



Статистика, учет и аудит, 3(102)2026. стр. 182-195
DOI: <https://www.doi.org/10.51579/1563-2415.2026.-3.14>

Финансы

МРНТИ 06.73.21; 06.73.45
УДК 336.748.12 + 336.76(574)

ИНФЛЯЦИЯ И ФОНДОВЫЙ РЫНОК КАЗАХСТАНА: ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ВЗАИМОСВЯЗЕЙ И НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛИМАТА

Г. Мусиров¹, Б.З. Жумагалиева², А.К. Отешова^{1*}, А.С. Кемалова²

¹Актюбинский региональный университет им. К.Жубанова, Актюбе, Казахстан

²Международный университет Астана, Астана, Казахстан

*Corresponding author e-mail: alma_081@mail.ru

Аннотация. В статье исследуется взаимосвязь между инфляционными процессами и состоянием фондового рынка Казахстана в 2011-2025 гг. Актуальность темы обусловлена повторным ускорением инфляции до 10,5% в первой половине 2025 г. на фоне тарифных реформ ЖКХ после кратковременного снижения до 8,7% в 2024 г. Эмпирическую основу составляют: многофакторная линейная регрессия по 156 ежемесячным наблюдениям (2011-2023), корреляционный анализ финансовых показателей KASE (2019-2023) и описательная статистика за 2024-2025 гг. Регрессионный анализ показал, что статистически значимыми предикторами индекса потребительских цен (ИПЦ) являются базовая ставка Национального банка Республики Казахстан (НБРК) ($b=0,37$; $p=0,002$) и цена нефти Brent ($b=0,24$; $p=0,031$). Согласно представленному расчету, модель объясняет 53,9 % вариации логарифма ИПЦ. Положительный знак коэффициента при базовой ставке отражает реактивный характер монетарной политики: НБРК повышает ставку вслед за наблюдаемой инфляцией, что подтверждается её повышением до 16,5 % в феврале 2025 г. Капитализация KASE выросла с 26,8 до 39,0 трлн тенге (2023-2025), а индекс прибавил 26,1% за 2025 г. Вместе с тем структурная диспропорция сохраняется: оборот торгов акциями составляет менее 0,1 % совокупного оборота биржи. На основе сравнительного анализа опыта Канады, Норвегии, Бразилии, Южной Кореи и Чехии авторы предлагают рекомендации в сфере монетарной политики, бюджетного регулирования и развития рынка ценных бумаг, ориентированные на горизонт 2025-2030 гг.

Ключевые слова: инфляция, фондовый рынок, инвестиционный потенциал, регрессия, таргетирование инфляции, тарифные реформы.

Основные положения. На основе 156 ежемесячных наблюдений за январь 2011 – декабрь 2023 гг. установлено, что статистически значимыми факторами изменения ИПЦ выступают базовая ставка НБРК ($b=0,370$; $p=0,002$) и изменение цены нефти Brent ($b=0,240$; $p=0,031$). Положительный коэффициент при ставке интерпретируется как признак реактивной, а не опережающей реакции денежно-кредитной политики. Анализ данных KASE за 2019-2025 гг. выявил сочетание роста капитализации и индекса с низкой долей рынка акций в совокупном обороте и ограниченным участием нерезидентов.

Cite this article as: Musirov G., Zhumagalyeva B.Z., Oteshova A.K., Kemalova A.S. Inflation and Kazakhstan's stock market: empirical analysis of interrelationships and directions for developing the investment climate. *Statistics, accounting and audit*. 2026, 3(102), 182-195. (In Russ.). DOI: <https://www.doi.org/10.51579/1563-2415.2026.-3.14>



Обоснованы меры по повышению предсказуемости монетарной политики, выпуску индексируемых к ИПЦ облигаций, укреплению фискальных правил и расширению ликвидности рынка акций.

Введение. За три десятилетия рыночного развития Казахстан пережил несколько отчётливых инфляционных волн. Каждая из них была связана с внешними шоками и обнажала уязвимые места экономической конструкции страны. Переход к свободному плаванию тенге в августе 2015 г. вызвал единовременный скачок цен с 4,4% до 17,7% г/г. Постпандемическое восстановление в сочетании с геополитическим кризисом 2022 г. подтолкнуло индекс потребительских цен (ИПЦ) к 20,3%. Снижение до 8,7% в 2024 г. оказалось временным: плановое повышение тарифов жилищно-коммунального хозяйства (ЖКХ) и ослабление тенге вернули инфляцию к двузначным значениям уже в начале 2025 г.

В этих условиях особую значимость приобретает исследование взаимосвязи инфляционной нестабильности и развития фондового рынка Казахстана. Данные за 2024–2025 гг. свидетельствуют о росте индекса KASE и увеличении капитализации рынка акций до 39 трлн тенге. Вместе с тем положительная динамика этих показателей сочетается с сохранением структурных диспропорций: доля торгов акциями в совокупном обороте биржи остается незначительной по сравнению с операциями денежного и валютного рынков. Это обуславливает необходимость оценить, насколько рост фондовых показателей сопровождается расширением инвестиционных возможностей и повышением ликвидности рынка.

Настоящая работа преследует три цели: установить значимые макроэкономические детерминанты инфляции с опорой на эконометрический анализ; оценить динамику фондового рынка на основе данных 2019–2025 гг.; предложить практические рекомендации по регуляторной политике. В отличие от большинства предшествующих казахстанских исследований, рассматривавших инфляцию и фондовый рынок обособленно, данная работа анализирует их как взаимообусловленные компоненты инвестиционного климата. Научная новизна исследования заключается в совмещении эконометрического анализа на длинном временном горизонте (156 ежемесячных наблюдений) с актуальными данными за 2025 год, включая посттарифный инфляционный всплеск.

Литературный обзор. Теоретические объяснения инфляции строятся вокруг нескольких конкурирующих концепций. Монетаристская доктрина Фридмана [1] возводит инфляцию к избыточному росту денежной массы – именно на этой основе НБРК с 2015 года проводит политику инфляционного таргетирования.

