



Национальный Банк Республики Казахстан

# ОБЗОР ИНФЛЯЦИИ

Март 2019

Алматы, Казахстан

---

**Обзор инфляции** является кварталным изданием Национального Банка, который содержит анализ основных макроэкономических факторов, влияющих на инфляцию, а также прогноз макроэкономических параметров в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

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

Прогноз макроэкономических показателей подготовлен на основе статистической информации по состоянию на **15.02.2019г.**

## СОДЕРЖАНИЕ

|                                                                                             |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>РЕЗЮМЕ</b>                                                                               | <b>4</b>  |
| <b>I. ПРОГНОЗЫ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ</b>                                  | <b>6</b>  |
| <b>1. Внешние предпосылки прогноза</b>                                                      | <b>6</b>  |
| 1.1 Внешняя экономическая ситуация                                                          | 7         |
| 1.2 Внешняя инфляционная динамика                                                           | 8         |
| 1.3 Денежно-кредитные условия во внешнем секторе                                            | 9         |
| 1.4 Товарные рынки                                                                          | 10        |
| <b>2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию и риски прогноза</b> | <b>11</b> |
| 2.1 Инфляция                                                                                | 11        |
| 2.2 Экономическая активность                                                                | 12        |
| 2.3 Фискальная политика                                                                     | 12        |
| 2.4 Платежный баланс                                                                        | 14        |
| 2.5 Риски в среднесрочной перспективе                                                       | 15        |
| <b>II. АНАЛИЗ ТЕКУЩЕЙ СИТУАЦИИ</b>                                                          | <b>18</b> |
| <b>1. Ценообразование</b>                                                                   | <b>18</b> |
| 1.1 Инфляционные процессы                                                                   | 18        |
| 1.2 Инфляционные ожидания                                                                   | 20        |
| <b>2. Развитие внутренней экономики</b>                                                     | <b>21</b> |
| 2.1 Внутренний спрос                                                                        | 21        |
| 2.2 Внутреннее предложение                                                                  | 23        |
| 2.3 Рынок труда                                                                             | 28        |
| <b>3. Фискальная политика</b>                                                               | <b>29</b> |
| <b>4. Финансовый рынок</b>                                                                  | <b>31</b> |
| 4.1 Денежный рынок                                                                          | 31        |
| 4.2 Валютный рынок                                                                          | 33        |
| 4.3 Депозитный рынок                                                                        | 33        |
| 4.4 Кредитный рынок                                                                         | 34        |
| <b>ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ</b>                                                           | <b>38</b> |

## РЕЗЮМЕ

С момента выхода предыдущего Обзора инфляции Национальным Банком было принято два решения по базовой ставке. В январе и марте 2019 года базовая ставка была сохранена на уровне 9,25% при неизменном коридоре +/-100 базисных пунктов.

В феврале 2019 года годовая инфляция сохранила тенденцию замедления, достигнув середины нового целевого коридора 4-6% и составив 4,8%. Фактическая динамика инфляции формируется ниже предполагаемых кварталом ранее значений. Замедление инфляционных процессов в конце 2018 года и начале 2019 года наблюдалось вследствие положительных шоков на плодоовощном и топливно-энергетическом рынках, а также снижения цен на регулируемые услуги. Вместе с тем, базовая инфляция (без учета изменения цен на фрукты, овощи, регулируемые услуги и энергоресурсы) в феврале 2019 года существенно превысила общую инфляцию, составив 7,1%, что указывает на неустойчивый характер инфляционного фона в экономике.

В феврале 2019 года значение ожидаемой через 12 месяцев инфляции составило 4,7%. Закрепление инфляционных ожиданий вблизи данного уровня и повышение их устойчивости в краткосрочной перспективе будет способствовать достижению цели по инфляции в 2019 году.

По оценкам Национального Банка, в рамках базового сценария, предполагающего цену на нефть марки Brent на уровне 60 долл. США за баррель, в 2019 году годовая инфляция будет находиться в пределах таргетируемого коридора 4-6%. По сравнению с предыдущим прогнозным раундом «Ноябрь-декабрь 2018 года» краткосрочная траектория инфляции была скорректирована в сторону понижения.

В 2020 году возможна реализация проинфляционных рисков. Во-первых, положительный эффект от понижения в конце 2018 года – начале 2019 года тарифов на регулируемые услуги на инфляцию будет исчерпан. Во-вторых, сохранится рост потребительского спроса, связанный с фискальным стимулированием. Помимо этого, динамика мировой продовольственной инфляции будет оказывать влияние на рост продовольственной инфляции в Казахстане на прогнозной перспективе.

По сравнению с прошлым прогнозным раундом риск профиль в целом не претерпел существенных изменений, за исключением некоторого ослабления внешних рисков. В частности, снизились риск падения цен на нефть на фоне их стабилизации и риск оттока капитала с развивающихся рынков в условиях более мягкой риторики ФРС США. В то же время, стоит отметить сохранение на высоком уровне проинфляционных рисков со стороны потребительского спроса и фискального импульса.

На прогнозной перспективе разрыв выпуска будет сохраняться в слабоположительной зоне, как следствие, будет наблюдаться дополнительное проинфляционное давление на процессы ценообразования. В среднесрочном периоде положительный разрыв будет сокращаться, приближаясь к концу прогнозного периода к нулевой отметке.

В 2019-2020 годах рост реального ВВП Казахстана замедлится до уровня, близкого к потенциальному. Факторы, определяющие динамику экономической активности на краткосрочном и среднесрочном периодах, не будут существенно различаться. В 2019-2020 годах реальный рост ВВП замедлится до значений ниже 4%. Ключевым драйвером роста будет выступать внутренний спрос на фоне увеличения потребительского и инвестиционного спроса. Экономика также будет стимулироваться слабоположительным фискальным импульсом, связанным с ростом расходов бюджета. Чистый экспорт будет ограничивать рост экономики на прогножном периоде из-за более медленного роста экспорта.

Принятые решения Национального Банка способствуют сохранению нейтрального характера денежно-кредитных условий. Реальные рыночные процентные ставки находятся на уровне, достаточном для достижения целевого ориентира по инфляции и одновременно способствующем поддержанию темпов роста экономики, близких к потенциальному значению. Риски ухудшения внешней ситуации, учитываемые при предыдущих решениях об уровне базовой ставки, не реализовались, и вероятность их дальнейшего проявления, по оценкам Национального Банка, уменьшилась.

## I. ПРОГНОЗЫ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

### 1. Внешние предпосылки прогноза

В 2019-2020 годах мировые запасы нефти продолжают постепенно увеличиваться<sup>1</sup>. Рост мировых запасов будет сопровождаться наращиванием добычи нефти, а также более медленным ростом потребления.

В 2018 году мировые запасы нефти ввиду ускорения ее добычи в некоторых странах<sup>2</sup> и незначительного замедления потребления постепенно увеличивались (график 1). На этом фоне мировые цены на нефть, достигнув четырехлетнего максимума в октябре 2018 года, резко снизились. По данным Reuters, с начала 2019 года цена на нефть марки Brent выросла более чем на 17% и по состоянию на 15 февраля 2019 года составила 66,25 долларов США за баррель.

График 1. Динамика мирового рынка нефти, г/г



Источник: EIA

Производство нефти будет показывать более слабый рост по сравнению с 2018 годом (график 2).

Основной вклад в мировое производство нефти будет обеспечен со стороны США, Канады, стран Европейского союза и Латинской Америки. В странах ОПЕК в связи с действием соглашения по сокращению добычи ожидается

сокращение производства в 2019 году со слабым восстановлением роста в 2020 году.

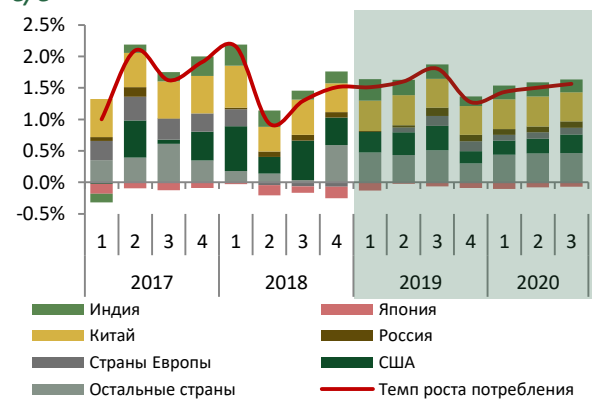
График 2. Мировое производство нефти, г/г



Источник: EIA

Мировое потребление нефти (график 3) ускорится, однако темпы его роста будут слабее, чем темпы роста предложения.

График 3. Мировое потребление нефти, г/г



Источник: EIA

Экономическое положение в основных странах-импортерах нефти в совокупности с дальнейшим развитием международных торговых отношений и финансовых условий в мире будут выступать одними из основных объясняющих факторов формирования цены на нефть. По прогнозам международных организаций, цена на нефть марки Brent в 2019 году в среднем будет составлять 68,1 долларов США, а в 2020 году немного повысится до 69,1 долларов США за баррель (таблица 1).

<sup>1</sup> По прогнозам US Energy Information Administration (EIA)

<sup>2</sup> США, Россия, Саудовская Аравия

**Таблица 1. Прогноз по цене на нефть марки Brent, долл.США за баррель**

|                        | 2019        | 2020        |
|------------------------|-------------|-------------|
| Thomson Reuters*       | 68,3        | 69,0        |
| МВФ**                  | 69,4        | 70,2        |
| Всемирный банк**       | 69,3        | 69,3        |
| Bloomberg***           | 66,9        | 70,0        |
| Consensus forecast**** | 66,6        | 67,0        |
| <b>В среднем</b>       | <b>68,1</b> | <b>69,1</b> |

\* Медиана прогноза по данным на 31.01.2019

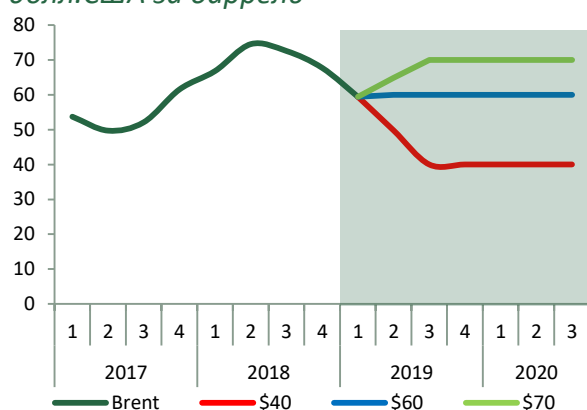
\*\* Прогноз МВФ (январь 2019) и Всемирного банка (январь 2019) базируется на усреднении цены на нефть марок U.K.Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil

\*\*\* Медиана прогноза по данным на 21.02.2019

\*\*\*\* Опрос от 25 января 2019

С учетом ожидаемой динамики цен на нефть и предпосылок дальнейшего развития рынка нефти в рамках прогнозного раунда «Февраль-март 2019 года» на прогнозный период с первого квартала 2019 года по третий квартал 2020 года в качестве базового сценария Национальный Банк рассматривал сценарий цены на нефть на уровне 60 долларов США за баррель. Оптимистичный сценарий предполагает цену на нефть на уровне 70 долларов США за баррель, пессимистичный сценарий – 40 долларов США за баррель (график 4).

**График 4. Цена на нефть марки Brent, долл.США за баррель**



Источник: ЕА

### 1.1 Внешняя экономическая ситуация

МВФ в своем последнем обзоре пересмотрел кратко- и среднесрочные текущие оценки и прогнозы по росту мировой экономики в сторону

снижения<sup>3</sup>. В 2018 году основным фактором стали более медленные темпы роста экономик стран ЕС и некоторых азиатских стран во второй половине года. В 2019-2020 годах замедление мировой экономики во многом объясняется торговыми спорами между США и Китаем, из-за чего замедлился рост мирового промышленного производства и торговли, а также ужесточением финансовых условий и увеличения внешнего долга в некоторых развитых и развивающихся странах. Тем не менее, поддержку росту глобальной экономики окажет ускорение темпов роста экономик США, Индии, ряда африканских стран и стран Ближнего Востока.

Экономический рост стран ЕС на прогнозном горизонте будет умеренным, что будет поддерживаться достаточно мягкой денежно-кредитной политикой ЕЦБ в совокупности с ослаблением налоговой нагрузки в некоторых странах ЕС (Бельгия, Италия) и сильными показателями на рынке труда.

Благоприятные условия финансирования будут способствовать расширению инвестиционной активности и занятости. Позитивное влияние ожидается также ввиду обновления торгового соглашения с Японией, предполагающего постепенную отмену пошлин на производимые товары и услуги стран-партнеров. Сдерживающими факторами послужат неопределенность в торговых отношениях между США и Китаем, на фоне которых экспорт ЕС может ослабнуть еще больше, дальнейший рост государственного долга Италии, а также фактор Brexit, несущий в себе риск сокращения экспорта из Евросоюза в Великобританию.

По экономике Китая прогнозируется умеренное замедление роста. Потребление домашних хозяйств вместе с усилиями правительства по

<sup>3</sup> World Economic Outlook Update, January 2019 «A Weakening Global Expansion»

стимулированию экономики будут выступать основными драйверами роста. Высокая неопределенность в торговых спорах с США продолжит отрицательно воздействовать на объемы экспорта, доходы предприятий и восстановление доверия инвесторов. Медленный рост кредитования скажется на охлаждении рынка жилья, что также будет служить сдерживающим фактором. В ответ на ожидаемое замедление экономики и сложные внешние условия в целях поддержки экономической активности правительство намерено реализовать ряд стимулирующих мероприятий, связанных со снижением налогов, сокращением нормативных резервных требований банков, предоставлением ликвидности частному сектору, а также реализацией ряда инфраструктурных проектов.

**Экономика России.** По оценкам МЭР РФ, рост ВВП России в четвертом квартале 2018 года составил 2,5%. За 2018 год экономика России в реальном выражении выросла на 2,3%. Высокие значения 2018 года были обусловлены ростом добычи полезных ископаемых, строительства, финансовой и страховой деятельности. При этом стоит отметить, что в январе 2019 года Росстат пересмотрел динамику строительной отрасли в сторону сильного увеличения (с околонулевых значений до 5,3 % за 2018 год).

По оценкам Национального Банка, на прогнозном горизонте ожидается замедление темпов экономического роста России до 1,5% в 2019 году и 1,6% в 2020 году. Ожидания замедления ВВП России связаны с замедлением деловой активности на фоне увеличения ставки НДС, умеренно-жесткой денежно-кредитной политикой, колебанием на мировых рынках. По прогнозам МЭР России, при реализации базового сценария ВВП России в 2019 году замедлится до 1,3%, а в 2020 году ускорится до 2% (график 5).

График 5. Реальный рост ВВП Китая, ЕС, России, г/г



Источник: Eurostat, National Bureau of Statistics of China, Росстат, МЭР РФ, Consensus Ecs., European Commission, прогнозы НБРК

По оценкам МВФ рост мировой экономики за 2018 год составил 3,7% (в 2017 году 3,8%), а в 2019-2020 годах ожидается замедление до 3,5% и 3,6%, соответственно.

