре 2023 года. В то же время респонденты продолжают отмечать рост цен на ЖКУ, что обусловлено повышением тарифов в рамках реализации государственной программы «Тариф в обмен на инвестиции». В январе 2024 года отмечается исторический максимум количества респондентов, отметивших рост цен на ЖКУ, а также на услуги интернета и сотовой связи.

Среди прочих нерегулируемых услуг в январе 2024 года по сравнению с октябрем 2023 года увеличилась доля респондентов, отметивших удорожание медицинских и бытовых услуг, услуг пассажирского транспорта. При этом, в структуре недовольственных товаров немного снизилась доля населения, отметившего удорожание лекарств и медикаментов, бытовой химии, одежды и обуви.

### Бокс 4. Замедление годовой инфляции в 2023-2024 годах и оценка «эффекта базы»

В продолжение анализа влияния различных показателей инфляции и «эффекта базы» на замедление годовой инфляции, начатого в разделе «Инфляция» в «Докладе о денежной кредитной политике. Ноябрь 2023», в данном боксе подробнее описываются различия и цели их использования. Для анализа динамики роста цен в экономике используются различные альтернативные показатели инфляции.

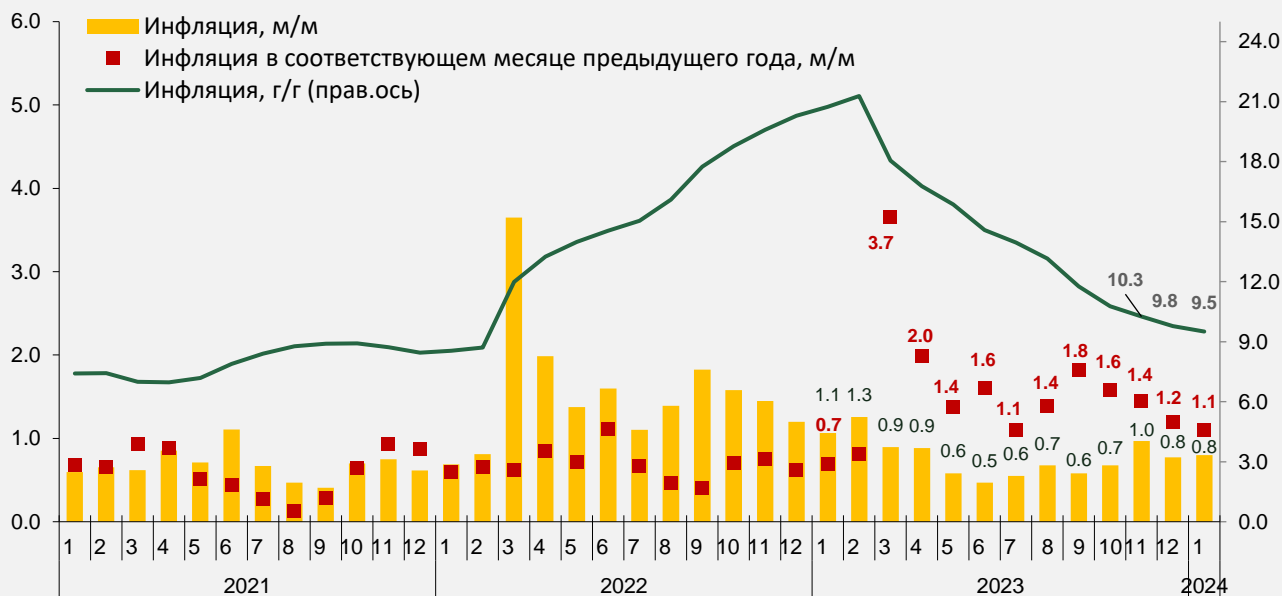
Одними из наиболее информативных являются месячные показатели инфляции, в том числе сезонно очищенная и базовая инфляция. Месячные показатели инфляции позволяют сделать выводы о текущем инфляционном фоне в экономике, выявить основные факторы роста цен и разработать прогнозную траекторию инфляции на краткосрочную и среднесрочную перспективу.