Кейнсианский подход связывает ценовое давление с превышением совокупного спроса, а теория инфляции издержек с ростом заработной платы и сырьевых ресурсов. Теория рациональных ожиданий (Lucas) добавляет принципиально важное измерение: если агенты верят в устойчивость таргета, дезинфляция происходит с меньшими издержками для ВВП. Именно поэтому доверие к центральному банку становится самостоятельным антиинфляционным инструментом [2].

Для нефтеэкспортирующих экономик особую роль играет ценовой шок на сырьевых рынках. В исследовании Elsayed et al., охватывающем страны G7 и Китай, нефтяная инфляция идентифицирована как ключевой канал межстрановой передачи ценовых шоков [3]. Применительно к Казахстану Kelesbayev et al. [4] прослеживают реализацию этого канала через обменный курс: нефтяной доход укрепляет тенге, однако при последующей ценовой коррекции его ослабление транслируется в удорожание



импортных товаров. Vaimaganbetov et al. [5] детализируют тот же механизм для продовольственного сегмента, где импортная составляющая особенно весома.

Взаимосвязь инфляции и фондового рынка в развивающихся экономиках не сводится к простой линейной зависимости: Filis et al. [6] фиксируют нелинейную динамическую корреляцию, конфигурация которой принципиально меняется в зависимости от природы шока. Ngo et al. [7] на основе панельных данных по 15 странам с формирующимися рынками показали, что портфельные инвестиции более чувствительны к волатильности инфляции, чем к ее среднему уровню. Это различие важно для анализа инвестиционного климата Казахстана, поскольку позволяет учитывать не только темпы роста цен, но и их изменчивость. Взаимосвязь макроэкономических показателей и результатов функционирования рынка капитала также рассматривается в исследовании Olokooyo et al. [8].

Глобальные факторы трендовой инфляции систематизированы в работе Kamber и Wong: по их расчётам, общемировые тренды объясняют до 40% национальных отклонений ИПЦ в малых открытых экономиках [9].

Audrino et al. [10] указывают на чувствительность волатильности фондового рынка к инфляционным ожиданиям через канал настроений инвесторов – механизм, особенно выраженный в периоды неопределённости. Для казахстанского контекста существенна диагностика Gazalieva и Sembekov [11]: ограниченная ликвидность и регуляторные барьеры остаются ключевыми факторами, сдерживающими реализацию инвестиционного потенциала KASE. Nietalina et al. [12] вписывают инфляционную динамику Казахстана в рамки правила Тейлора, прослеживая её зависимость от структуры энергопроизводства.

Глобальный контекст систематизирован в докладах МВФ: страны, обеспечившие ценовую стабильность и независимость центрального банка, демонстрируют более глубокие рынки капитала [13]. Данные АБР по Центральной Азии подтверждают, что инфляционное ускорение в регионе в 2025 г. частично обусловлено тарифными реформами жилищно-коммунального хозяйства (ЖКХ) – именно тем фактором, который в наибольшей степени влияет на ситуацию в Казахстане [14].

Материалы и методы. Исследование выполнено последовательно в четыре этапа. На первом этапе проведён анализ научной литературы для определения теоретических каналов связи инфляции и фондового рынка. На втором этапе сформированы и приведены к сопоставимому виду ежемесячные ряды: ИПЦ, экспорт и импорт – по данным Бюро национальной статистики РК [15], базовая ставка НБРК и курс KZT/RUB – по данным НБРК [16], ключевая ставка Банка России – по данным ЦБ РФ, цена нефти Brent – по данным ICE/EIA. На третьем этапе применены описательная статистика и многофакторная линейная регрессия, оценённая методом наименьших квадратов (МНК). На четвёртом этапе рассчитаны парные коэффициенты корреляции Пирсона для показателей KASE и проведено сравнительное сопоставление зарубежных мер регулирования.

Отдельный массив сформирован для анализа деятельности Казахстанской фондовой биржи. Показатели KASE за 2019-2023 гг. собраны из годовых отчётов биржи [17]. Данные за 2024 и 2025 гг. уточнялись по официальным материалам KASE и публикациям The Astana Times [18-20]. Они использовались при характеристике последних изменений на фондовом рынке, но в регрессионную выборку не включались.

Методы подбирались с учётом содержания каждой исследовательской задачи. Регрессионная выборка охватывает январь 2011 – декабрь 2023 гг. (n=156 ежемесячных



наблюдений). Данные за 2024-2025 гг. включены только в описательную часть статьи и не использовались в регрессии. Перед оцениванием проверялась сопоставимость рядов, переменные с выраженной нестационарностью логарифмировались либо преобразовывались в ежемесячные темпы изменения. Затем оценивались коэффициенты модели, её общая значимость и значимость каждого предиктора.

Регрессионная модель. Зависимая переменная – натуральный логарифм ежемесячного ИПЦ Казахстана (LnINF). В модель включены восемь предикторов: 1) базовая ставка НБРК (LnKINT); 2) изменение цены нефти Brent (dOil); 3) изменение экспорта (dEXP); 4) импорт (LnIMP); 5) ВВП (LnGDP); 6) изменение ВВП на душу населения (dGDPpc); 7) международный эффект Фишера (LnIFE); 8) изменение курса KZT/RUB (dKZTRUB). Константа b_0 является отдельным параметром модели и не относится к предикторам. Таким образом, девять строк коэффициентов в таблице 3 соответствуют восьми предикторам и константе. Уравнение регрессии имеет вид:

$$\text{LnINF}_t = b_0 + b_1 \cdot \text{LnKINT}_t + b_2 \cdot \text{dOil}_t + b_3 \cdot \text{dEXP}_t + b_4 \cdot \text{LnIMP}_t + b_5 \cdot \text{LnGDP}_t + b_6 \cdot \text{dGDPpc}_t + b_7 \cdot \text{LnIFE}_t + b_8 \cdot \text{dIFE}_t + u_t \quad (1)$$