## 1.2 Внешняя инфляционная динамика

В конце 2018 года во многих странах было отмечено замедление инфляционных процессов. Основная причина — снижение мировых цен на нефть. В 2019 году ожидается некоторое ускорение инфляции в Китае и в России с последующим возвращением к показателям 2018 года. В ЕС инфляция будет находиться в пределах целевых параметров.

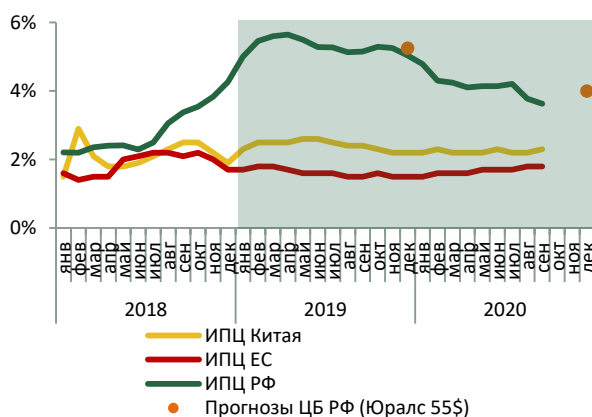
**Инфляция в ЕС,** по прогнозам международных организаций будет колебаться на уровне около 2% на всем прогнозном горизонте. Умеренные темпы роста инфляции связывают с более низкими мировыми ценами на нефть, чем прогнозировалось ранее. К концу 2020 года инфляция в ЕС из-за роста сервисной компоненты на фоне устойчивого роста заработной платы начнет постепенно ускоряться.

**Инфляция в Китае** в конце предыдущего года замедлилась в результате снижения цен на автомобили из-за слабого внутреннего спроса. До середины 2019 года прогнозируется ее повышение на фоне ослабления

национальной валюты к доллару США, а также ожидаемого роста цен на сезонные продукты и на мясо в результате распространения африканской чумы среди свиней. Со второго полугодия 2019 года и до конца прогнозного периода инфляция будет находиться около 2%-2,2%.

**Инфляция в России** в конце 2018 года инфляция ускорилась, что было вызвано ослаблением курса рубля, а также ростом цен в преддверии повышения ставки НДС и резкого роста потребительского кредитования. По оценкам Национального Банка годовая инфляция в России при базовом сценарии в первом полугодии 2019 года ускорится до 5,6%. Но по мере исчерпания эффекта указанных факторов ситуация стабилизируется, и инфляция вернется к таргетируемому диапазону (около 4%) весной 2020 года. По прогнозам ЦБ РФ инфляция в России по итогам 2019 года ускорится до 5-5,5%. В 2020 году ожидается постепенное замедление до 4% (график 6).

График 6. Инфляция в Китае, ЕС, России, г/г



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

### 1.3 Денежно-кредитные условия во внешнем секторе

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом ожидания в отношении дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики центральных банков стран – торговых партнеров существенно ослабли.

На последнем январском заседании ФРС США сохранила базовую ставку неизменной на фоне ожиданий более медленного роста экономик ЕС и Китая, а также неопределенности в торговых спорах с Китаем и возможного ослабления эффекта ранее введенных фискальных стимулов. Риторика в отношении дальнейших мер стала более сдержанной. Ожидаемое повышение ставки ФРС в 2019 году, по всей видимости, произойдет только к концу года. По 2020 году перспектива роста ставки вовсе становится минимальной.

В ЕС денежно-кредитная политика сохраняется адаптивной. До лета 2019 года ключевые процентные ставки будут сохранены на текущих минимальных отметках. Также в целях поддержания благоприятных условий ликвидности и монетарного стимулирования ЕЦБ принял решение продолжать реинвестировать основные платежи от погашения ценных бумаг, приобретенных в рамках программы скупки активов.

Центральный Банк Китая в силу замедления темпов роста экономики с учетом дальнейшей борьбы с распространением теневой банковской деятельности планирует усилить поддержку экономики. Для этой цели будут снижены нормы обязательных резервов для банков, сокращена налоговая нагрузка, кроме этого Центральный Банк Китая объявил о создании нового инструмента денежно-кредитной политики – целевого среднесрочного кредитного механизма, направленного на предоставление долгосрочной ликвидности для поддержки частных и малых компаний.

Учитывая, что в 2019-2020 годах инфляция в России начнет плавно замедляться, по нашим оценкам, денежно-кредитные условия в России существенно не изменятся. В среднесрочной перспективе на фоне замедления инфляции и вхождения ее в таргетируемый диапазон не исключено

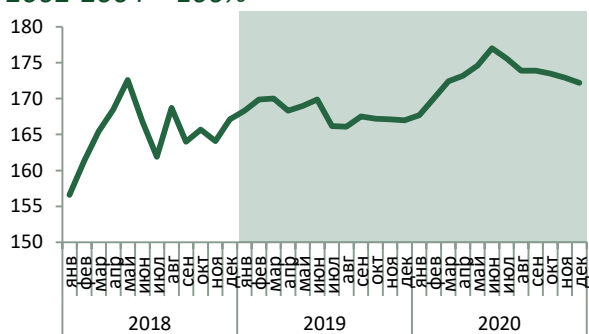
некоторое смягчение денежно-кредитной политики Банка России.

#### 1.4 Товарные рынки

Индекс цен ФАО на зерновые, являющийся прокси показателем для продовольственной компоненты инфляции, в январе 2019 года по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года вырос на 7,3% и составил 168,1 пункта.

Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН в 2019 году прогнозирует рост потребления, снижение общемировых запасов и одновременное сокращение производства. В 2019 году это будет являться одной из основных причин роста стоимости зерновых культур. Также следует отметить, что продовольственное потребление пшеницы будет соответствовать показателям роста населения, вследствие чего ограничения для расширения посевных площадей будут являться факторами дальнейшего снижения запасов зерновых. В среднесрочной перспективе это существенно повлияет на рост мировых цен на зерновые (график 7).

График 7. Индекс цен ФАО, 2002-2004 = 100%



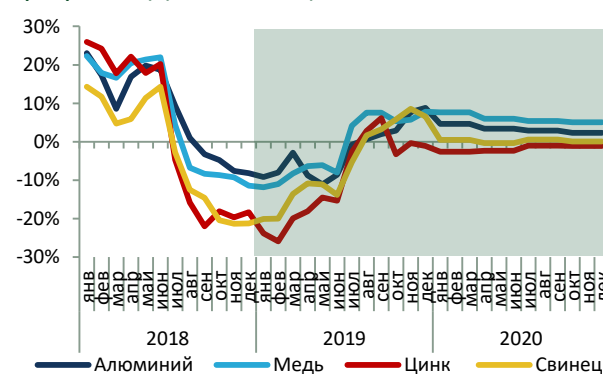
Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная ООН (ФАО)

На рынке металлов под воздействием слабого спроса со стороны Китая из-за экологической программы и более медленных темпов роста экономики, а также роста опасений по замедлению мировой экономики в

целом почти до середины 2019 года цены на анализируемые металлы сохраняются на текущих отметках.

Со второй половины 2019 года и до конца прогнозного периода ожидается рост цен на металлы, что будет обусловлено ускорением роста экономики Индии, стран Африки и других стран-импортеров, разрешением или сведением к минимуму торговых споров между странами, а также наличием дефицита некоторых металлов в мире.

График 8. Динамика цен на металлы, г/г



Источник: Reuters, Consensus Ecs.

## 2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию и риски прогноза

### 2.1 Инфляция

**В 2019 году годовая инфляция будет находиться в пределах таргетируемого коридора.**

На потребительском рынке продолжается, начавшееся в 2016 году, постепенное замедление годовой инфляции. На этом фоне Национальный Банк постепенно пересматривает и снижает целевой ориентир по инфляции. На 2019 год целевой коридор инфляции составляет 4-6%.

Внешний инфляционный фон будет усиливаться в 2019 году, постепенно ослабевая в 2020 году. Основной причиной станет динамика инфляции в России в эти годы и ожидаемый рост мировых цен на зерновые.

Внутреннее инфляционное давление будет проявляться в течение всего прогнозируемого периода. Это будет связано с расширением внутреннего спроса на фоне увеличения реальных денежных доходов и расходов бюджета на социальные цели.

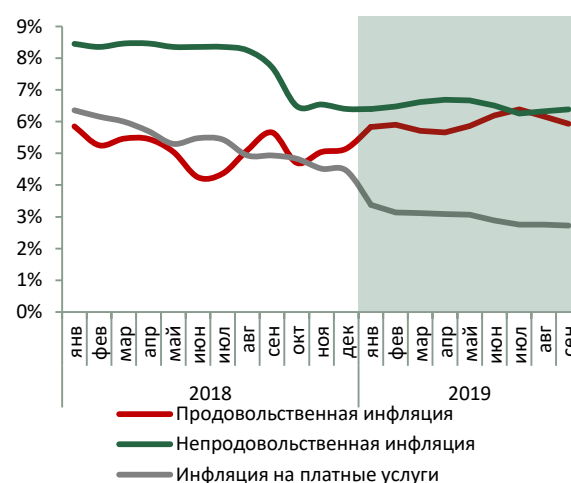
Положительный шок от снижения цен на рынке плодоовощной продукции, произошедший в 2018 году постепенно затухает, что станет основным фактором ускорения продовольственной компоненты инфляции на краткосрочном горизонте.

Помимо этого, вследствие произошедшего во второй половине 2018 года обесценения национальной валюты ожидается ускорение роста цен на продукцию производителей пищевой промышленности. Также ожидается остаточная подстройка цен на непродовольственные товары на краткосрочном горизонте в ответ на прошлогоднее ослабление тенге. Вместе с тем, ожидаемая ценовая стабильность на рынке горюче-смазочных материалов и твердого топлива позволят частично

нивелировать негативные тенденции. В результате, в 2019 году существенного изменения динамики непродовольственной инфляции не ожидается.

В 2019 году рост цен на нерегулируемые услуги продолжится, сохранившись на текущих уровнях. Между тем, предполагается, что тарифы на услуги естественных монополистов, после их пересмотра в сторону понижения в конце 2018 года – начале 2019 года, сохранятся на стабильном уровне. Сдержанный рост цен и тарифов на регулируемые услуги станет основным фактором замедления инфляции платных услуг (график 9).

**График 9. Прогноз компонент инфляции на 2019 год, г/г**

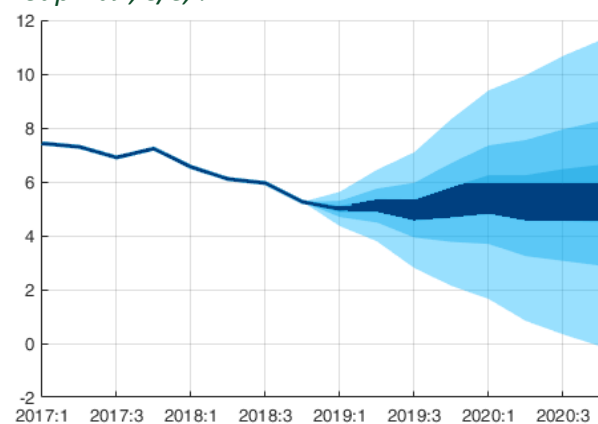


Источник: расчеты НБРК

В 2020 году не ожидается существенного замедления инфляции (график 10). Во-первых, положительный эффект от понижения тарифов на регулируемые услуги на инфляцию будет исчерпан. Во-вторых, сохранится рост потребительского спроса, связанный, как с ростом повышением минимальной заработной платы, так и другими социальными расходами, а также со снижением индивидуального подоходного налога для низкооплачиваемых категорий работников. Помимо этого, динамика мировой продовольственной инфляции будет оказывать влияние на рост

продовольственной инфляции в Казахстане на прогнозной перспективе.

График 10. Инфляция, в среднем за квартал, г/г, %



Источник: расчеты НБРК

Стоит отметить, что при изменении предпосылок прогноза, а также реализации негативных внешних и внутренних шоков динамика инфляции будет корректироваться в сторону повышения.

## 2.2 Экономическая активность

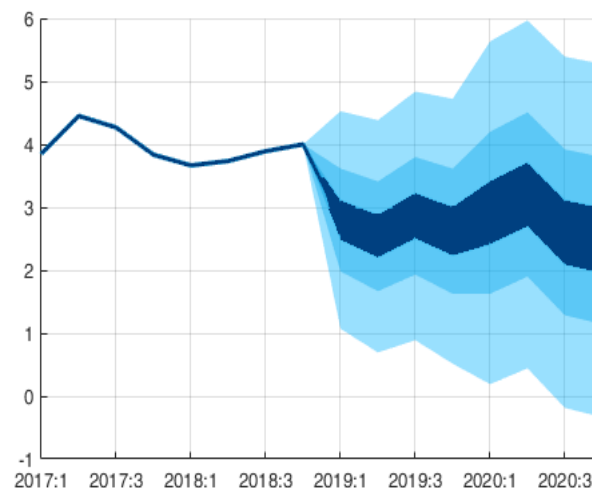
**В 2019-2020 годах рост реального ВВП Казахстана будет находиться близко к своему потенциальному уровню, при этом разрыв выпуска будет сохраняться в слабо положительной зоне на всей прогнозной перспективе, оказывая дополнительное проинфляционное давление в экономике.**

Прогнозы по росту ВВП не претерпели значительных изменений по сравнению с прошлым прогнозным раундом. Факторы, определяющие динамику экономической активности на краткосрочном и среднесрочном периодах, не будут существенно различаться.

На среднесрочном горизонте прогнозирования положительный разрыв будет сокращаться, приближаясь к нулевой отметке к концу прогнозного периода.

В 2019-2020 годах рост ВВП замедлится до значений ниже 4% (график 11).

График 11. Динамика роста ВВП, г/г, в % накопленным итогом



Источник: расчеты НБРК

Ключевым драйвером роста будет выступать внутренний спрос на фоне увеличения потребительского и инвестиционного спроса. Экономика также будет стимулироваться слабоположительным фискальным импульсом в 2019-2020 годах, связанным с ростом расходов бюджета на повышение заработных плат, пенсий, пособий и иные социальные меры. Чистый экспорт будет ограничивать рост экономики на прогнозном периоде из-за более медленного роста экспорта.

Основным каналом расширения потребительского спроса в 2019-2020 годах будут выступать рост потребительского кредитования, а также увеличение реальных денежных доходов населения, подкрепленных ростом минимальной заработной платы и снижением налоговой нагрузки для работников с заработной платой не более 25 МРП.

Рост инвестиционного спроса в среднесрочной перспективе будет связан с увеличением инвестиций в основной капитал в рамках строительства завода третьего поколения на нефтяном месторождении Тенгиз. Инвестиции в жилищное строительство также будут показывать положительную динамику в рамках дальнейшей реализации программ по стимулированию спроса на жилье.

Расходы органов государственного управления на потребление будут демонстрировать слабopоложительную динамику в среднесрочной перспективе. Основным фактором роста будет выступать рост расходов на заработные платы работникам бюджетной сферы. Между тем, сдерживающее воздействие на государственное потребление будет оказывать оптимизация расходов в неприоритетных сферах затратной части бюджета.