Годовая инфляция рассчитывается путем накопления месячных данных за последние 12 месяцев. Соответственно, годовая инфляция обусловлена текущей месячной инфляцией, а также волатильностью цен в предыдущие периоды, так называемым «эффектом базы».

Так, в январе 2024 года годовая инфляция замедлилась до 9,50% с 9,78% в декабре 2023 года. Замедление составило 0,28 п.п., что соответствует разнице месячной инфляции в январе 2023 года 1,06% и в январе 2024 года 0,80%<sup>12</sup>. Таким образом, для расчета годовой инфляции в январе 2024 года исключается месячная инфляция в январе прошлого года (эффект базы) и включается месячная инфляция в январе текущего года.

Тенденция замедления инфляции наблюдается с марта 2023 года. Годовая инфляция замедлилась с пиковых значений 21,3% в феврале 2023 года, когда месячный рост цен в текущем периоде (желтые бары) складывался ниже месячного роста цен в соответствующем месяце предыдущего года (красные квадраты) (график 1).

**График 1. Соотношение месячных и годовых темпов инфляции, %**



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

Выход высокой базы, которая сформировалась в 2022 году, из расчета годовой инфляции в совокупности с более низкими значениями месячной инфляции в 2023 году обусловили замедление годовой инфляции к концу 2023 года. При этом наряду с такими факторами, как замедление мировой продовольственной инфляции, инфляции в странах – торговых партнерах, темпов роста цен отечественных производителей в различных отраслях промышленности, ужесточение монетарных условий с февраля 2022 года способствовало формированию более низкого инфляционного фона в 2023 году и в январе 2024 года по сравнению с соответствующим значением предыдущего периода.

Так, в 2023 году вклад эффекта базы в замедление годовой инфляции составил в среднем в месяц 1,6 п.п. или 65%. В январе 2024 года вклад эффекта базы в замедление годовой инфляции составил 1,1 п.п. или 57,0% (в январе 2023 года – 39,2%) (график 2).

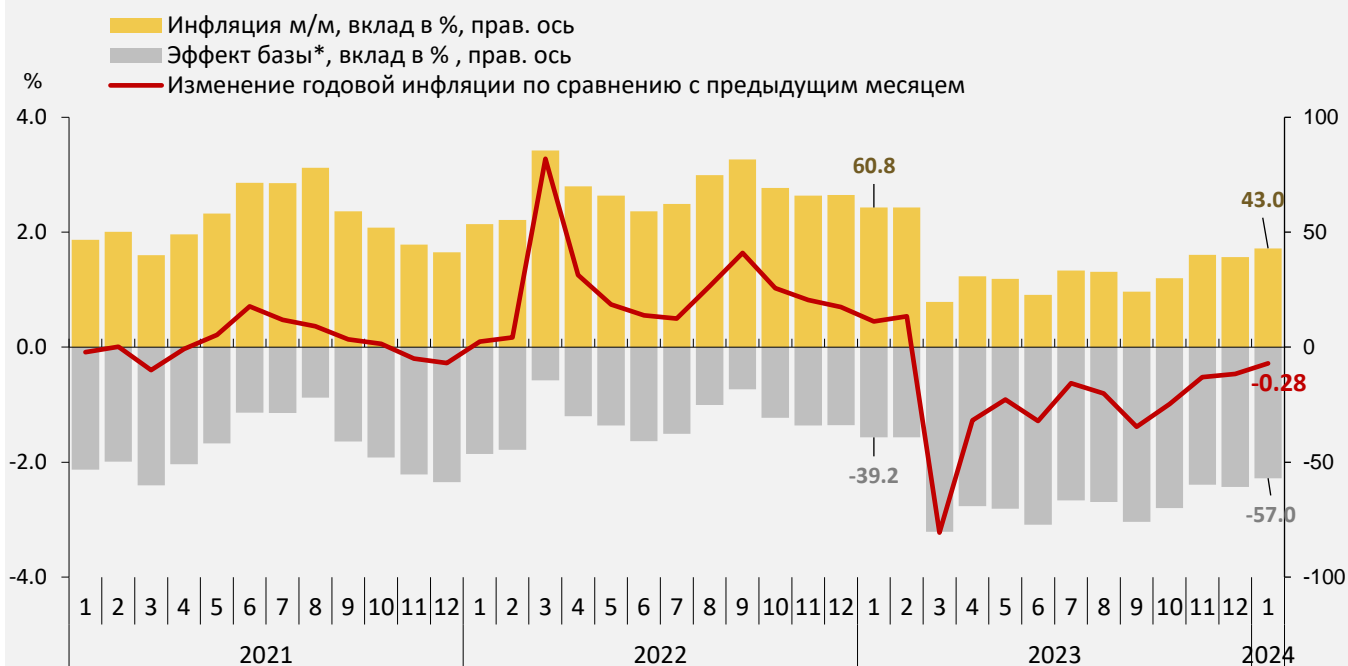
Стоит отметить, что несмотря на более низкие темпы роста цен в 2023 году как в годовом, так и в месячном выражении по сравнению с 2022 годом, месячная инфляция все еще превышает среднеисторические значения. Соответственно, она также значительно превышает целевой показатель.