Международный эффект Фишера для пары Казахстан-Россия рассчитан по формуле:

$$\text{IFE} = (i_{\text{KZ}} - i_{\text{RU}}) / (1 + i_{\text{RU}}) \approx i_{\text{KZ}} - i_{\text{RU}} \quad (2)$$

Коэффициенты оценивались методом наименьших квадратов (МНК). МНК выбран как прозрачный и воспроизводимый способ оценки условной линейной связи ИПЦ одновременно с восемью макроэкономическими факторами. В таблице 3 представлены ранее полученные оценки коэффициентов, их стандартные ошибки, t-статистики, p-значения и 95% доверительные интервалы. Интерпретация выполнялась в следующем порядке: знак и величина коэффициента, его p-значение, затем согласованность результата с экономическим механизмом. Ограничение анализа состоит в том, что НАС-стандартные ошибки Ньюи-Уэста не рассчитывались; при автокорреляции обычные стандартные ошибки могут быть занижены. Поэтому результаты отражают статистические связи, но сами по себе не доказывают причинность.

Корреляционный анализ. Для оценки взаимозависимостей внутри KASE (активы, чистая прибыль, ROA, ROE) использовался коэффициент корреляции Пирсона:

$$r_{xy} = \Sigma[(x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})] / \sqrt{[\Sigma(x_i - \bar{x})^2 \cdot \Sigma(y_i - \bar{y})^2]} \quad (3)$$

Расчёт выполнен на пяти годовых наблюдениях за 2019–2023 гг., поэтому результаты интерпретируются как описательные характеристики, а не как инференциальные выводы.

Результаты и обсуждение. Инфляционная динамика 2018–2025 гг. Для понимания ситуации важен не только уровень ИПЦ, но и его структура. Таблица 1 позволяет сопоставить данные по всем ключевым компонентам и ставке НБРК.

Три закономерности заслуживают отдельного комментария. Во-первых, пик 2022 г. (20,3%) был равномерно распределён по всем компонентам: и продовольственные, и непродовольственные товары, и услуги показали одновременный ценовой всплеск, что характерно для инфляции смешанной природы (спрос плюс внешние шоки). Во-вторых, снижение 2023-2024 гг. не затронуло ожиданий: в декабре 2023 г. население ожидало



инфляцию 16,4% при фактическом ИПЦ 9,8%. Такой разрыв – самостоятельный проинфляционный фактор. В-третьих, данные 2025 г. фиксируют структурный сдвиг: тарифы ЖКХ стали ключевым двигателем роста цен. По данным Бюро национальной статистики РК, в июле 2025 г. жилищно-коммунальные услуги внесли 1,8 п.п. в годовой ИПЦ больше, чем продовольственный компонент.

Таблица 1 - Компоненты инфляции и базовая ставка НБРК, 2018–2024 гг.

Компонент	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ИПЦ (итого), %	5,3	5,3	7,5	8,4	20,3	9,8	8,7*
Продовольственные товары, %	7,0	6,2	11,0	10,8	24,0	9,6	9,5
Непродовольственные товары, %	3,4	3,4	5,2	7,3	21,4	9,1	7,8
Платные услуги, %	4,1	5,5	6,6	6,3	14,8	11,0	10,4
Базовая ставка НБРК, %	9,25	9,25	9,00	9,75	16,75	15,75	14,25-15,25
Примечания: 1) составлено по данным источников [14,15,16,18]; 2)*среднегодовое значение.							

Повышение базовой ставки НБРК с 15,25% до 16,50% в феврале 2025 года подтвердило, что монетарные власти рассматривали ускорение инфляции как фактор, требующий дополнительного реагирования. По оценке аналитиков ING [20], потенциал снижения ставки в ближайшие два года ограничен: фискальный дефицит, тарифные реформы и ослабление тенге формируют устойчивое инфляционное давление. В таблице 2 представлены диагностические показатели регрессионной модели.

Таблица 2 - Диагностические показатели регрессии (n = 156, 2011-2023 гг.)

Показатель	Значение	Интерпретация	Вывод
R-квадрат (R^2)	0,539	Модель объясняет 53,9% выборочной вариации логарифма ИПЦ	Прием. для макро
Стандартная ошибка	0,164	Умеренный разброс остатков модели	Приемлемо
N наблюдений	156	Ежемесячные данные за январь 2011 – декабрь 2023 года.	Достаточно
Значим. предиктор 1	Баз. ставка НБРК	$b=0,370$; $p=0,002$; ДИ [0,141; 0,599]	$p < 0,01$
Значим. предиктор 2	Цена нефти Brent	$b=0,240$; $p=0,031$; ДИ [0,022; 0,458]	$p < 0,05$
Погран. предиктор	Импорт (изм., %)	$b=0,150$; $p=0,062$; коэффициент незначим на уровне 5%	Проверить HAC SE
Незначимы	ВВП, ВВП на душу населения, экспорт, IFE, KZT/RUB	$p > 0,10$ у всех пяти предикторов	Не значимы на уровне 5%
Ограничение	HAC SE не прим.	Автокорреляция: рекомен. Newey-West	Будущая работа
Примечание: составлено авторами			



Согласно представленному расчету, коэффициент детерминации $R^2 = 0,539$ показывает, что модель с восемью макроэкономическими переменными объясняет 53,9 % выборочной вариации зависимой переменной – логарифма ИПЦ. Оставшиеся 46,1 % вариации не объясняются данной спецификацией и могут быть связаны с неучтенными факторами, случайными колебаниями и особенностями измерения данных. Определить вклад отдельных причин на основании R^2 невозможно. Оценки коэффициентов и показатели их статистической значимости представлены в таблице 3.