Темпы роста экспорта значительно замедлятся. Сдержанная динамика экспорта будет связана с остановкой на ремонт от одного месяца до полутора месяцев основных нефтегазовых месторождений Казахстана. Кроме того, потенциал расширения добычи на месторождении Кашаган существенно ограничен, а Карачаганак входит в фазу падающей добычи. Наряду с этим, сдерживающее воздействие на динамику экспорта будет оказывать слабый внешний спрос на фоне замедления экономической активности в Китае, а также низких темпов роста ВВП в ЕС и России.

В свою очередь, расширение потребительского и инвестиционного спроса станут главными составляющими роста импорта в прогнозном периоде.

Вклад чистого экспорта в рост ВВП на прогнозном периоде будет отрицательным. Темпы роста импорта будут превышать темпы роста экспорта.

В части производства ВВП в краткосрочном периоде ожидается рост во всех основных отраслях экономики. Сдерживающее влияние на рост экономики будет оказывать замедление темпов роста горнодобывающей промышленности, обусловленное остановкой на ремонт основных нефтегазовых месторождений Казахстана.

Данный фактор окажет негативный эффект и на рост торговли, а именно, оптовой торговли в части продаж непродовольственных товаров (сырая нефть). Положительный вклад в рост

торговли будет вносить увеличение розничного товарооборота на фоне увеличения реальных денежных доходов населения и позитивной динамики потребительского спроса.

Обрабатывающая промышленность будет демонстрировать постепенный рост за счет увеличения производства промежуточных товаров в металлургической промышленности (производство черной металлургии и цветных металлов).

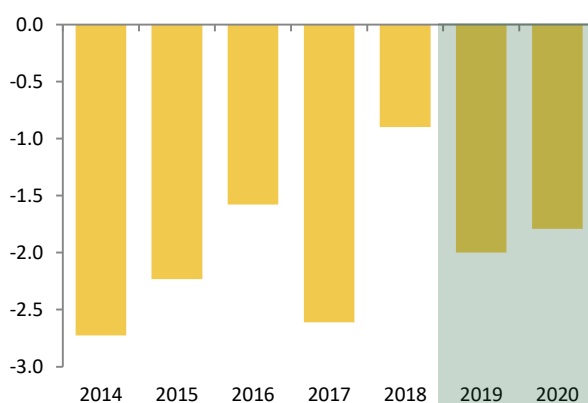
Объемы строительных работ и грузооборот транспорта будут расти темпами, сопоставимыми с показателями 2018 года.

### 2.3 Фискальная политика

**На прогнозной перспективе будет наблюдаться расширение дефицита республиканского бюджета вследствие слабости доходной части бюджета и активной политикой расходования.**

Прогнозы дефицита бюджета Национального Банка являются более консервативными по сравнению с прогнозными оценками Министерства финансов РК, что связано с различием в оценках будущих значений номинального ВВП.

*График 12. Дефицит республиканского бюджета, в % к ВВП*



Источник: МФ РК, расчеты НБРК

В 2019-2020 годах будет наблюдаться слабый рост доходов бюджета на уровне 5,9% и 4,2%, соответственно. Основной причиной станет сдержанная динамика

экономической активности на прогнозной перспективе, обусловленная, в частности, более низкими значениями цен на нефть по сравнению с 2018 годом.

Дополнительное давление на рост доходной части бюджета будет оказывать снижение налоговых поступлений в результате сокращения поступлений от вывозных таможенных пошлин на сырую нефть (в 2018 году их доля в общем объеме налоговых поступлений составила 18,6%), чему будет способствовать снижение общих объемов добычи нефти на основных месторождениях. Предполагается закрытие на ремонт месторождений Тенгиз, Кашаган и Карачаганак в течение 2019 года.

Затраты бюджета в 2019-2020 годах вырастут на 10,7% и 4,1%, соответственно. Расширение затратной части бюджета будет связано с увеличением минимальных заработных плат, повышением оплаты труда работников органов внутренних дел, а также ростом расходов на социальное обеспечение, здравоохранение и образование. Дополнительный вклад в рост затратной части бюджета внесут расходы на оборону и промышленность, а также увеличившаяся нагрузка по обслуживанию долга в связи с выпуском еврооблигаций в конце 2018 года.

Таким образом, учитывая слабую динамику роста доходной части бюджета и расширение дефицита бюджета до 2,0% в 2019 году и до 1,8% – в 2020 году, в 2019-2020 годах ожидается, что фискальный импульс будет слабоположительным (Бокс 1). Это будет свидетельствовать о проинфляционном давлении со стороны бюджетной политики.

## 2.4 Платежный баланс

В 2019 году ожидается ухудшение состояния текущего счета платежного баланса текущего счета по сравнению с 2018 годом, связанное с уменьшением объемов экспорта. При этом по сравнению с предыдущим прогнозным

раундом «Ноябрь-декабрь 2018 года» текущий счет сложится с меньшим дефицитом (3,0% от ВВП по сравнению с 3,9% от ВВП) на фоне снижения дефицита баланса доходов.

В 2020 году дефицит текущего счета увеличится до 4,2% от ВВП что обусловлено сценарным снижением цен на нефть, ожидаемым сокращением объемов добычи нефти и газового конденсата и умеренным ростом импорта товаров.

По итогам 2019 года ожидается снижение экспорта на 15,8% (предыдущий прогноз – на 8,8%) до 52,2 млрд. долларов США. Изменение в прогнозе связано с ценами на нефть и пересмотром в сторону снижения ожиданий по добыче нефти. Понижение прогноза также связано с пересмотром темпов роста экономик ЕС и Китая в сторону большего замедления по сравнению с предыдущим прогнозным раундом. В 2020 году экспорт товаров снизится на 2,3% до 51,0 млрд. долларов США.

Импорт товаров в 2019 году практически не изменится – рост на 1% до 34,8 млрд. долларов США, а в 2020 году вырастет на 7,6% до 37,4 млрд. долларов США. Более низкие объемы импорта по сравнению с предыдущим прогнозом обусловлены предположением о действии запрета Министерства энергетики РК на ввоз бензина из России железнодорожным транспортом до конца 2020 года.

Потребительский импорт будет поддерживаться ростом располагаемых доходов населения ввиду роста минимальной заработной платы и социальных выплат, сокращения ставки индивидуального подоходного налога для отдельных категорий работников, а также объемами выдачи новых потребительских кредитов.

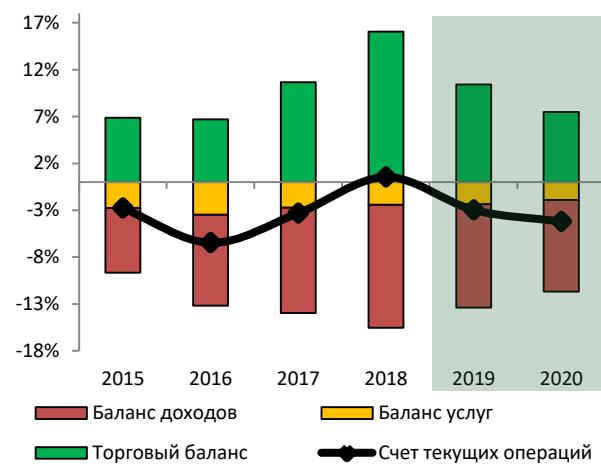
Промежуточный и инвестиционный импорт будут расти вследствие реализации государственных программ и

инвестиционных проектов, преимущественно в нефтегазовом секторе.

В прогнозном периоде ожидается сокращение дефицита баланса доходов до 18,5 млрд. долларов США в 2019 году и 17,7 млрд. долларов США в 2020 году. Текущая прогнозная траектория баланса доходов несколько лучше прогнозов предыдущего рассмотрения, что связано с замедлением роста доходов иностранных инвесторов в сырьевом секторе экономики Казахстана во втором полугодии 2018 года и сокращением ожидаемой добычи нефти на прогнозном горизонте.

Основными рисками прогноза являются несоответствие фактических цен на нефть и объемов ее добычи со сценарными, ускорение темпов реализации инвестиционных проектов, а также поведение прямых иностранных инвесторов в части начисления доходов. Отсутствие полной информации по ожидаемым инвестициям и экономическим эффектам также может привести к изменению траектории прогноза текущего счета (график 13).

**График 13. Динамика текущего счета, в % к ВВП**



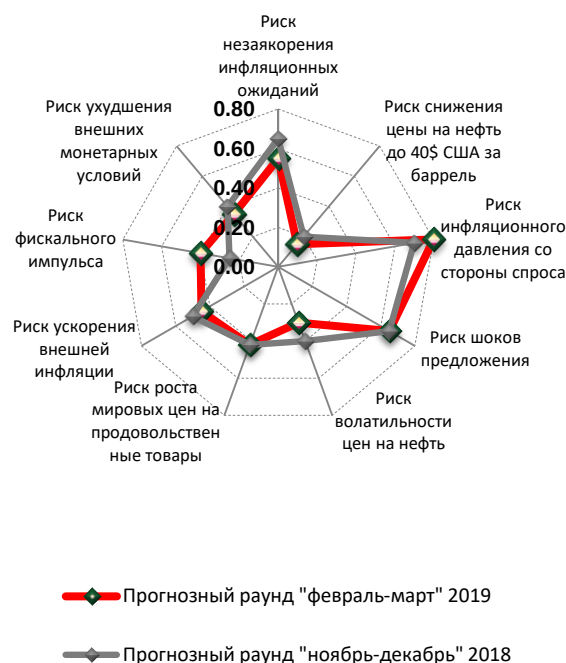
Источник: расчеты НБРК

## 2.5 Риски в среднесрочной перспективе

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом баланс рисков среднесрочного прогноза в целом не изменился, однако отмечается небольшое

ослабление внешних рисков и усиление внутренних (график 14).

**График 14. Карта рисков, основанная на экспертном подходе**



Из внутренних факторов усилился риск инфляционного давления со стороны фискального импульса. Основным источником данного импульса является планируемое увеличение социальной помощи гражданам с низким доходом и реализация инфраструктурных проектов. Более того, возможному разгону внутреннего спроса будут способствовать ранее запланированные меры Правительства по снижению индивидуального подоходного налога для низкооплачиваемых работников, повышению в 2019 году минимальных заработных плат в 1,5 раза, а также положительная динамика потребительского кредитования.

Из-за сохранения недостатка внутреннего производства по-прежнему остаются высокими риски шоков предложения на отдельных товарных рынках. Кроме того, в связи с понижением

тарифов естественных монополий в 2019 году не исключается возможность их обратного повышения в 2020 году вследствие необходимости осуществления инвестиций в основной капитал. Наличие положительной разницы между экспортными и внутренними ценами на бензин может стать причиной их роста в 2019-2020 годах. Реализация данных рисков может привести к увеличению себестоимости потребительских товаров и нарастанию инфляционного давления.

Риск незакоренности инфляционных ожиданий незначительно снизился на фоне стабилизации обменного курса и фактического замедления инфляции. Тем не менее, адаптивность инфляционных ожиданий и их зависимость от динамики обменного курса тенге остаются факторами риска для достижения низкой и устойчивой инфляции в среднесрочной и долгосрочной перспективах.

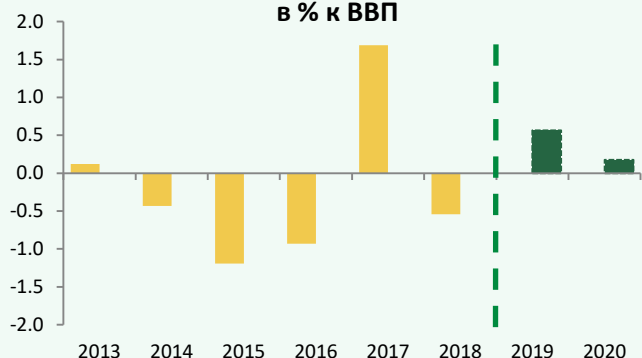
Из внешних факторов необходимо выделить улучшение ситуации на мировом рынке нефти. Ввиду заключения соглашения о снижении добычи нефти членами ОПЕК+ в начале 2019 года цены на нефть стабилизировались на уровне 60 долларов за баррель, и риск существенного падения цен на нефть, а также риск их повышенной волатильности были снижены. Позитивным фактором для рынка нефти также может стать пересмотр роста мировой экономики вследствие нахождения компромисса в торговых спорах между США и Китаем.

Вероятность ухудшения внешних монетарных условий также снизилась в силу более сдержанной риторики ФРС США касательно перспектив повышения ставки. Тем не менее, более жесткая риторика в дальнейшем может привести к оттоку финансовых капиталов из развивающихся стран, обесценению их национальных валют и ускорению инфляционных процессов, в том числе и в Казахстане.

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом оценка рисков роста

мировых цен на продовольствие не изменилась, однако осталась на высоком уровне в условиях прогнозируемого снижения мировых запасов и роста мирового потребления. Более того, сохраняется риск импорта внешней инфляции на фоне ускорения российской инфляции из-за последствий недавнего ослабления рубля и повышения ставки НДС в 2019 году.

В случае реализации пессимистического сценария, предполагающего падение цены на нефть до 40 долл. США за баррель, заметно возрастет давление на номинальный обменный курс тенге, и через эффект переноса инфляция заметно ускорится, приблизившись к верхней границе целевого коридора 4-6% в 2019 году. Вследствие внешнего шока темпы роста ВВП замедлятся до 2,4% в 2019 году. Реакцией Национального Банка может стать ужесточение денежно-кредитной политики, и условия проведения монетарной политики сменятся с нейтральных на сдерживающие.

**Бокс 1. Оценка фискального импульса****Рисунок 1. Фискальный импульс,  
в % к ВВП**

Оценка и прогнозирование параметров бюджетной политики играет важную роль для последующего получения прогнозных оценок показателей экономической активности и инфляционных процессов. Для Национального Банка прогнозирование будущей динамики фискальных показателей позволяет оценить влияние изменений в фискальной политике на экономический рост, ценообразование и учитывается при принятии решения в области денежно-кредитной политики.

В целях оценки фискального импульса был изучен и применен к Казахстану международный опыт прогнозирования показателей фискальной политики и определения характера фискальной политики. В рамках первоначального этапа оценки фискального импульса необходимо осуществить прогнозирование доходной и расходной частей бюджета. Построение прогнозов налоговых поступлений осуществлялось на основе трех методов:

- 1) эффективная налоговая ставка;
- 2) подход, основанный на эластичности изменения налоговых поступлений от налоговой базы;
- 3) уравнения связки на основе множественной регрессии.

Для получения таких входящих параметров прогноза, как налоговая база, выраженная через номинальный ВВП, были построены модели для определения реальных темпов роста ВВП. Кроме того, была построена модель прогнозирования дефлятора ВВП на основе множественной регрессии с применением цен на нефть в тенге и индекса цен производителей промышленной продукции в качестве объясняющих переменных.

По остальным статьям доходной части республиканского бюджета, а также затрат использовались годовые данные из Закона о Республиканском Бюджете.