Эффект базы оказал значительное влияние на замедление годовой инфляции в 2023 году и в январе 2024 года. Между тем, учитывая, что в начале 2023 года месячная инфляция была высокой, эффект базы будет сохраняться в годовой инфляции до конца первого квартала 2024 года. Кроме того, стоит принимать во внимание высокую инерционность в инфляционных процессах, т.е. «затухание» инфляции происходит медленно.

<sup>12</sup> Разница между значениями инфляции в январе 2023 года и 2024 года составила 0,26п.п. Небольшое статистическое расхождение (0,02п.п.) обусловлено тем, что для расчета годовой инфляции месячные индексы инфляции за последние 12 месяцев перемножаются, а не складываются.

Начиная со второго квартала 2024 года, замедление годовой инфляции может быть ограничено смягчением монетарной политики Национального Банка (снижение базовой ставки с августа 2023 года). Замедление годовой инфляции будет происходить более медленными темпами.

**График 2. Вклад эффекта базы в годовую инфляцию**



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

\* месячная инфляция в соответствующем периоде прошлого года  $Inf_{t-12}$  (при расчете годовой инфляции в текущем месяце включается месячная инфляция за текущий месяц  $Inf_t$  и исключается месячная инфляция за соответствующий месяц прошлого года  $Inf_{t-12}$ , т.е. эффект базы). Вклад эффекта базы рассчитан по следующей формуле:

$$\text{Вклад эффекта базы} = \frac{Inf_{t-12}}{Inf_t + Inf_{t-12}}$$

### 3.6. Фискальная политика

#### Дефицит государственного бюджета ухудшился

Дефицит государственного бюджета по итогам 2023 года составил 2,8 трлн. тенге (график 67) или 2,4% к ВВП (график 68), что на 29,6% выше уровня 2022 года (2,1% к ВВП). Это обусловлено более высокими темпами роста затрат по сравнению с доходами и увеличением приобретений финансовых активов.

На фоне продолжающегося повышенного фискального стимулирования ввиду активного привлечения средств Национального фонда (за последние пять лет средняя доля нефтяных поступлений от общих доходов составляет 31,6%), уровень ненефтяного дефицита продолжает оставаться высоким. Так, ненефтяной дефицит госбюджета в 2023 году составил 8,4 трлн. тенге (9,7 трлн. тенге с учетом покупки акций АО НК «КазМунайГаз» в Национальный фонд, поступившие как дивиденды в республиканский бюджет) (график 67) или 7,1% от ВВП (8,2% от ВВП) (график 68). Рост по сравнению с 2022 годом составил 83 млрд тенге (1,4 трлн. тенге).

График 67. Дефицит госбюджета, млрд тг.