Таблица 3 – Коэффициенты регрессионной модели (МНК, $n = 156$)

Переменная	b	SE	t-стат.	p	Нижняя граница ДИ	Верхняя граница ДИ
Константа	0,210	0,020	10,50	0,001**	0,171	0,249
Базовая ставка НБРК	0,370	0,116	3,19	0,002**	0,141	0,599
Цена нефти Brent (изм., %)	0,240	0,110	2,18	0,031*	0,022	0,458
Импорт РК (изм., %)	0,150	0,080	1,88	0,062	-0,007	0,307
ВВП РК (изм., %)	0,170	0,260	0,65	0,515	-0,345	0,685
ВВП на душу нас. (изм., %)	-0,190	0,270	-0,70	0,485	-0,723	0,343
Экспорт РК (изм., %)	0,060	0,040	1,50	0,136	-0,019	0,139
Эффект Фишера (KZ-RU)	0,010	0,240	0,04	0,967	-0,462	0,482
KZT/RUB (изм., %)	-0,140	0,250	-0,55	0,582	-0,635	0,355
Примечания: 1) составлено авторами; 2)** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; 3) ДИ – 95% доверительный интервал.						

Базовая ставка НБРК ($b=0,370$; $p=0,002$). Это наиболее значимый предиктор в модели. Положительный знак согласуется с реактивным характером денежно-кредитной политики: НБРК повышает ставку в ответ на уже наблюдаемый рост ИПЦ. При использовании одновременных ежемесячных значений без лагов такая связь не означает, что повышение ставки вызывает инфляцию. Она отражает спецификацию модели и обратную реакцию регулятора. Цена нефти Brent ($b=0,240$; $p=0,031$). Значимость нефтяного фактора отражает двойной механизм воздействия.

Импорт ($b=0,150$; $p=0,062$). Пороговая значимость. При ослаблении тенге ввоз товаров дорожает в тенговом выражении, что транслируется в рост потребительских цен. Казахстан остаётся нетто-импортёром готовых потребительских товаров. Граничное p требует перепроверки с НАС-стандартными ошибками.

Статистически незначимые переменные: ВВП, ВВП на душу населения, экспорт, международный эффект Фишера и курс KZT/RUB ($p > 0,10$). В рамках данной спецификации их коэффициенты не отличаются от нуля на принятом уровне значимости. Это не доказывает отсутствия экономического воздействия: эффект может проявляться с лагом, через импорт либо в нелинейной форме.

**Таблица 4** – Матрица корреляций Пирсона (показатели KASE, 2019–2023 гг.)

Пара показателей	Числитель	Знаменатель	r (Пирсон)	Интерпретация
Активы – Чистая прибыль	17 675 311 724	126 097 887 254	0,140	Слабая полож. связь
Активы – ROA	-15 551 852	28 597 993	-0,544	Умер. отриц.
Активы – ROE	35 865 521	241 808 891	0,148	Слабая полож.
Прибыль – ROA	-16 347	41 042	-0,398	Умер. отриц.
Прибыль – ROE	345 722	347 029	0,996	Почти полная
ROE – ROA	-26,984	78,703	-0,343	Слабая отриц.
Примечания: 1) годовые отчёты KASE [17], n=5; 2) результаты носят описательный характер.				

Коэффициент корреляции между чистой прибылью и рентабельностью собственного капитала (ROE), равный 0,996, указывает на тесную положительную связь, во многом обусловленную включением прибыли в расчет ROE. Отрицательная корреляция между активами и их рентабельностью (ROA), составляющая –0,544, может отражать увеличение активов, не сопровождавшееся пропорциональным ростом прибыли. Связь между активами и чистой прибылью является слабой положительной ($r=0,140$). На рассматриваемых пяти годовых наблюдениях тесная линейная связь между этими показателями не выявлена. Поэтому данный результат не позволяет связывать рост активов с пропорциональным увеличением прибыли. Учитывая небольшое число наблюдений, эти результаты следует рассматривать как описательные характеристики, недостаточные для однозначных выводов об изменении эффективности KASE.

В таблице 5 представлена динамика показателей KASE за 2019–2025 годы.

Таблица 5 – Финансовые показатели KASE, 2019–2025 гг.

Год	Активы, млн тг	Чист. прибыль, млн тг	ROA, %	ROE, %	Доп. показатели
2019	71 041	2 193	3,6	21,6	Объём торгов: 118 трлн тг
2020	1 505 802	2 894	0,4	21,3	Объём торгов: 118 трлн тг
2021	4 352 568	3 905	0,1	22,0	Объём торгов: 174 трлн тг
2022	12 109 709	6 819	0,1	30,0	Объём торгов: 262 трлн тг
2023	3 208 416	18 467	0,2	51,4	Объём торгов: 411 трлн тг
2024	н/д	н/д	н/д	н/д	Оборот: 389,1 трлн тг; капитализация: 32,9 трлн тг (+23%); индекс: 5 578 пунктов (+33,2%)
2025	н/д	н/д	н/д	н/д	Оборот: 400,8 трлн тг; капитализация: 39,0 трлн тг (+18,7%); индекс: 7 031 пунктов (+26,1%)
Примечание: составлено по годовым отчётам KASE [17]					



В 2025 году расширение состава листинговых эмитентов KASE происходило преимущественно в сегменте корпоративных облигаций: на рынок вышли 40 новых эмитентов облигаций и один новый эмитент акций. Это свидетельствует о более активном привлечении новых эмитентов в долговой сегмент. Однако различия в их численности сами по себе не позволяют установить мотивы выбора инструмента финансирования или оценить сравнительные темпы развития двух сегментов.

Международный опыт. Страны для сравнения отобраны с учетом отдельных характеристик, значимых для Казахстана: ресурсной зависимости экономики, опыта снижения устойчивой инфляции и развития рынка капитала. Сопоставление направлено на выявление инструментов регулирования и условий их возможного применения в Казахстане (таблица 6).