После получения прогнозов был произведен расчет операционного сальдо бюджета, определяемого как разница между доходами и затратами бюджета. Для исключения воздействия решений прошлых периодов из операционного сальдо были исключены расходы по обслуживанию долга (процентные расходы). Дополнительно было устранено влияние циклов экономической активности на динамику сальдо. Заключительным этапом в рамках определения направленности фискальной политики является оценка фискального импульса.

Фискальный импульс представляет собой разность операционных сальдо в периодах  $t$  и  $(t-1)$ . Если операционное сальдо в момент времени  $t$  больше сальдо в момент времени  $(t-1)$ , фискальный импульс по отношению к экономической активности является отрицательным (сдерживающая фискальная политика), если операционное сальдо в момент времени  $t$  меньше своего предыдущего значения – положительный (стимулирующая фискальная политика). При равенстве сальдо в периодах  $t$  и  $(t-1)$ , предполагающем их нулевую разницу, фискальный импульс отсутствует.

Более подробно с результатами данной работы можно ознакомиться в Рабочем документе Жузбаев А. «Система прогнозирования и оценивания параметров бюджетной политики Казахстана на основе международного опыта», Экономическое исследование Национального Банка РК, №2019-1, январь 2019 года (<https://nationalbank.kz/?docid=3546&switch=russian>).

## II. АНАЛИЗ ТЕКУЩЕЙ СИТУАЦИИ

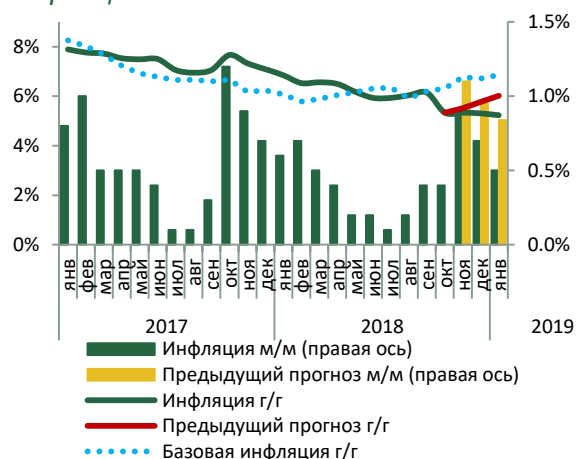
### 1. Ценообразование

#### 1.1 Инфляционные процессы

По итогам 2018 года инфляция формировалась ниже прогнозной динамики, что обеспечивалось положительными шоками на рынке горюче-смазочных материалов, а также плодоовощной продукции. Кроме того, в конце года были снижены тарифы на отдельные виды платных услуг. Как следствие, уровень годовой инфляции по итогам 2018 года практически достиг нижней границы целевого коридора.

По итогам 2018 года годовая инфляция сложилась в пределах целевого коридора Национального Банка 5-7%, составив 5,3% (график 15). В январе 2019 года она замедлилась до 5,2%. Фактическая инфляция оказалась ниже ожидаемых значений прогнозного раунда «Ноябрь-декабрь 2018 года».

График 15. Динамика факта и прогноза инфляции



Источник: КС МНЭ РК, прогнозы НБРК

По оценкам Национального Банка, ожидалось, что инфляция по итогам 2018 года сложится ближе к верхней границе целевого коридора. Это было связано с ожидаемой подстройкой цен к произошедшему в 2018 году ослаблению обменного курса тенге (за март-сентябрь 2018 года тенге обесценился к доллару США на 15%), учитывая значимую долю

импорта в потребительской корзине. Так, по предварительным данным КС МНЭ, в 2018 году доля импорта в потреблении продовольственных и непродовольственных товаров составила 23% и 59%, соответственно.

Позитивная динамика фактической инфляции, которая наблюдалась в последние месяцы 2018 года, была связана с положительными шоками на плодоовощном и топливно-энергетическом рынках, помимо этого, наблюдалось снижение цен на регулируемые услуги.

Базовая инфляция, которая не учитывает изменение цен на фрукты, овощи, регулируемые услуги и энергоресурсы, по итогам 2018 года составила 6,7%, в январе 2019 года – 6,9%, повысившись с 5,8% в феврале 2018 года.

В ноябре и декабре 2018 года фактические значения продовольственной инфляции оказались ниже прогноза (график 16).

График 16. Динамика факта и прогноза продовольственной инфляции, м/м

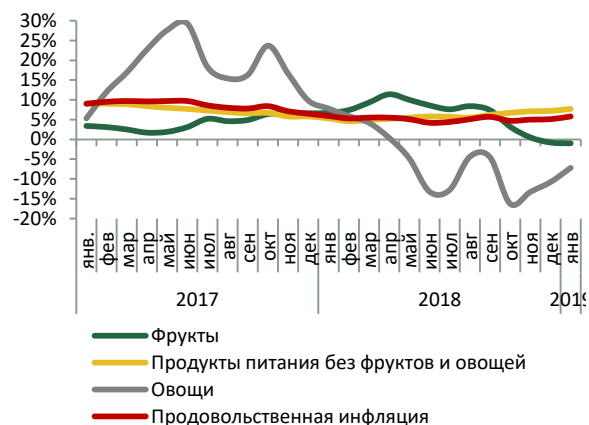


Источник: КС МНЭ РК, прогнозы НБРК

Высокое предложение, как со стороны импорта, так и со стороны внутреннего производства овощей и фруктов, вызванное ростом валового сбора урожая и урожайности, стали положительным шоком для соответствующего рынка. Как следствие, наблюдалась нетипичная для данного периода динамика цен на фрукты: в ноябре 2018 года они снизились, в декабре 2018 года – незначительно выросли. В целом цены на плодоовощную

продукцию в 2018 году складывались на более низком уровне по сравнению с 2017 годом, снижение за год составило 6,4% (график 17).

**График 17. Динамика показателей продовольственной инфляции, г/г**



Источник: КС МНЭ РК

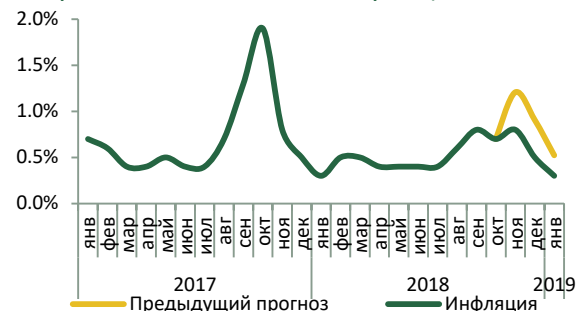
Цены на остальные продовольственные товары показали рост (график 17). Среди факторов роста цен на продовольственные товары, учитывая высокую долю отечественного производства в потреблении, следует отметить ускорение роста цен в сельском хозяйстве, рост цен в обрабатывающей промышленности, в частности, в производстве продуктов питания и табачных изделий.

Кроме того, сокращение внутреннего производства и импорта отдельных продуктов питания, изменение торговых условий и тарифных барьеров на отдельных товарных рынках оказывали негативное влияние на ценообразование на потребительском рынке страны.

Рост цен на непродовольственные товары также оказался ниже ожидаемых значений (график 18).

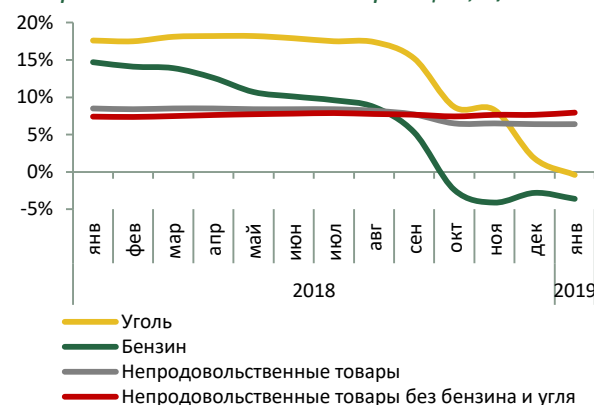
На фоне высокого предложения, вызванного полной загрузкой трех нефтеперерабатывающих заводов после завершения их модернизации и введенных в августе 2018 года ограничений на импорт горюче-смазочных материалов из России, цены на бензин сохранили тренд на снижение (график 19).

**График 18. Динамика факта и прогноза непродовольственной инфляции, м/м**



Источник: КС МНЭ РК, прогнозы НБРК

**График 19. Динамика показателей непродовольственной инфляции, г/г**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

В декабре 2018 года и январе 2019 года в разгар отопительного сезона было зафиксировано снижение цен на уголь, что было связано с реализацией административных мер местными исполнительными органами, направленными на снижение отпускных цен на уголь.

Цены на непродовольственные товары, без учета бензина и угля, в целом показывали стабильно высокие темпы роста. Так, например, в январе 2019 года непродовольственная инфляция без угля и бензина, по оценкам, составила 7,9% (к январю 2018 года), что на 1,5 п.п. выше непродовольственной инфляции (график 19). В структуре непродовольственных товаров наблюдалось ускорение годовых темпов роста цен на предметы для дома (бытовая техника, текстиль, строительные материалы) на фоне сохранения повышенного спроса на данную категорию товаров.

Дополнительным фактором стало повышение цен на импортные непродовольственные товары на 8,9% в декабре 2018 года (по сравнению с соответствующим месяцем 2017 года). Основными причинами удорожания импорта стали обесценение обменного курса тенге к доллару США и российскому рублю, а также высокий потребительский спрос на фоне роста реальных денежных доходов.

В последние месяцы 2018 года динамика цен на услуги соответствовала прогнозным значениям. Существенное отклонение произошло в январе 2019 года (график 20).

*График 20. Динамика факта и прогноза сервисной инфляции, м/м*



Источник: КС МНЭ РК, прогнозы НБРК

Цены на платные услуги в 2018 году росли умеренными темпами, не превышающими общую инфляцию. Динамика цен в 2018 году в целом соответствовала исторической динамике, существенных шоков не наблюдалось. Как следствие, фактические значения сервисной инфляции в ноябре-декабре 2018 года соответствовали прогнозу.

В январе 2019 года ожидалось, что рост тарифов ускорится, в первую очередь на такие услуги, как тепловая энергия, канализация, водоснабжение, электроэнергия, услуги, связанные с содержанием жилых сооружений, сбор мусора. Между тем, меры, предпринятые Правительством, по усилению контроля над формированием тарифов естественных монополий привели к снижению стоимости регулируемых услуг

на 1,7% в январе 2019 года по сравнению с предыдущим месяцем (на 0,7% по сравнению с январем 2018 года). Необходимо отметить, что, как правило, в январе стоимость регулируемых услуг повышается: среднемесечный рост регулируемых услуг с 2011 года по 2018 год составил 1,1%.

В результате, годовой рост тарифов на платные услуги в целом замедлился с 4,5% до 3,4% (график 21).

*График 21. Динамика регулируемых и нерегулируемых услуг, г/г*



Источник: КС МНЭ РК

Вместе с тем, темпы роста тарифов на другие платные услуги незначительно ускорились (график 21). Услуги, чувствительные к изменениям обменного курса, продемонстрировали некоторое удорожание (туристические услуги, услуги отдыха/культуры). Кроме того, зафиксировано удорожание услуг доступа к сети интернет после длительного периода стабильности, что было обусловлено ростом издержек в секторе связи.

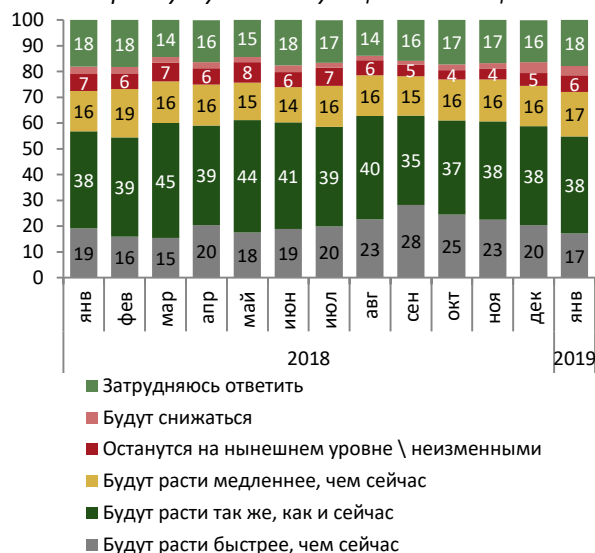
## 1.2 Инфляционные ожидания

В последние месяцы наблюдается тренд по снижению инфляционных ожиданий населения. Основным фактором постепенного снижения ожиданий по росту цен стало замедление фактической годовой инфляции. Воспринимаемая инфляция, после продолжительного роста со второй половины 2018 года, незначительно снизилась в начале текущего года.

По результатам опроса населения наблюдаются изменения в структуре ответов респондентов на вопрос по ожидаемой через год инфляции. Доля ожидающих ускорения роста цен в следующие 12 месяцев существенно снизилась после пика в сентябре прошлого года, составив по итогам января 17% от общего числа респондентов (график 22). Соответственно, ответы населения сменились в сторону более низких ожиданий роста цен.

**График 22. Оценка роста цен через год**

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



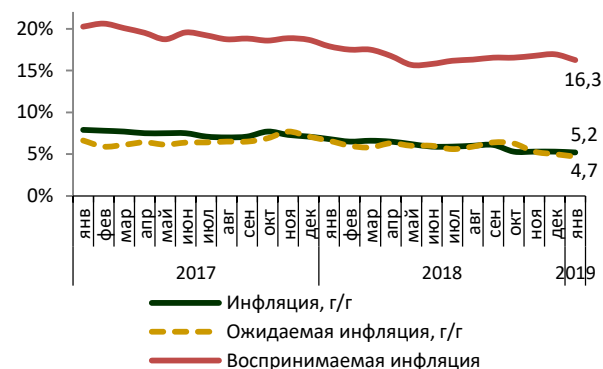
Источник: GfK Kazakhstan

Количественная оценка ожидаемой через год инфляции<sup>4</sup> по итогам января 2019 года составила 4,7% (график 22), находясь ниже уровня фактической годовой инфляции и достигнув минимума за все время проведения опросов.

Значение воспринимаемой инфляции<sup>5</sup>, которая формируется из субъективной корзины товаров отдельного

человека, снизилось до 16,3% по итогам января. Несмотря на продолжительный рост во второй половине 2018 года долгосрочная понижающая динамика воспринимаемой инфляции сохраняется (график 23).

**График 23. Ожидаемая и воспринимаемая инфляция**



Источник: КС МНЭ РК, GfK Kazakhstan

## 2. Развитие внутренней экономики

### 2.1 Внутренний спрос

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

По оценкам Национального Банка, рост ВВП методом конечного использования за 9 месяцев 2018 года ожидался на уровне 4,0%. Фактический рост ВВП за этот период составил 4,1%. Заметные отклонения произошли в оценке потребительского спроса и валового накопления (таблица 2).