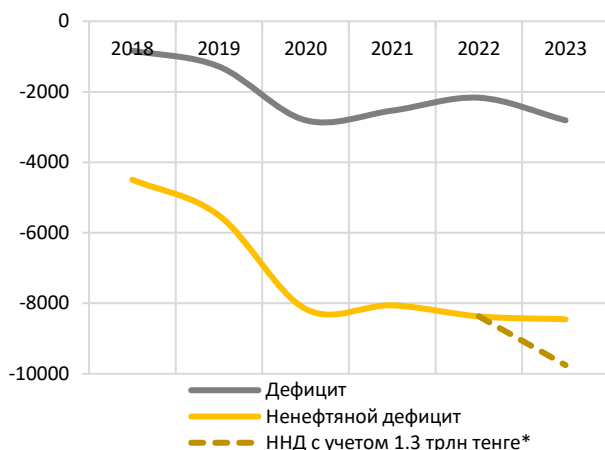
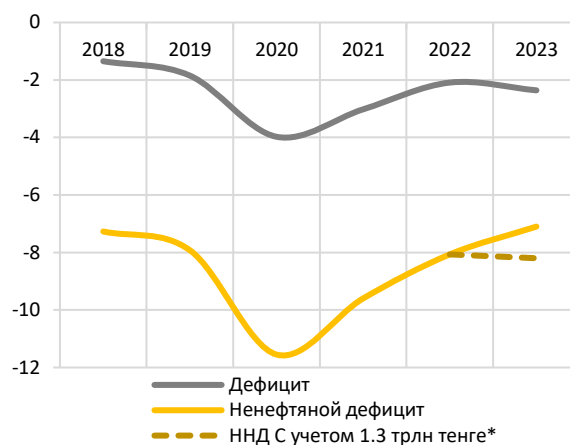


График 68. Дефицит госбюджета, в % к ВВП



Источник: МФ РК, расчеты НБ РК

\* покупка акций АО НК «КазМунайГаз» в 2023 году на сумму 1,3 трлн. тенге 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.

Налоговые поступления в 2023 году выросли на 27,4%. В структуре налогов растут двузначными темпами все крупные виды поступлений. Наибольший вклад в рост вносят налог на добавленную стоимость (НДС), корпоративный подоходный налог (КПН) и индивидуальный подоходный налог (ИПН). Рост налогов был вызван улучшением администрирования, ростом экономической активности, ненефтяного внешнего товарооборота, внутренней торговли, общего уровня цен и расширением фонда заработной платы. Почти на 160 млрд тенге выросли поступления по статье «Плата за использование радиочастотного спектра» на фоне произведения операторами сотовой связи выплат по радиочастотам для 5G. Помимо этого, увеличились регистрационный сбор за ведение предпринимательской и профессиональной деятельности, а также госпошлина за юридически значимые действия и выдачу документов, зачисляемые в местный бюджет, более чем на 80 млрд тенге. Данный факт может быть связан с релокацией профессионалов и бизнеса из соседних стран.

Наблюдается недоисполнение налогов на сумму более 700 млрд тенге, наибольшее отклонение от плана отмечается по корпоративному подоходному налогу и налогу на добавленную стоимость.

### В затратах в основном растут текущие расходы

Рост затрат за январь-декабрь 2023 года составил 24,3%. В составе затрат кроме расходов на оборону и промышленность, остальные отрасли растут внушительными темпами. Основной вклад в рост затрат вносят расходы на образование по причине повышения заработных плат педагогам, стипендий студентам, количества грантов на обучение; соцобеспечение на фоне увеличения пенсий, пособий и адресной социальной помощи; ЖКХ в связи с ростом затрат на развитие инфраструктуры. Кроме того, на фоне увеличения внутреннего долга Правительства растет его обслуживание.