Таблица 6 – Инструменты антиинфляционного регулирования и развития рынка капитала: опыт пяти стран

Страна / опыт	Ключевой инструмент	Результат	Урок для Казахстана
Канада (с 1991)	Таргетирование инфляции: коридор 1-3%, обязат. ежеквартальный отчёт ЦБ	ИПЦ: с 6% (1991) до 1,9% (2000). Ожидания заякорены на 2%	НБРК: публиковать квартальный прогноз ставки и ИПЦ на 12 мес.
Норвегия (Norges Bank)	Правило: изъятия из нефтяного фонда не более 3% ВВП/год + операц. независимость ЦБ	Базовая инфляция 2-2,5% при фонде \$1,7 трлн. Без «голланд. болезни»	Ограничить трансферты из НФРК; обеспечить независимость НБРК от бюдж. цикла
Бразилия (2016-2018)	Конституц. потолок расходов («Emenda 95») + ужесточение ставки SELIC	Инфляция: с 10,7% (2015) до 3,7% (2018). Снижение инфл. ожиданий	Ввести законодат. предел расходов госбюджета, не индексируемых к нефти
Южная Корея	МСП формируют 46% ВВП; ИТ-экспорт как антиинфл. якорь	Базовая инфл. < 2% с 2014 г.; диверсифицированный рост	Приоритизировать несырьевой МСП-экспорт; ETF и венчур на KASE
Чехия (ЧНБ)	Инфл. таргетирование + активные операции на откр. рынке + антимоноп. надзор	Возврат к 2% к 2024 г. после пика 17,5% (2022). Тарифы стабилизированы	Реформировать тарифное регулирование ЕНМС; усилить антимоноп. контроль ЖКХ
Примечание: составлено авторами по материалам IMF [13], ADB [14], Norges Bank, Banco Central do Brasil, Bank of Korea, Czech National Bank			

Канадский опыт особенно поучителен тем, что переход к инфляционному таргетированию в 1991 году осуществлялся при высокой начальной инфляции и сопровождался системной перестройкой коммуникационной политики Банка Канады. Обязательные ежеквартальные отчёты о денежно-кредитной политике, прозрачные прогнозы и персональная ответственность главы регулятора стали самостоятельными инструментами управления ожиданиями. НБРК, переживший смену руководства в разгар дезинфляции в 2023 году, нуждается именно в этой компоненте институциональной устойчивости.

Норвежский прецедент показывает: нефтяные доходы совместимы с низкой инфляцией, если правила управления суверенным фондом закреплены законодательно и



не пересматриваются под текущие нужды бюджета. В Казахстане объём изъятий из НБРК систематически превышал декларируемые лимиты, это один из каналов монетизации бюджетного дефицита и инфляционного давления. Бразильский опыт 2016 г. добавляет фискальное измерение: конституционный потолок расходов сократил инфляционные ожидания быстрее, чем сам факт снижения ставки SELIC.

Структурные барьеры инвестиционного потенциала. Результаты анализа позволяют систематизировать барьеры, которые ограничивают развитие фондового рынка именно в условиях повышенной инфляции.

Первый барьер: структурный перекос в пользу долгового рынка. В 2025 г. на KASE добавились 40 новых эмитентов облигаций и лишь 1 эмитент акций. Это отражает инвесторскую логику: при инфляции 10%+ акционерное финансирование требует высокой требуемой доходности и готовности терпеть волатильность, тогда как облигации с плавающим купоном или краткими сроками погашения дают более предсказуемый результат.

Второй барьер: инфляционный горизонт планирования. Когда инфляционные ожидания устойчиво превышают 12-15%, горизонт инвестирования в акции сокращается с 3-5 лет до 12-18 месяцев. Это делает долгосрочное IPO на KASE непривлекательным для эмитентов и инвесторов одновременно.

Третий барьер: слабость трансмиссии через ставку. Льготное кредитование (91 государственная программа, из них 21 по фиксированной ставке ниже рыночной) создаёт «теневой» рынок кредита, не реагирующий на изменения базовой ставки НБРК. По оценкам, до 25% кредитного портфеля банков второго уровня сформировано по льготным ставкам.

Четвёртый барьер: отсутствие инфляционно-защищённых инструментов. В то время как в России (ОФЗ-ИН), США (TIPS) и Израиле (CPI-linked bonds) розничные и институциональные инвесторы имеют доступ к облигациям с купоном, индексированным к ИПЦ, на казахстанском рынке таких инструментов нет. Это отсекает значительную группу инвесторов, готовых принять рыночный риск при условии защиты от инфляции.

Пятый барьер: регуляторная неопределённость. Смена руководства НБРК и Агентства по регулированию финансового рынка в 2022-2023 гг. породила неопределённость относительно долгосрочных регуляторных приоритетов. Иностранные инвесторы, для которых предсказуемость правил важнее самих правил, отреагировали сдержанно: их доля в капитализации KASE остаётся на уровне 6,9%.

Шестой барьер: тарифы ЖКХ как структурный инфляционный фактор. Программа «Тариф в обмен на инвестиции» объективно необходима для модернизации инфраструктуры, однако её реализация без компенсирующих инструментов (индексация пенсий, тарифных субсидий для малообеспеченных) создаёт социально осязаемое инфляционное давление, которое затруднительно нейтрализовать монетарными методами.

Главный вывод из регрессии - реактивный характер политики НБРК: ставка повышается вслед за инфляцией, а не предупреждает её. Для перехода к более упреждающей политике авторы предлагают следующее.

Первое. Ввести обязательную публикацию скользящего 12-месячного прогноза базовой ставки с обоснованием (по образцу Bank of Canada). Это позволит рынку заблаговременно корректировать ценообразование и снизит инфляционную инерцию.

Второе. Разработать и эмитировать тенговые облигации, индексированные к ИПЦ (казахстанский аналог TIPS). Первоначальный эмитент - Министерство финансов,



размещение через KASE и AIFC. Это одновременно расширит инструментарий рынка, создаст инфляционный якорь для долгосрочных инвесторов и снизит долларизацию сбережений.