Ускорение роста реальных денежных доходов населения привело к большему расширению потребительского спроса по сравнению с прогнозом. Рост потребительского спроса за 9 месяцев составил 5,1%, против прогнозного значения 4%. Основной причиной расширения потребительского спроса

<sup>4</sup> Методика расчета квантификации инфляционных ожиданий опубликована на официальном интернет-ресурсе Национального Банка в разделе «Денежно-кредитная политика»- «Инфляция и инфляционные ожидания»

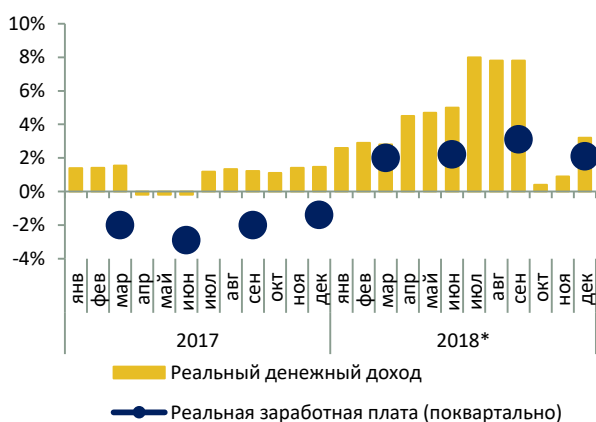
<sup>5</sup> В качестве воспринимаемой инфляции используется медианное значение результатов по вопросу «На сколько именно, по Вашему мнению, выросли цены на товары и услуги за прошедшие 12 месяцев?»

стало ускорение роста реальных денежных доходов. Среди источников доходов населения был зарегистрирован рост заработной платы практически во всех секторах экономики, а также рост пенсионных выплат в результате изменения методики расчета базовой пенсии (график 24).

**Таблица 2. Факт и прогноз ВВП методом конечного использования (декомпозиция ВВП по вкладам компонентов, г/г)**

|                                                 | Прогноз     | Факт        |
|-------------------------------------------------|-------------|-------------|
|                                                 | 9 мес. 2018 | 9мес.2018   |
| <b>ВВП</b>                                      | <b>4.1%</b> | <b>4.0%</b> |
| Потребление д/х                                 | 2%          | 2.6%        |
| Потребление органов государственного управления | -1.4%       | -1.7%       |
| Валовое накопление                              | 0.96%       | 0.72%       |
| Экспорт                                         | 3.3%        | 3.4%        |
| Импорт                                          | 0.9%        | -1.1%       |

**График 24. Реальные денежные доходы и реальная заработная плата, г/г**



Источник: КС МНЭ РК

\*-предварительные данные

Между тем, в четвертом квартале 2018 года по сравнению с предыдущим кварталом рост реальных денежных доходов замедлился. Данное снижение происходило на фоне более медленного роста расходов бюджета на заработные платы государственного сектора (график 25). В результате, реальная заработная плата в государственном управлении и здравоохранении в четвертом квартале 2018 года снизилась. Также снижение реальной заработной

платы наблюдалось в строительстве, а в горнодобывающей отрасли произошло замедление темпов роста.

**График 25. Расходы бюджета на пенсионные выплаты и заработную плату, г/г**



Источник: Министерство финансов РК

\*-предварительные данные

Несмотря на высокую инвестиционную активность в экономике, рост валового накопления за 9 месяцев 2018 года составил 2,8% при прогнозном росте на 5%. В структуре валового накопления произошло сокращение запасов материальных оборотных средств на 3%, что и явилось причиной замедления роста валового накопления. Вместе с тем, накопление самого основного капитала выросло на 4,6%.

В целом в экономике в 2018 году сохранялась высокая инвестиционная активность (график 26) за счет роста всех компонент (работы по строительству, затраты на покупку оборудования и машин, прочие затраты). На этом фоне наблюдался рост инвестиционного импорта, выросли объемы строительных работ, и в течение 2018 года постепенно восстановились инвестиции в жилищное строительство. Ослабевала только инвестиционная деятельность государственных органов, а именно, капитальные затраты бюджета, рост которых составил 3% против 24% в конце 2017 года. Основной причиной столь существенного замедления роста стала реализация планов Правительства по сокращению дефицита бюджета.

График 26. Показатели инвестиционной активности, г/г накопленным итогом



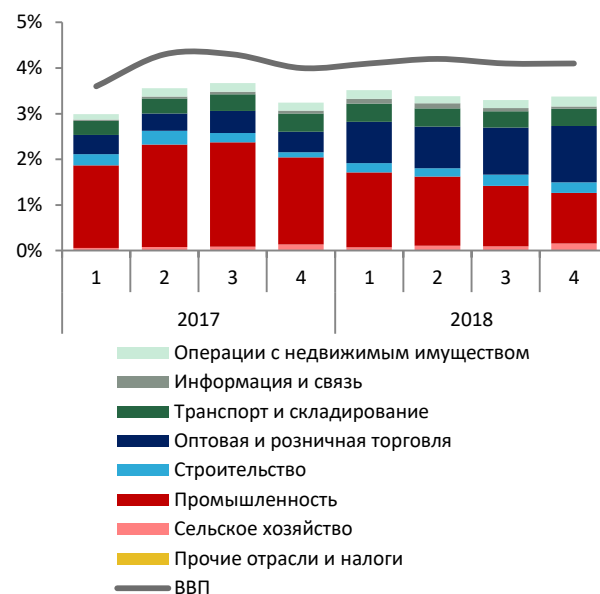
Источник: КС МНЭ РК

На текущий момент инвестиционная активность в экономике в целом ослабла. По итогам января 2019 года инвестиции в основной капитал сократились на 2,5%. Основной проблемой остается преобладающая доля собственных средств, как источника финансирования инвестиций в основной капитал реального сектора. Так, по итогам января 2019 года доля собственных средств предприятий в общем объеме финансирования составила 93,7%, что является историческим максимумом. Отчасти снижение инвестиций в основной капитал связано с эффектом высокой базы 2018 года (в январе 2018 года рост составлял 65%). В настоящее время продолжают инвестиционные проекты в горнодобывающей отрасли (56% от всех инвестиций в основной капитал), операциях с недвижимым имуществом (8%), транспорте (9%) и других отраслях экономики, за исключением торговли и строительства.

## 2.2 Внутреннее предложение

Развитие экономики Казахстана на протяжении 2018 года отличалось стабильной динамикой. Так, реальный рост ВВП методом производства составил 4,1% (график 27).

График 27. Декомпозиция ВВП. Вклад отраслей экономики в прирост ВВП, г/г накопленным итогом



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

Национальный Банк прогнозировал реальный рост ВВП методом производства в 2018 году на уровне 3,9%, что ниже факта на 0,2 п.п. Превышение факта над прогнозом связано в основном с недооценкой темпов роста в строительстве и торговле (таблица 3).

Таблица 3. Факт и прогноз ВВП методом производства (декомпозиция ВВП по вкладам отраслей, г/г)

|                                | Прогноз     | Факт*       |
|--------------------------------|-------------|-------------|
|                                | 2018        | 2018        |
| <b>ВВП</b>                     | <b>3,9%</b> | <b>4,1%</b> |
| Горнодобывающая промышленность | 0,7%        | 0,6%        |
| Обрабатывающая промышленность  | 0,5%        | 0,5%        |
| Строительство                  | 0,1%        | 0,2%        |
| Торговля                       | 1,0%        | 1,2%        |
| Транспорт                      | 0,4%        | 0,4%        |

\*Оценочные данные КС МНЭ

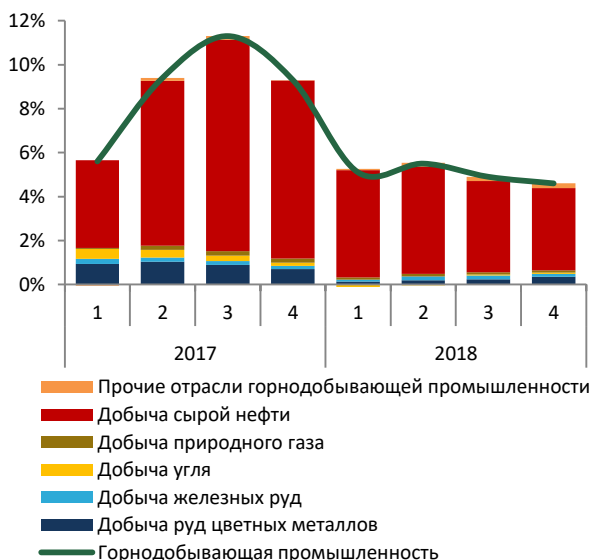
Рост ВВП в 2018 году сопровождался ростом как объемов производства товаров на 4,1%, так и услуг – на 4,0%.

Основной вклад в рост внесли отрасли промышленности благодаря добыче полезных ископаемых и их переработке, а также отрасли оптовой и розничной

торговли, транспорта и операций с недвижимым имуществом.

Горнодобывающая промышленность в 2018 году традиционно выступала «локомотивом» экономики Казахстана (график 25). Между тем, оценки Национального Банка по росту отрасли были более позитивными по сравнению с фактом: 5,2% против 4,6%. Основной причиной расхождения прогноза стало снижение объемов добычи газового конденсата на предприятиях «Карачаганак Петролиум Оперейтинг» за счет высокого газоконденсатного фактора и закрытия скважин ввиду повышенного содержания пластовой воды. При этом позитивными факторами развития отрасли стали фактическое перевыполнение плана по добыче нефти на крупных месторождениях страны, а также стабильные темпы роста объемов добычи природного газа, железной руды и руд цветных металлов.

**График 28. Декомпозиция горнодобывающей промышленности. Вклад отраслей в прирост, г/г накопленным итогом**

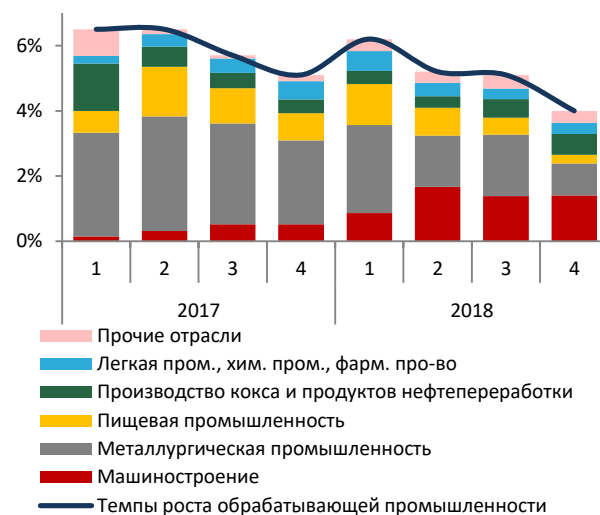


Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

Обрабатывающая промышленность в 2018 году демонстрировала постепенное замедление темпов роста производства (график 29). Фактический рост отрасли на 4,0% был ниже оценок Национального

Банка. Наибольшее замедление произошло в четвертом квартале 2018 года, которое было вызвано замедлением производства промежуточных товаров, а именно в металлургической промышленности. Снижение на 1,7% производства в черной металлургии, в том числе ввиду снижения производства чугуна (на 16%) и стали (на 18%) на АО «АрселлорМиттал Темиртау», стало главным фактором замедления роста в металлургической отрасли.

**График 29. Декомпозиция обрабатывающей промышленности. Вклад отраслей в прирост, г/г накопленным итогом**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

Производство в строительстве за 2018 год увеличилось на 4,1%, существенно – на 2,3 п.п. – превысив оценки Национального Банка. Это объясняется ростом строительных работ по модернизации и реконструкции Шымкентского нефтеперерабатывающего завода.

Увеличение ремонтных работ обусловлено реконструкцией промышленных объектов, инженерных путей и работами по модернизации нефтеперерабатывающих заводов. По строящимся объектам наибольшую долю занимают объекты по транспорту и складированию, промышленные объекты и объекты недвижимости, чему способствует реализация государственных

жилищных программ и инфраструктурных проектов.

Более позитивное развитие торговли по сравнению с оценками Национального Банка (рост на 7,6%) обусловлено ростом оптовой и розничной торговли на 8,2% и 6,5%, соответственно (график 30).

**График 30. Структура прироста розничного товарооборота и темпы роста оптового товарооборота, г/г нарастающим итогом**



Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

Рост потребительского спроса вследствие увеличения реальных денежных доходов населения внес положительный вклад в рост розничного товарооборота – реализация непродовольственных товаров существенно увеличилась (рост на 11,2%). Вместе с тем, наблюдалось снижение продаж продовольственных товаров на 1,6%.

Рост оптового товарооборота обусловлен увеличением оптовой реализации продовольственных товаров.

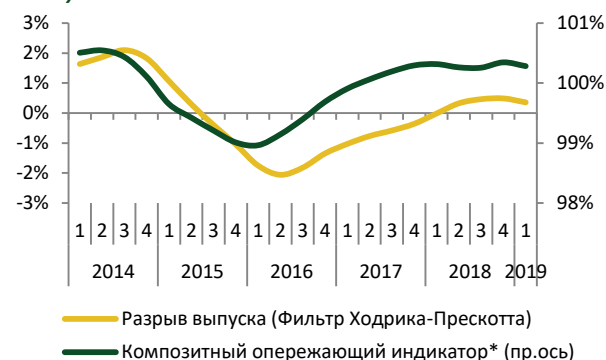
На фоне положительной динамики роста торговли и стабильного внешнего спроса в 2018 году рост в отрасли «транспорт и складирование» составил 4,6%, что полностью соответствовало оценкам Национального Банка. Значительный вклад в рост отрасли внесли перевозки грузов на железнодорожном (8,0%), трубопроводном (6,9%) и автомобильном транспортах (6,7%).

О стабильной динамике развития реального сектора Казахстана

свидетельствуют и результаты опросов предприятий, ежеквартально проводимых Национальным Банком. Благоприятная конъюнктура на мировом рынке нефти, а также восстановление внутреннего потребления на фоне роста реальных денежных доходов положительно отразились на спросе на готовую продукцию. Опрошенные предприятия (промышленность, сельское хозяйство, транспорт, торговля, строительство) отмечают увеличение доступности кредитов, снизилась средняя процентная ставка по кредитам, полученным в тенге, и снизилась доля предприятий, которым было отказано в кредите. Увеличилась доля предприятий, получивших кредит.

Вместе с тем, в 2018 году сводный опережающий композитный индикатор, обобщающий оценки предприятий, участвующих в опросах Национального Банка, также как и разрыв выпуска, находился в слабopоложительной зоне. Это свидетельствует о сохранении умеренных темпов роста деловой активности реального сектора и наличии слабого проинфляционного давления в экономике (график 31).