График 69. Темпы роста затрат государственного бюджета и ВВП, 2014=100

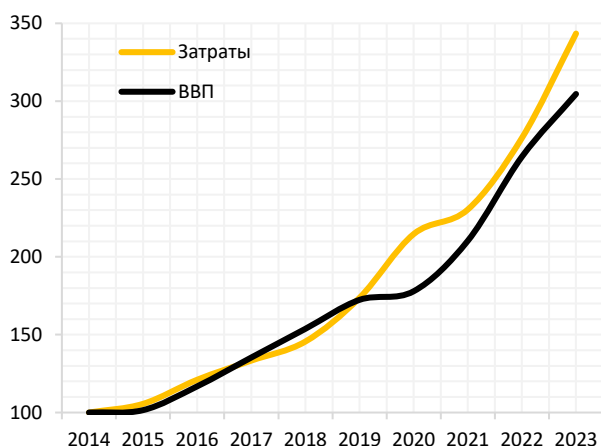
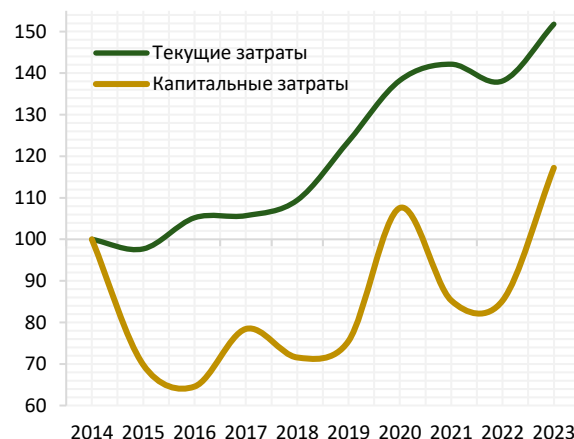


График 70. Темп роста затрат государственного бюджета в реальном выражении, 2014=100



Источник: МФ РК, расчеты НБ РК

С 2020 года затраты растут опережающими темпами по сравнению с ростом экономики, что свидетельствует о стимулирующем характере фискальной политики (график 69). В условиях снижения экономической активности в 2020 году, бюджетная политика носила контрциклический характер, когда резкий рост затрат был оправдан. Однако в последующих годах бюджетная политика стала проциклической, что создает пространство для проинфляционных процессов.

В структуре затрат в реальном выражении в основном растут текущие расходы (график 70). Это показывает социальную направленность фискальной политики и указывает на стимулирование потребительского спроса со стороны государства. Что касается капитальных затрат, включающих приобретение основных средств, их ремонт и затраты на развитие, то стоит отметить существенный рост в 2020 году в период широкомасштабной борьбы с коронавирусом, а также в 2023 году на фоне значительного роста инвестиций в ЖКХ.

## ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## СПИСОК ОСНОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ

---

**б.п.** – базисный пункт

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

**ВВП** – валовый внутренний продукт

**ВЭД** – виды экономической деятельности

**ГСМ** – горюче-смазочные материалы

**ГЦБ** – государственные ценные бумаги

**EIA** – Energy Information Administration

**ЕМ** – развивающиеся рынки

**ЕС** – Европейский союз

**ЕЦБ** – Европейский центральный банк

**ЖКУ** – жилищно-коммунальные услуги

**ЖКХ** – жилищно-коммунальное хозяйство

**ИПЦ** – индекс потребительских цен

**ЗП** – заработная плата

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

**КФБ** – Казахстанская фондовая биржа

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

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

**НБРК** – Национальный Банк Республики Казахстан

**НФРК** – Национальный фонд Республики Казахстан

**НПЗ** – нефтеперерабатывающий завод

**ОПЕК** – Организация стран — экспортеров нефти

**ОПФ** – основные производственные фонды

**п.п.** – процентный пункт

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

**МАЭК** – Мангистауский атомный энергетический комбинат

**МВФ** – Международный валютный фонд

**МЗП** – минимальная заработная плата

**Млрд** – миллиард

**Млн** – миллион

**МНЭ** – Министерство национальной экономики Республики Казахстан

**МФ РК** – Министерство финансов Республики Казахстан

**МЭР** – Министерство экономического развития Российской Федерации

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

**Трлн** – триллион

**Тыс** – тысяча

**ТШО** – Тенгизшевройл

**ЦБРФ** – Центральный банк Российской Федерации

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

**ФРС** – Федеральная резервная система США