Третье. Ужесточить требования к объёму и условиям льготного кредитования. Долгосрочная цель - не более 15% кредитного портфеля банков по субсидируемым ставкам к 2028 г. Это восстановит полноценную трансмиссию базовой ставки.

Проциклический характер расходов, зависящих от нефтяных цен, делает бюджетную политику главным соперником монетарной дезинфляции. Авторы предлагают законодательно закрепить структурный потолок расходов: общие расходы республиканского бюджета не должны превышать нефтенеutralный уровень доходов плюс 3% ВВП. Этот принцип (аналогичный норвежскому правилу) будет действовать вне зависимости от текущих нефтяных цен.

Одновременно необходимо реформировать систему авансовых платежей КПП: перевести крупнейших плательщиков на ежеквартальный мониторинг фактической налоговой базы с автоматическим перерасчётом авансов. Это снизит предсказуемую скачкообразность расходов в конце финансового года.

Приоритетной законодательной мерой является обновление Закона РК «О рынке ценных бумаг», с учетом регулирования токенизированных активов, краудинвестиционных платформ и обязательного раскрытия данных в машиночитаемом формате XBRL. Параллельно целесообразно создать ETF на индекс KASE и развивать инфраструктурные муниципальные облигации как источник финансирования ЖКХ, не требующий прямых бюджетных гарантий.

Для повышения ликвидности вторичного рынка акций: законодательно установить долю инвестиций ЕНПФ в казахстанские акции на уровне не менее 15% (с поэтапным увеличением до 25% к 2030 г.) с обязательным бенчмаркингом против индекса KASE. Опыт Южной Кореи (NPS управляет крупнейшим в Азии внутренним пенсионным портфелем акций) показывает, что институциональный якорь критичен для ликвидности. Дополнительно рекомендуется упростить процедуру листинга для МСП. Введение упрощённого режима «KASE Growth» по образцу AIM Лондонской фондовой биржи позволит вовлечь в публичный рынок компании с выручкой от 5 млрд тенге.

Заключение. Проведённое исследование позволяет сформулировать несколько выводов, объединяющих результаты эконометрического анализа, оценки рынка и сравнительного страноведения.

Инфляция в Казахстане обусловлена совокупностью внутренних и внешних факторов. В рамках представленной модели статистически значимая связь с логарифмом ИПЦ выявлена для базовой ставки НБРК и изменения нефтяных цен. Положительный коэффициент при базовой ставке согласуется с возможной реакцией регулятора на ускорение инфляции, однако сам по себе не позволяет оценить эффективность денежно-кредитной политики. Это подчеркивает необходимость учитывать инфляционные ожидания и доверие к регулятору при интерпретации результатов. Согласно представленному расчету, модель объясняет 53,9 % выборочной вариации логарифма ИПЦ.

Данные за 2024–2025 гг. указывают на неустойчивость замедления инфляции, наблюдавшегося в 2024 году. Повышение тарифов ЖКХ усилило ценовое давление, ограничивая возможности его сдерживания исключительно инструментами денежно-кредитной политики. В условиях ускорения инфляции повышение базовой ставки НБРК



до 16,5 % увеличивает стоимость финансирования и может ограничивать инвестиционную активность.

Рост индекса KASE и капитализации рынка акций сопровождается сохранением структурных ограничений: доля торгов акциями составляет менее 0,1 % совокупного оборота биржи, участие нерезидентов остается ограниченным, а спектр финансовых инструментов требует расширения. Повышению ликвидности и инвестиционной привлекательности рынка могут способствовать снижение инфляционной волатильности, расширение круга инвесторов и совершенствование механизмов регулирования.

Анализ опыта Канады, Норвегии, Бразилии, Южной Кореи и Чехии позволяет выделить три взаимодополняющих направления политики, способствующих снижению инфляции и развитию рынка капитала: укрепление институциональной независимости центрального банка, применение контрциклических бюджетных правил и расширение спектра финансовых инструментов. Для Казахстана совершенствование этих механизмов целесообразно рассматривать как приоритет регуляторной политики до 2030 года с учетом национальных институциональных особенностей и ограничений.