**График 31. Динамика композитного опережающего индикатора и разрыва выпуска**



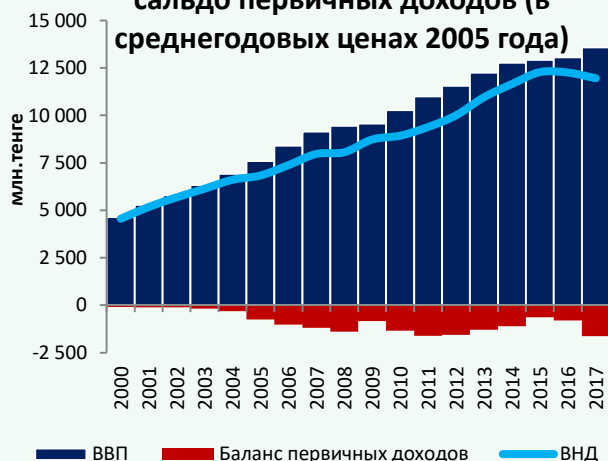
Источник: КС МНЭ, НБРК, расчеты НБРК

\*расчет композитного опережающего индикатора в соответствии с методологией ОЭСР

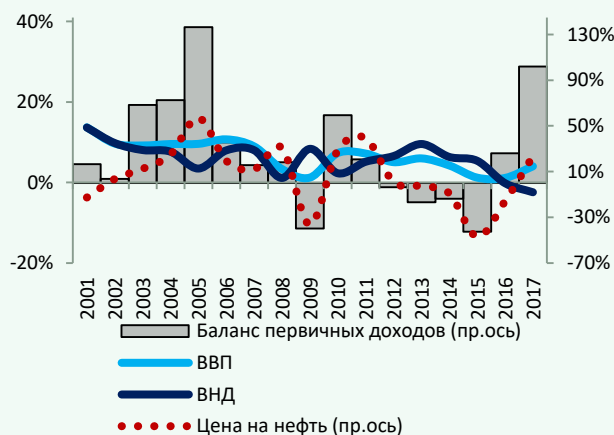
### Бокс 2. ВВП и ВНД Казахстана

Совокупный доход любой страны, кроме результатов внутренней производственной деятельности, зависит также от доходов экономических агентов, полученных из-за границы и выплаченных ими за границу. В системе национальных счетов макроэкономическим показателем, который учитывает эти доходы, считается валовой национальный доход (ВНД). Он рассчитывается как сумма валового внутреннего продукта (ВВП) и сальдо первичных доходов платежного баланса страны. ВНД может быть выше ВВП, когда доходы от использования финансовых и материальных ресурсов страной превышают расходы страны по их предоставлению (рисунок 2). ВНД может быть ниже ВВП, в особенности в развивающихся странах, в том числе и в Казахстане, что связано с отрицательной динамикой баланса первичных доходов. С 2000 года ВНД Казахстана всегда был ниже ВВП.

**Рисунок 2. Динамика ВВП, ВНД и сальдо первичных доходов (в среднегодовых ценах 2005 года)**



**Рисунок 3. Темпы роста ВВП, ВНД и сальдо первичных доходов, г/г**

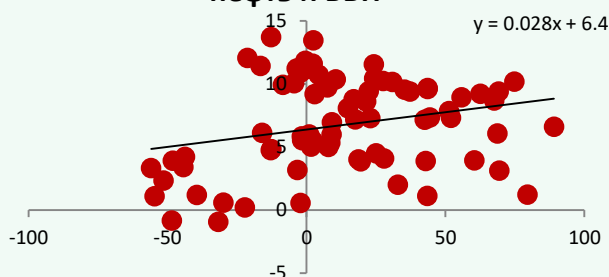


Если посмотреть историческую динамику с 2000 года, темпы роста ВНД опережали темпы роста ВВП исключительно в периоды снижения цены на нефть (рисунок 3), то есть можно предположить наличие обратной зависимости между темпами роста ВНД и ценами на нефть. Именно в эти периоды баланс первичных доходов также сокращался в результате снижения доходов к выплате. Данная ситуация логична, учитывая, что Казахстан является нетто-экспортером нефти, и увеличение цены на нефть приводит, с одной стороны, к росту экспорта, но, с другой стороны, к оттоку выплат иностранным инвесторам (корреляция между ценой на нефть и балансом первичных доходов равна 0,81).

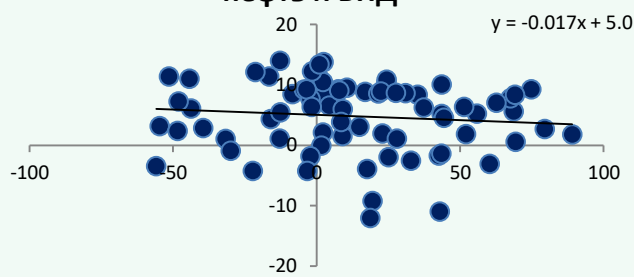
Если посмотреть на диаграмму рассеяния, можно увидеть обратную связь между ВНД и ценой на нефть. В отличие от ВВП Казахстана, который растет при росте цены на нефть, ВНД при росте цен на нефть снижается (рисунок 4). При этом эластичность ВВП к изменению цены на нефть выше, чем эластичность ВНД, то есть при увеличении цены на нефть ВВП будет увеличиваться быстрее, чем будет снижаться ВНД.

**Рисунок 4**

**Диаграмма рассеяния цены на нефть и ВВП**



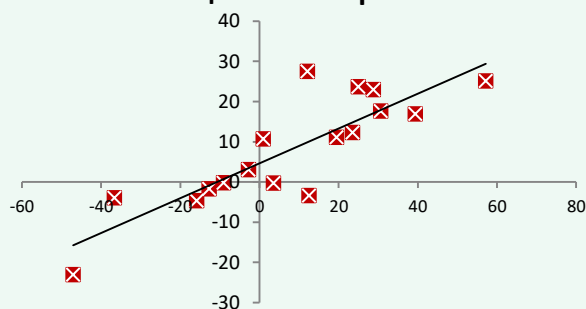
**Диаграмма рассеяния цены на нефть и ВНД**



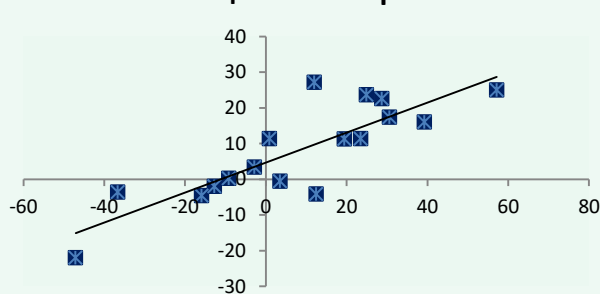
Страны экспортеры нефти, как Россия и Колумбия, также имеют отрицательный баланс первичных доходов, и, следовательно, ВВП этих стран должен быть выше ВНД. В отличие от Казахстана, где связь отрицательная, в России и Колумбии можно увидеть явную положительную связь между ВНД и ценой на нефть (рисунок 5). Это можно объяснить большим сальдо первичных доходов в Казахстане. Например, в Колумбии и России отношение сальдо первичных доходов к ВВП в исследуемом периоде (с 2000 года) колебалось на уровне 1-4%, вследствие этого в данных странах ВНД ниже, чем ВВП, и поэтому оба показателя положительно зависят от цены на нефть. В Казахстане эта величина колебалась от 3% в 2000 годах и достигала в некоторые периоды 15%, по итогам 2017 года соотношение составило 12%.

**Рисунок 5**

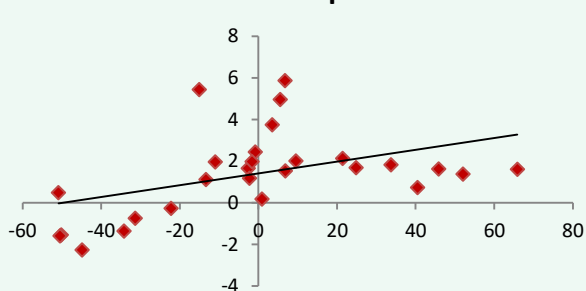
**Диаграмма рассеяния ВВП Колумбии и цены на нефть**



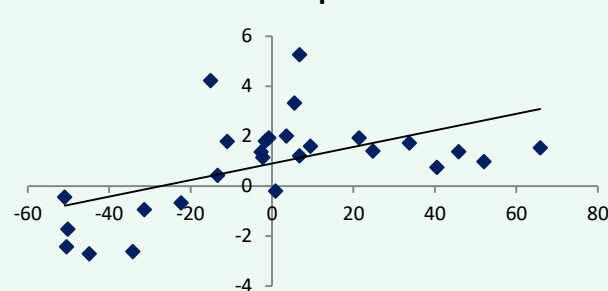
**Диаграмма рассеяния ВНД Колумбии и цены на нефть**



**Диаграмма рассеяния ВВП России и цены на нефть**



**Диаграмма рассеяния ВНД России и цены на нефть**



В странах с доминирующей сырьевой структурой экономики и большим отрицательным сальдо первичных доходов, как Казахстан, разрыв между показателями ВВП и ВНД значителен. Другими словами, хотя прибыли, полученные иностранными инвесторами на территории страны, учитываются при расчете ВВП, они не увеличивают благосостояние граждан страны. В этом главное отличие ВВП и ВНД, как макроэкономических переменных. То есть ВВП и ВНД хоть и взаимосвязанные показатели, но не взаимозаменяемы. ВВП учитывает результат хозяйственной деятельности экономических агентов вне зависимости от страны принадлежности используемого фактора производства, ВНД отличается тем, что часть ВНД производится за рубежом, а часть продукции, которая создается в стране, использует ресурсы, принадлежащие другим странам.

Источник: КС МНЭ, ЦБ России, ЦБ Колумбии, Росстат, The Government of Colombia's DANE, расчеты НБРК

### 2.3 Рынок труда

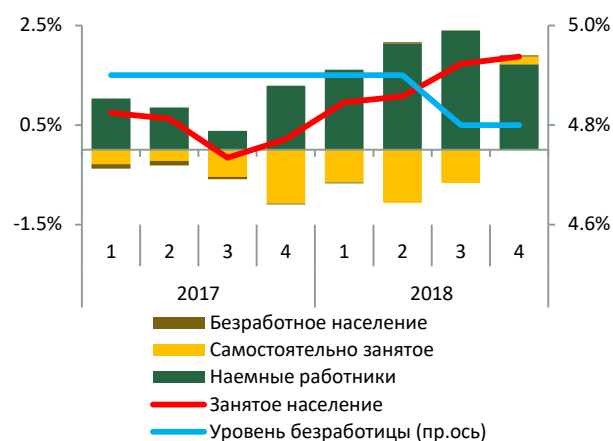
Продолжающийся рост деловой активности поддерживает стабильное развитие рынка труда, а также рост реальной заработной платы.

В четвертом квартале 2018 года наблюдался рост занятого населения, в структуре которого выросло число, как наемных работников, так и самостоятельно занятых. Количество наемных работников продолжает расти в государственном секторе. Вместе с тем среди отраслей реального сектора большой вклад в рост наемных работников обеспечивается отраслями «транспорт», «торговля» и «обрабатывающая промышленность». Увеличение самостоятельно занятого населения наблюдается впервые с 2011 года, особенно в секторах, где произошел наибольший рост наемных работников, то есть в торговле, транспорте и обрабатывающей промышленности. Сопровождается рост самозанятых ростом численности продуктивно занятого населения, в то время как количество непродуктивно занятого населения продолжает снижение.

Численность безработного населения незначительно увеличилась. На фоне роста как безработных, так и занятого населения рабочая сила увеличилась на 1,8%. Вместе с тем темпы роста занятого населения опережают темпы роста безработного населения (график 32). В этих условиях уровень безработицы сохранился на уровне 4,8%. При этом высокая доля безработицы наблюдается среди населения в возрасте 25-34 лет.

Реальная заработная плата в 2018 году вышла в зону роста (график 33). В отраслевой разбивке рост реальных заработных плат наблюдался в деятельности в области административного и вспомогательного обслуживания (на 16,4%), финансовой деятельности (на 9,6%), торговле (на 3,2%), транспорте (на 5%), обрабатывающей промышленности (на 6%).

График 32. Уровень безработицы, структура прироста рабочей силы, г/г



Источник: КС МНЭ РК

График 33. Динамика номинальной и реальной заработной платы, г/г



Источник: КС МНЭ РК

За 9 месяцев 2018 года рост производительности труда замедлился и составил 2,9%. Это произошло на фоне сильного замедления в отраслях по производству услуг (до 0,3%), в структуре которых было отмечено снижение производительности в операциях с недвижимым имуществом (на 25,6%), услугах по проживанию и питанию (на 11%) и деятельности по административному и вспомогательному обслуживанию (на 7%). Рост производительности труда по всей экономике поддерживался сохранением существенного роста производительности в отраслях по производству товаров (на 7,6%). В промышленности производительность труда выросла за счет увеличения производительности в горнодобывающей промышленности (на 8,2%), производительность труда в обрабатывающей отрасли сократилась на 1%.

В целом по экономике рост производительности труда опережает темпы роста реальной заработной платы (график 34). В частности, опережающие темпы роста производительности труда по сравнению с темпами роста реальной заработной платы характерны для горнодобывающей отрасли, сельского хозяйства, строительства и образования. Однако в строительстве и сельском хозяйстве такая ситуация наблюдается не только в результате роста валовой добавленной стоимости, но и из-за продолжительного сокращения занятого населения в этих отраслях. Поэтому учитывая непропорциональный рост производительности труда и заработных плат в экономике, за исключением некоторых отраслей, можно утверждать о наличии проинфляционных рисков со стороны производителей.

*График 34. Производительность труда и реальная заработная плата по ВЭД, г/г за 9 месяцев 2018*

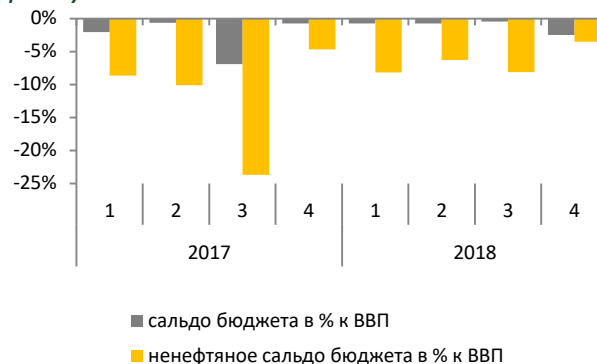


Источник: КС МНЭ РК

### 3. Фискальная политика

В течение 2018 года наблюдалось постепенное снижение доходов при одновременном росте расходов республиканского бюджета. В результате, дефицит бюджета постепенно расширялся, составив в четвертом квартале 2018 года 474,6 млрд. тенге или 2,5% к ВВП (график 35).

*График 35. Общее и нефтефтяное сальдо республиканского бюджета*



Источник: Министерство финансов РК

Нефтефтяной дефицит бюджета в течение 2018 года сохранялся на высоком уровне, что было во многом связано с умеренной динамикой доходов республиканского бюджета без учета трансфертов из Национального фонда. В 2018 году в республиканский бюджет поступило трансфертов из Национального фонда на сумму 2,6 трлн. тенге (или 29,6% от всех доходов бюджета), из которых 93,6% поступило в первые 9 месяцев 2018 года.

Доходы республиканского бюджета в четвертом квартале 2018 года сократились как по сравнению с аналогичным периодом 2017 года (на 13,1%), так и по сравнению с предыдущим кварталом (на 22,2%), составив 2,0 трлн. тенге или 10,4% от ВВП. Основной причиной снижения доходов стало сокращение объемов гарантированного трансферта из Национального фонда.