Список литературы

1. Friedman M. The Quantity Theory of Money: A Restatement // *Studies in the Quantity Theory of Money*. – Chicago: University of Chicago Press. – 1956. – P. 3–21.
2. Lucas R.E. Two Illustrations of the Quantity Theory of Money // *American Economic Review*. – 1980. – Vol. 70. – No. 5. – P. 1005–1014.
3. Elsayed A.H., Hammoudeh S., Sousa R.M. Inflation synchronization among the G7 and China: The important role of oil inflation // *Energy Economics*. – 2021. – Vol. 100. – Art. 105332. DOI: 10.1016/j.eneco.2021.105332.
4. Kelesbayev D., Myrzabekkizi K., Bolganbaev A., Baimaganbetov S. The Effect of Oil Price Shock on Inflation: Evidence from Kazakhstan // *International Journal of Energy Economics and Policy*. – 2022. – Vol. 12. – No. 3. – P. 477–481.
5. Baimaganbetov S., Kelesbayev D., Baibossynova G. et al. The Effect of Oil Prices on Food Inflation in Kazakhstan // *International Journal of Energy Economics and Policy*. – 2021. Vol. 11. – No. 3. P. 73–79.
6. Filis G., Degiannakis S., Floros C. Dynamic correlation between stock market and oil prices: The case of oil-importing and oil-exporting countries // *International Review of Financial Analysis*. – 2011. – Vol. 20, No. 3. – P. 152–164. – DOI: 10.1016/j.irfa.2011.02.014.
7. Ngo T.Q., Nguyen L.T., Hoang T.G. Stock market development and economic growth in emerging market economies // *Economic Research – Ekonomiska Istrazivanja*. – 2022. – Vol. 35, No. 1. – P. 1–18. DOI: 10.1080/1331677X.2021.1978730.
8. Olokoyo F.O., Ibhagui O.W., Babajide A. Macroeconomic indicators and capital market performance: Are the links sustainable? // *Cogent Business and Management*. – 2020. – Vol. 7, No. 1. – Art. 1792258. – DOI: 10.1080/23311975.2020.1792258.
9. Kamber G., Wong B. Global Factors and Trend Inflation // *Journal of International Economics*. – 2020. – Vol. 122. – Art. 103265. – DOI: 10.1016/j.jinteco.2019.103265.
10. Audrino F., Sigrist F., Ballinari D. The Impact of Sentiment and Attention Measures on Stock Market Volatility // *International Journal of Forecasting*. – 2020. – Vol. 36, No. 2. – P. 334–357. – DOI: 10.1016/j.ijforecast.2019.05.010.
11. Gazalieva A.K., Sembekov A.K. Kazakhstan stock market: problems of realizing investment potential and development prospects // *Bulletin of Eurasian National University. Economics*. – 2025. – No. 1. – P. 158–174. – DOI: 10.32523/2789-4320-2025-1-158-174.
12. Nietalina G., Balapanova E., Kuralbaev A. et al. Relationship of fossil fuel and renewable energy production and inflation under Taylor rule: Kazakhstan // *International Journal of Energy Economics and Policy*. – 2023. – Vol. 13, No. 4. – P. 9–15.
13. International Monetary Fund. World Economic Outlook, April 2024: Steady but Slow: Resilience amid Divergence. – Washington, D.C.: International Monetary Fund. – 2024.
14. Asian Development Bank. Caucasus and Central Asia // *Asian Development Outlook September 2025*. – Manila: Asian Development Bank, 2025 [Электронный ресурс]. – URL:



<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/1085061/caucasus-central-asia-ado-september-2025.pdf> (дата обращения: 01.04.2026).

15. Бюро национальной статистики Республики Казахстан. Инфляция в Республике Казахстан: публикации [Электронный ресурс]. – URL: <https://stat.gov.kz/ru/industries/economy/prices/publications/> (дата обращения: 01.04.2026).

16. Национальный Банк Республики Казахстан. Статистический бюллетень [Электронный ресурс]. – URL: <https://nationalbank.kz/ru/news/statisticheskiy-byulleten> (дата обращения: 01.04.2026).

17. Казахстанская фондовая биржа (KASE). Годовые отчёты и результаты биржевого рынка за 2019–2025 гг. Алматы: KASE, 2020–2025 [Электронный ресурс]. – URL: <https://kase.kz> (дата обращения: 20.04.2026).

18. Satubaldina A. KASE Says 2025 Trading Volume Reached \$785 Billion, Up 3% // The Astana Times. 16.01.2026 [Электронный ресурс]. – URL: <https://astanatimes.com/2026/01/kase-says-2025-trading-volume-reached-785-billion-up-3/> (дата обращения: 10.04.2026).

19. FRED Economic Data. Inflation, Consumer Prices for Kazakhstan. World Bank / Federal Reserve Bank of St. Louis [Электронный ресурс]. – URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/FPCPITOTLZGKAZ> (дата обращения: 01.04.2026).

20. ING Think. Kazakhstan hikes rates as inflation fears rise. 07.03.2025 [Электронный ресурс]. – URL: <https://think.ing.com/snaps/kazakhstan-rate-hike-highlight-elevated-inflation-risks/> (дата обращения: 13.04.2026).

References

1. Friedman M. The Quantity Theory of Money: A Restatement. Studies in the Quantity Theory of Money. Chicago: *University of Chicago Press*, 1956, pp. 3–21.

2. Lucas R.E. Two Illustrations of the Quantity Theory of Money. *American Economic Review*, 1980, 70(5), pp. 1005–1014.

3. Elsayed A.H., Hammoudeh S., Sousa R.M. Inflation synchronization among the G7 and China: The important role of oil inflation. *Energy Economics*, 2021, 100, 105332. DOI: 10.1016/j.eneco.2021.105332.

4. Kelesbayev D., Myrzabekkizi K., Bolganbaev A., Baimaganbetov S. The Effect of Oil Price Shock on Inflation: Evidence from Kazakhstan. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 2022, 12(3), pp. 477–481.

5. Baimaganbetov S., Kelesbayev D., Baibossynova G. et al. The Effect of Oil Prices on Food Inflation in Kazakhstan. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 2021, 11(3), pp. 73–79.

6. Filis G., Degiannakis S., Floros C. Dynamic correlation between stock market and oil prices: The case of oil-importing and oil-exporting countries. *International Review of Financial Analysis*, 2011, 20(3), pp. 152–164. DOI: 10.1016/j.irfa.2011.02.014.

7. Ngo T.Q., Nguyen L.T., Hoang T.G. Stock market development and economic growth in emerging market economies. *Economic Research – Ekonomska Istrazivanja*, 2022, 35(1), pp. 1–18. DOI: 10.1080/1331677X.2021.1978730.

8. Olokoyo F.O., Ibhagui O.W., Babajide A. Macroeconomic indicators and capital market performance: Are the links sustainable? *Cogent Business and Management*. 2020. Vol. 7, No. 1. Art. 1792258. DOI: 10.1080/23311975.2020.1792258.

9. Kamber G., Wong B. Global Factors and Trend Inflation. *Journal of International Economics*, 2020, 122, 103265. DOI: 10.1016/j.jinteco.2019.103265.

10. Audrino F., Sigris F., Ballinari D. The Impact of Sentiment and Attention Measures on Stock Market Volatility. *International Journal of Forecasting*, 2020, 36(2), pp. 334–357. DOI: 10.1016/j.ijforecast.2019.05.010.

11. Gazalieva A.K., Sembekov A.K. Kazakhstan stock market: problems of realizing investment potential and development prospects. *Bulletin of Eurasian National University. Economics*, 2025, 1, pp. 158–174. DOI: 10.32523/2789-4320-2025-1-158-174.