Вместе с тем, нефтефтяные поступления в четвертом квартале 2018 года увеличились на 6,9% (по сравнению с аналогичным периодом 2017 года). Основным источником доходов республиканского бюджета традиционно остаются налоговые поступления, которые увеличились на 11,3% (график 36). Рост был обеспечен увеличением НДС и корпоративного подоходного налогов на фоне роста производства товаров и услуг в основных отраслях экономики и роста цен на основные экспортные позиции.

### Бокс 3. Влияние увеличения минимальной заработной платы (МЗП) на среднemesячную заработную плату

В Казахстане по данным опроса, проведенного КС МНЭ в апреле 2018 года, 9,4% наемных работников имели заработные платы менее 42 500 тенге (рисунок 6). Из них наибольшее количество приходилось на образование (19%), сельское хозяйство (14%), искусство, развлечения и отдых (15%), деятельность в области административного и вспомогательного обслуживания (12%), государственное управление (9%), здравоохранение (9%). Наименьшая доля низкооплачиваемых наемных работников – в промышленности, финансовой и страховой деятельности, строительстве, транспорте и связи.

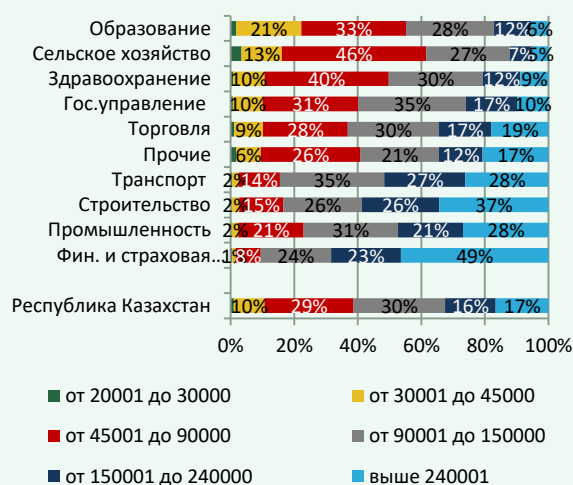
При прочих равных условиях, увеличение МЗП в 1,5 раза с 1 января 2019 года, по оценкам Национального Банка, приведет к увеличению фонда оплаты труда низкооплачиваемых наемных работников в 2 раза. На текущий момент доля фонда оплаты труда низкооплачиваемых наемных работников составляет всего 1,2% от общего фонда оплаты труда. Поэтому увеличение их фонда в 2 раза увеличивает общий фонд оплаты труда наемных работников лишь на 3,8%. Наибольший рост фонда оплаты труда произойдет в образовании (на 11%), сельском хозяйстве (на 7,6%), искусстве и развлечениях (на 7%), здравоохранении (на 5,4%) и государственном управлении (на 4,4%). В остальных отраслях, учитывая небольшую долю категорий работников с низкой заработной платой, рост составит порядка 1%.

В результате роста МЗП среднemesячная номинальная заработная плата наемных работников на крупных и средних предприятиях при прочих равных условиях вырастет на 5%. Наибольший рост заработных плат будет характерен для таких отраслей, как образование (на 14%), сельское хозяйство (на 10%), искусство и развлечения (на 9%), здравоохранение (на 7%), государственное управление и оборона (на 6%) и деятельность в области административного и вспомогательного обслуживания (на 5%).

В разрезе регионов наибольшее количество низкооплачиваемых работников относятся к таким регионам, как Южно-Казахстанская (15%), Жамбылская (15%), Алматинская (13%), Северо-Казахстанская (12%), Западно-Казахстанская (12%), Акмолинская (11%) и Костанайская (10%) области. Соответственно, максимальный положительный эффект от увеличения МЗП будет наблюдаться именно в этих регионах.

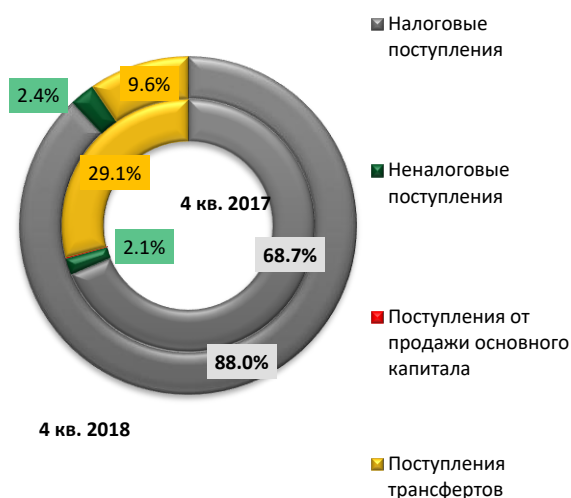
Рисунок 6

#### Распределение работников по начисленной заработной плате и ВЭД (по данным обследования КС МНЭ, проведенного в апреле 2018 года)



Источник: КС МНЭ, расчеты НБРК

График 36. Структура доходов республиканского бюджета



Источник: Министерство финансов РК

Затраты республиканского бюджета выросли на 4,2% по сравнению с четвертым кварталом 2017 года и составили 2,5 трлн. тенге (13,1% от ВВП). Основной вклад в рост расходов внесли расходы на социальную помощь и социальное обеспечение (рост на 21,5%), здравоохранение (на 13,3%) и общественный порядок, правовую, судебную, уголовно-исполнительную деятельность (на 7,1%).

#### 4. Финансовый рынок

##### 4.1 Денежный рынок

Денежно-кредитные условия сохраняются на нейтральном уровне, что способствует стабилизации котировок денежного и валютного рынков. Профицит ликвидности продолжает оказывать понижающее влияние на ставки денежного рынка. Тем не менее, операции Национального Банка способствуют удержанию операционного таргета в коридоре базовой ставки. В предыдущие месяцы наблюдалось кратковременное расширение спредов между ставками в различных сегментах

денежного рынка на фоне повышения спроса на краткосрочную валютную ликвидность.

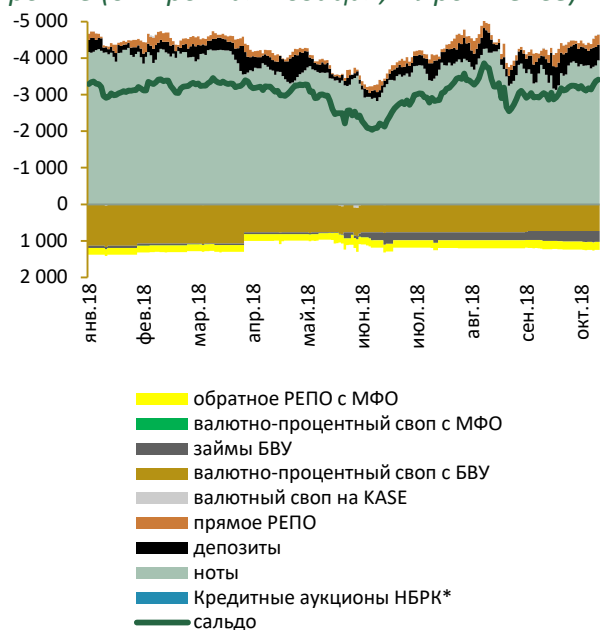
На фоне реализации рисков, обозначенных при предыдущих решениях по базовой ставке, которая отразилась на внутреннем финансовом рынке значительным повышением волатильности котировок, 15 октября 2018 года Национальный Банк принял решение повысить базовую ставку. В дальнейшем базовая ставка была дважды сохранена на прежнем уровне (4 декабря 2018 года и 14 января 2019 года).

Денежно-кредитные условия сохраняются на нейтральном уровне. Реальная процентная ставка, с учетом базового сценария, на конец 2018 года сохранилась на уровне 3%, что соответствует долгосрочной нейтральной процентной ставке для экономики Казахстана.

Профицит ликвидности обуславливает ситуацию на денежном рынке. Для сдерживания инфляционного давления со стороны избыточной ликвидности Национальный Банк проводит операции по ее изъятию. Основные объемы изымаются посредством краткосрочных нот, спрос на которые вырос в конце 2018 года за счет увеличения их доходности и в январе 2019 года вследствие притока в банки временно свободных бюджетных средств (график 37).

Меры Национального Банка по приближению доходностей краткосрочных нот к уровню базовой ставки в четвертом квартале продолжились. На этом фоне сохранился рост спроса на краткосрочные ноты со стороны всех участников рынка, чему способствовало также повышение базовой ставки. Ставки по краткосрочным нотам в октябре 2018 – феврале 2019 года формировались в диапазоне 8,40-9,12%.

График 37. Операции НБРК на внутреннем рынке (открытая позиция, млрд. тенге)

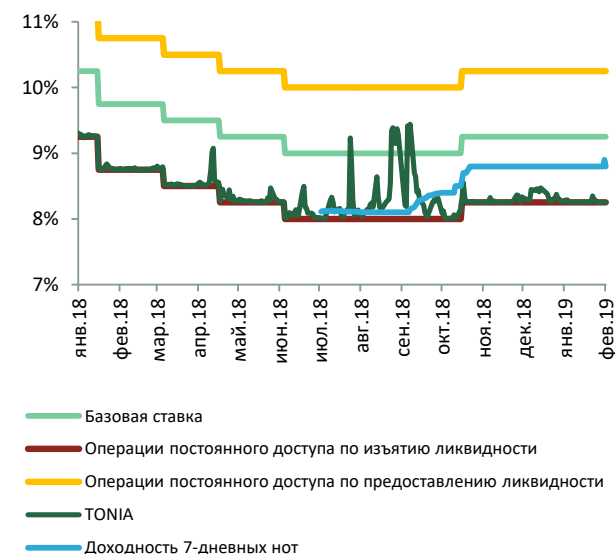


Источник: НБРК

\*Аукцион НБРК по покупке ценных бумаг с обратной продажей

Ставка TONIA после повышения базовой ставки стабилизировалась и в течение квартала формировалась преимущественно ближе к уровню нижней границы коридора процентных ставок (график 38). Повышение ставок в декабре связано с ростом спроса на ликвидность со стороны банков.

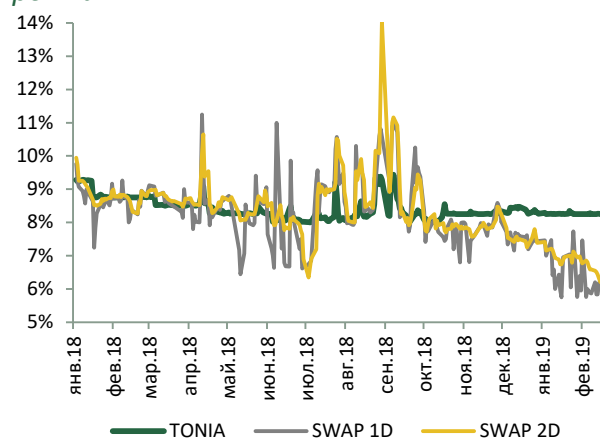
График 38. Базовая ставка, ставка TONIA и доходность 7-дневных краткосрочных нот.



Источник: НБРК, КФБ

На рынке СВОП ставки формировались под воздействием спроса на валютную ликвидность со стороны отдельных участников. Ставки находились ближе к нижней «таргетируемой» границе, наблюдалось расширение спреда между ставками TONIA и SWAP 1D (максимальный спред достигал 250 б.п.). В конце февраля ситуация нормализовалась в результате мер Национального Банка по повышению финансовой устойчивости банковского сектора (график 39).

График 39. Динамика ставок денежного рынка



Источник: КФБ

Таким образом, трансмиссия импульса базовой ставки во всех сегментах денежного рынка происходит на сопоставимых уровнях (близких к нижней границе процентного коридора).

В целях повышения эффективности проводимой политики с 18 февраля 2019 года Национальный Банк приступил к проведению депозитных аукционов, которые заменили аукционы краткосрочных нот со сроком 7 дней. Также прекращено привлечение 7-дневных депозитов постоянного доступа. Данные изменения направлены на повышение эффективности процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Национального Банка.

## 4.2 Валютный рынок

В конце 2018 года на валютном рынке наблюдалась тенденция ослабления тенге на фоне снижения мировых цен на нефть и курсов национальных валют стран – торговых партнеров Казахстана.

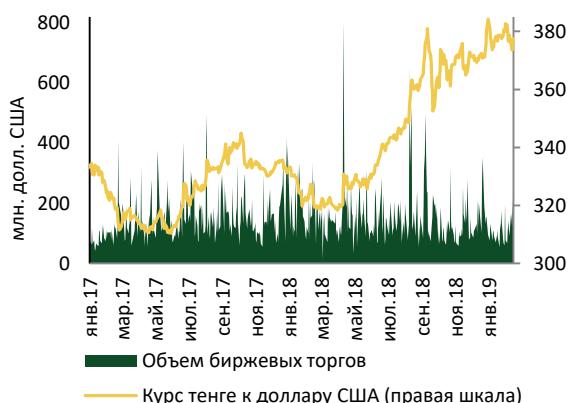
В четвертом квартале цена на нефть снизилась на 35,0%, российский рубль ослаб на 6,3%.

На динамику обменного курса тенге влияние также оказывало принятие решения по уровню базовой ставки и изменение спроса на иностранную валюту со стороны отдельных банков, в том числе в период налоговых платежей в бюджет. При этом, повышение базовой ставки до 9,25% в середине октября способствовало некоторому укреплению тенге. К аналогичному эффекту привело наступление налоговой недели в ноябре.

Дополнительным фактором ослабления тенге в конце декабря 2018 года стал высокий спрос на иностранную валюту со стороны отдельных банков в условиях низкого предложения.

В течение квартала тенге по отношению к доллару США изменялся в диапазоне 360,65 и 384,2 тенге за доллар США. Разница между максимальным и минимальным значениями достигала 6,5% в среднем за квартал. По итогам квартала биржевой курс тенге к доллару США составил 384,2 тенге за доллар США, ослабнув на 5,8% (график 40).

График 40. Динамика обменного курса и объем торгов на валютном рынке



Источник: НБРК

Нетто-участие Национального Банка на внутреннем валютном рынке было нулевым. Общий объем биржевых торгов валютной парой USD/KZT снизился на 23,9% и составил 8,1 млрд. долларов США (в третьем квартале – 10,6 млрд. долларов США). Уменьшение объемов торгов было связано со снижением волатильности на внешних рынках.

С начала 2019 года ситуация на валютном рынке стабильна. По состоянию на 15 февраля обменный курс тенге составил 377,62 тенге за доллар США, укрепившись с начала года на 1,7%. Динамика курса тенге обусловлена укреплением российского рубля (по состоянию на 15 февраля укрепление с начала года на 4,2%) и ростом мировых цен на нефть (с начала года – на 23,1%).

## 4.3 Депозитный рынок

Депозиты, размещенные в депозитных организациях, продолжают расти. Основными факторами роста остаются тенговые депозиты населения и переоценка валютных вкладов.

В январе 2019 года депозиты выросли на 10,3% в годовом выражении или на 1,8 трлн. тенге, составив 19,2 трлн. тенге (график 41).

График 41. Вклад компонентов в рост объема депозитов



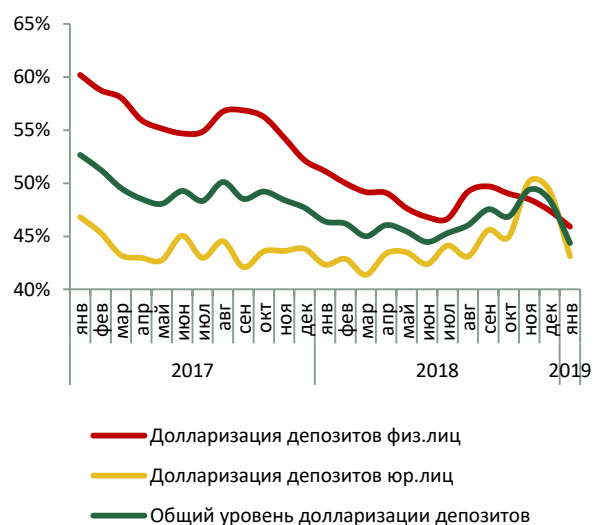
Источник: НБРК

Тенговые депозиты населения продолжают медленно расти (на конец января 2019 года составляют 4,6 трлн. тенге). Их вклад в рост общих депозитов, несмотря на их постепенное уменьшение, остается положительным.

В свою очередь, валютные вклады населения продолжают снижаться (3,9 трлн. тенге на конец января 2019 года). Их вклад в рост общих депозитов остается отрицательным. Другими словами, население продолжает снимать валютные вклады и «переворачивается» в тенговые депозиты.

Долларизация в розничном сегменте депозитного рынка продолжает устойчивую тенденцию к снижению. На конец января она достигла 45,9% (график 42).

График 42. Долларизация депозитов



Источник: расчеты НБРК

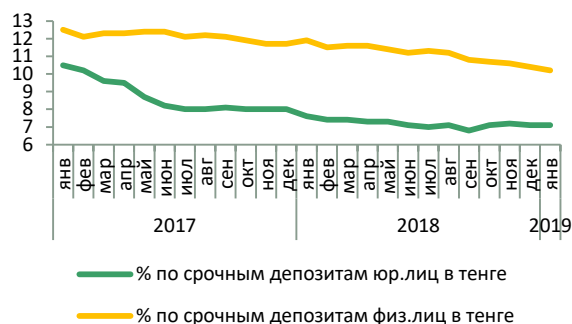
В корпоративном сегменте депозитного рынка (6,1 трлн. тенге на конец января 2019 года) был отмечен рост тенговых вкладов за счет переводимых депозитов (связано с капитализацией Казахстанского фонда устойчивости для оздоровления Цесна банка). В целом, за последний год, за исключением января 2019 года, наблюдается отрицательный вклад со стороны тенговых депозитов предприятий.

В январе 2019 года долларизация в корпоративном сегменте снизилась до 43,1% на фоне роста тенговых переводимых депозитов юридических лиц.

Значительно больший вклад, чем тенговые депозиты, внесла валютная переоценка. На фоне ослабления биржевого обменного курса на 17,7% за год (с 322,90 до 380,06 тенге за долл. США) переоценка совокупных валютных депозитов обеспечила почти  $\frac{3}{4}$  роста депозитного рынка. Без учета эффекта валютной переоценки, рост депозитного рынка составил 2,9%. Общий уровень долларизации на конец января 2019 года – 44,4%.

Ставка по срочным депозитам предприятий в тенге начала постепенно повышаться после достижения минимального за последние годы значения (6,8% в сентябре 2018 года) вслед за повышением базовой ставки в октябре 2018 года (до 9,25%). Последние месяцы ставки стабилизировались на уровне 7,1-7,2% (график 43).

График 43. Ставки по срочным депозитам в разрезе субъектов и валют



Источник: НБРК

#### 4.4 Кредитный рынок

**Кредиты банков экономике вышли из отрицательной зоны в положительную зону роста в сентябре-декабре 2018 года, однако в январе 2019 года рост сменился падением.**

После роста кредитного портфеля банков в четвертом квартале 2018 года на 3% в январе 2019 года произошло

снижение на 0,6% (график 44). Причиной стали меры по оздоровлению и списанию части кредитного портфеля АО «Цесна банк». В результате объем кредитов банков экономике составил 12,5 трлн. тенге.

**График 44. Вклад компонентов в рост кредитов**



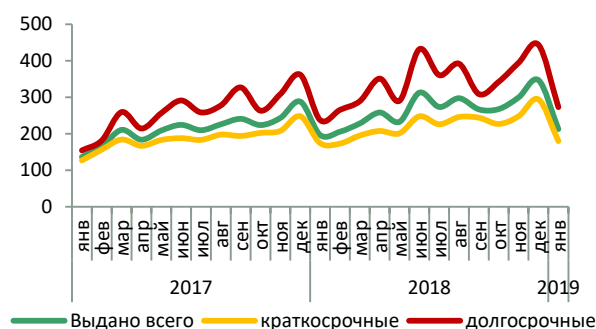
Источник: НБРК

Положительным фактором для роста кредитов экономике остается розничный тенговый сегмент. Тенговые кредиты населения за год увеличились на 21,1% или на 897 млрд. тенге, достигнув 5,2 трлн. тенге, их доля в общем объеме кредитов — на 7,4п.п. до исторически максимального уровня 41,3% в структуре совокупных кредитов экономике.

Остаток кредитов предприятий в банках снизился на фоне оздоровления Цесна банка и ликвидации 3-х банков в 2018 году. В годовом выражении корпоративный сегмент сократился на 10,9% или на 871 млрд. тенге до 7,2 трлн. тенге. Несмотря на то, что физический объем валютных корпоративных кредитов продолжает тенденцию к снижению, их валютная переоценка вносит

положительный вклад в рост кредитов на фоне ослабления обменного курса. Это связано с тем, что валютные кредиты предприятий составляют порядка 1/5 от совокупных кредитов банков. Однако, негативный эффект от сокращения валютного корпоративного кредитования (-7,3п.п.) перевешивает положительный эффект от курсовой переоценки (+2,9п.п.). Без учета банков, лицензия которых была отозвана или приостановлена, а также проходящих реструктуризацию, годовой рост совокупного кредитного портфеля банков в январе 2019 года составил 11,4%. Выдача новых кредитов подтверждает постепенный рост кредитной активности (график 45).

**График 45. Выдача новых кредитов, янв.2009г. = 100%**



Источник: НБРК

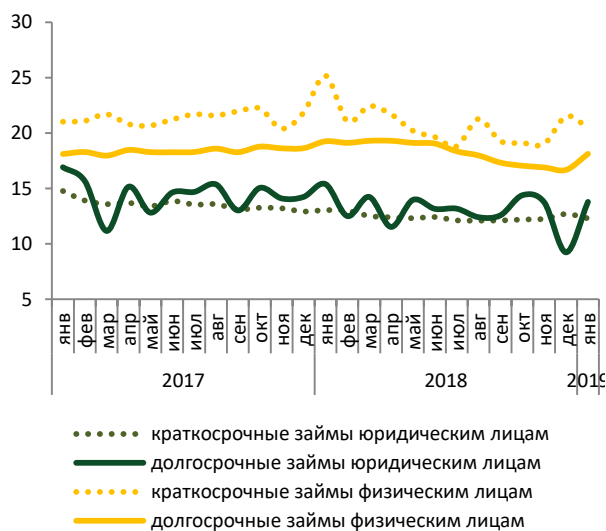
Опрос банков показывает, что в четвертом квартале 2018 года спрос со стороны МСБ на кредиты продолжает расти вместе с ростом потребности в оборотных средствах, тогда как спрос на кредиты со стороны крупных предприятий снижается на фоне насыщения кредитами, а также ожиданием реализации Программы льготного кредитования (600 млрд. тенге). Согласно результатам мониторинга предприятий, количество предприятий, отмечающих ухудшение условий кредитования, постепенно снижается. Банки также отмечают рост спроса на ипотеку.

В структуре ставок по кредитам в национальной валюте наблюдается тенденция к снижению. Ставка по

долгосрчным кредитам населения снижается на фоне смягчения условий жилищных кредитов, чему способствует Программа 7-20-25.

Ставка по долгосрочным кредитам бизнесу также плавно снижается. Разрыв между фактической и приемлемой для предприятий процентной ставкой по кредитам снижается вследствие снижения средней процентной ставки по кредитам.

*График 46. Ставки по кредитам в национальной валюте, %*



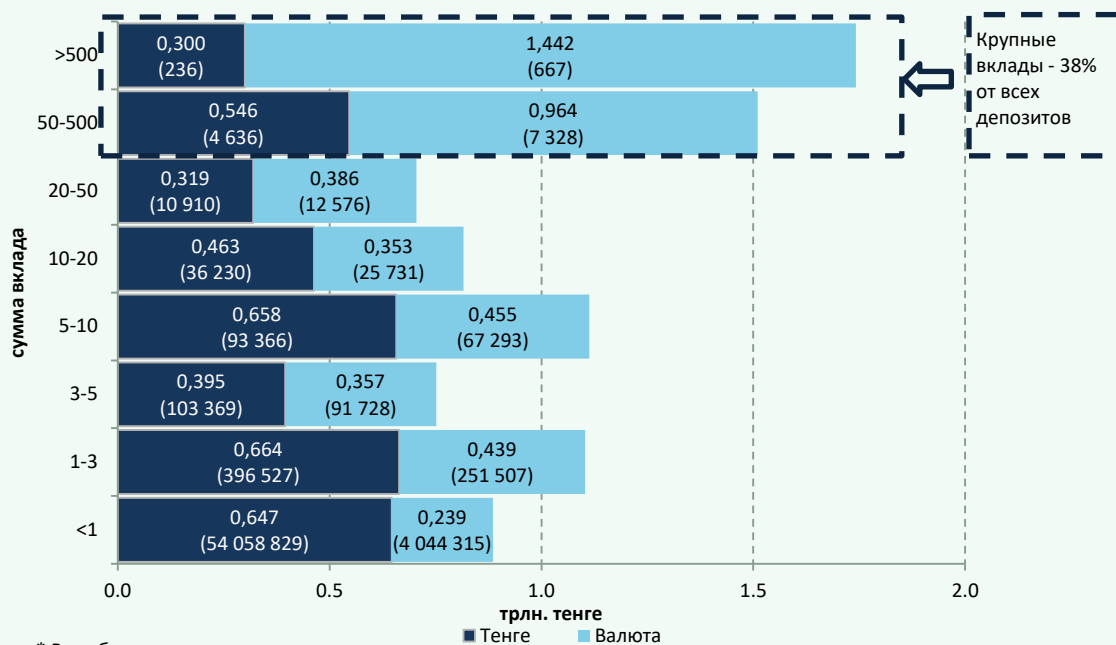
Источник: НБРК

#### Бокс 4. Долларизация депозитов

Дедолларизация вкладов населения фактически состоялась. Конвертация сбережений населения из валюты в тенге прошла на счетах с суммой вклада менее 20 млн. тенге, которые составляют основную массу вкладчиков – 99,9% счетов (рисунок 7).

Дальнейшую дедолларизацию депозитов сдерживают крупные валютные вкладчики (с вкладами более 50 млн. тенге), на которые приходится 38% всех вкладов.

Рисунок 7. Структура депозитов в разрезе счетов и валют (по состоянию на 01.02.2019г.)\*



Наблюдается закономерность, согласно которой, чем больше сумма вклада физического лица, тем выше среди них доля валютных депозитов.

Особенно остро стоит проблема долларизации наиболее крупных счетов (свыше 500 млн. тенге). 83% вкладов в сегменте свыше 500 млн. тенге остаются долларизованными, несмотря на то, что эти вклады размещены всего на 667 счетах или 0,001% от всех счетов.

Причина высокой долларизации в сегменте крупных вкладчиков связана с эффектом «храповика». В случае крупных вкладчиков эффект «храповика» ярко выражен. Это показывает, что крупные вкладчики при принятии решений по распределению активов уделяют большое внимание прошлым значениям обменного курса. Крупные вкладчики хранили большую часть своих сбережений в иностранной валюте, в том числе в периоды высоких цен на нефть в 2011-2012 годах.

**Справочно.** Концепция, широко используемая в теории потребления, теории денег и др. областях экономики и известная как эффект «храповика»/гистерезиса («ratchet effect»), связана с механизмом, который позволяет неограниченное движение в одну сторону, но – замедленное в другую. Опыт других стран показывает, что спрос на валютные депозиты существенно повышается, когда инфляция достигает высоких уровней либо обменный курс значительно обесценивается, но когда инфляция снижается либо обменный курс укрепляется, спрос на валютные депозиты снижается, но меньшими темпами. В результате, долларизация депозитов может не вернуться на прежний уровень.

\*Подробнее с результатами данной работы можно ознакомиться в Рабочем документе Оразалин Р., Муканов Н., Осипов И. «Моделирование уровня долларизации депозитов в Республике Казахстан», Экономическое исследование Национального Банка РК, №2017-9, октябрь 2017 года, <https://nationalbank.kz/?docid=3546&switch=russ>

## ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ

**Базовая инфляция** – это инфляция, исключая кратковременные неравномерные изменения цен под влиянием отдельных факторов административного, событийного и сезонного характера. Базовая ставка – основной инструмент денежно-кредитной политики Национального Банка, которая позволяет регулировать номинальные межбанковские процентные ставки на денежном рынке. Устанавливая уровень базовой ставки, Национальный Банк определяет целевое значение таргетируемой (целевой) межбанковской краткосрочной ставки денежного рынка для достижения цели по обеспечению стабильности цен в среднесрочном периоде.

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

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

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

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

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

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

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

**Индекс потребительских цен** – изменение общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. Потребительская корзина Казахстана для расчета инфляции отражает структуру расходов домашних хозяйств и включает в себя товары и услуги, занимающие наибольший удельный вес в потреблении населения, ИПЦ рассчитывается как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. Индекс рассчитывается Комитетом по статистике

Министерства национальной экономики Республики Казахстан.

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

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

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

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

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

**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 двухсторонних сделок, где субъектом одной стороны сделки является Национальный Банк. Данные операции проводятся по инициативе банков.

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

**Потенциальный выпуск.** Отражает уровень выпуска в экономике, достижение которого возможно при полной загрузке факторов производства и полной занятости. Отражает объем продукции, который может быть произведен и

реализован без создания предпосылок к изменению темпов роста цен.

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

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

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

**Свободно плавающий обменный курс.** По действующей классификации 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. Узкая денежная база представляет собой денежную базу без учета других депозитов банков в Национальном Банке.

**Фискальный импульс** – разность операционных сальдо в периодах  $t$  и  $(t-1)$ . Если операционное сальдо в момент времени  $t$  больше сальдо в момент времени  $(t-1)$ , фискальный импульс по отношению к экономической активности является отрицательным (сдерживающая фискальная политика), если операционное сальдо в момент времени  $t$  меньше своего предыдущего значения – положительный (стимулирующая фискальная политика). При равенстве сальдо в периодах  $t$  и  $(t-1)$ , предполагающем их нулевую разницу, фискальный импульс отсутствует.

## СПИСОК ОСНОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ

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