12. Nietalina G., Balapanova E., Kuralbaev A. et al. Relationship of fossil fuel and renewable energy production and inflation under Taylor rule: Kazakhstan. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 2023, 13(4), pp. 9–15.

13. International Monetary Fund. World Economic Outlook, April 2024: Steady but Slow: Resilience amid Divergence. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2024.

14. Asian Development Bank. Caucasus and Central Asia. *Asian Development Outlook September 2025*. Manila: Asian Development Bank, 2025 URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/1085061/caucasus-central-asia-ado-september-2025.pdf> (accessed: 01.04.2026).



15. Byuro natsional'noy statistiki Respubliki Kazakhstan. Inflyatsiya v Respublike Kazakhstan: publikatsii. URL: <https://stat.gov.kz/ru/industries/economy/prices/publications/> (accessed: 01.04.2026).
16. Natsional'nyy Bank Respubliki Kazakhstan. Statisticheskiy byulleten'. URL: <https://nationalbank.kz/ru/news/statisticheskiy-byulleten> (accessed: 01.04.2026).
17. Kazakhstan Stock Exchange (KASE). *Annual Reports and Stock Market Results for 2019–2025*. Almaty: KASE, 2020–2025. URL: <https://kase.kz> (accessed: 20.04.2026).
18. Satubaldina A. KASE Says 2025 Trading Volume Reached \$785 Billion, Up 3%. The Astana Times. 16.01.2026. URL: <https://astanatimes.com/2026/01/kase-says-2025-trading-volume-reached-785-billion-up-3/> (accessed: 10.04.2026).
19. FRED Economic Data. *Inflation, Consumer Prices for Kazakhstan*. World Bank / Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/FPCPITOTLZGKAZ> (accessed: 01.04.2026).
20. ING Think. *Kazakhstan hikes rates as inflation fears rise*. 07.03.2025. URL: <https://think.ing.com/snaps/kazakhstan-rate-hike-highlight-elevated-inflation-risks/> (accessed: 13.04.2026).

ИНФЛЯЦИЯ ЖӘНЕ ҚАЗАҚСТАННЫҢ ҚОР НАРЫҒЫ: ӨЗАРА БАЙЛАНЫСТАРДЫҢ ЭМПИРИКАЛЫҚ ТАЛДАУЫ ЖӘНЕ ИНВЕСТИЦИЯЛЫҚ КЛИМАТТЫ ДАМУ БАҒЫТТАРЫ

Ф. Мусиров¹, Б.З. Жумағалиева², А.К. Өтешова^{1}, А.С. Кемалова²*

¹Қ.Жубанов атындағы Ақтөбе өңірлік университеті, Ақтөбе, Қазақстан

²Халықаралық Астана университеті, Астана, Қазақстан

Түйін. Мақалада 2011–2025 жж. Қазақстандағы инфляциялық үдерістер мен қор нарығының жай-күйі арасындағы өзара байланыс зерттеледі. Тақырыптың өзектілігі 2024 жылғы 8,7%-ға дейін қысқа мерзімді төмендеуден кейін 2025 жылдың бірінші жартыжылдығында тұрғын үй-коммуналдық шаруашылық тарифтік реформаларының аясында инфляцияның 10,5%-ға дейін қайта жеделдеуімен байланысты. Зерттеудің эмпирикалық негізін 156 айлық бақылау бойынша көп факторлы сызықтық регрессия (2011–2023), KASE қаржылық көрсеткіштерінің корреляциялық талдауы (2019–2023) және 2024–2025 жж. сипаттамалық статистикасы құрайды. Регрессиялық талдау Қазақстан Республикасы Ұлттық банкінің (ҰБ) базалық мөлшерлемесі ($b=0,37$; $p=0,002$) және Brent мұнайының бағасы ($b=0,24$; $p=0,031$) тұтыну бағасы индексінің (ТБИ) статистикалық маңызды болжаушылары екенін көрсетті. Ұсынылған есептеу бойынша модель ТБИ логарифмінің іріктемелік дисперсиясының 53,9%-ын түсіндіреді. Базалық мөлшерлеме коэффициентінің оң белгісі монетарлық саясаттың реактивтік сипатын көрсетеді: ҰБ мөлшерлемесін инфляцияны алдын ала болжамай, байқалған инфляцияға жауап ретінде арттырады, бұл оның 2025 жылдың ақпанында 16,5 %-ға дейін көтерілуімен расталады. KASE капиталдандыруы 2023–2025 жж. 26,8-ден 39,0 трлн теңгеге дейін өсті, ал индекс 2025 жылы 26,1%-ға өсті. Сонымен бірге құрылымдық диспропорция сақталады: акциялармен сауда-саттық айналымы биржаның жиынтық айналымының 0,1% - нан азын құрайды. Канада, Норвегия, Бразилия, Оңтүстік Корея және Чехия тәжірибесіне салыстырмалы талдау негізінде авторлар 2025–2030 жж. горизонтына бағытталған монетарлық саясат, бюджеттік реттеу және бағалы қағаздар нарығын дамыту саласындағы ұсыныстар ұсынады.

Түйінді сөздер: инфляция, қор нарығы, инвестициялық әлеует, регрессия, инфляцияны таргеттеу, тарифтік реформалар.

INFLATION AND KAZAKHSTAN'S STOCK MARKET: EMPIRICAL ANALYSIS OF INTERRELATIONSHIPS AND DIRECTIONS FOR DEVELOPING THE INVESTMENT CLIMATE

G. Musirov¹, B.Z. Zhumagalyeva², A.K. Oteshova^{1}, A.S. Kemalova²*

¹Aktobe Regional University named after K.Zhubanov, Aktobe, Kazakhstan

²Astana International University, Astana, Kazakhstan

Summary. This paper examines the relationship between inflationary processes and the state of Kazakhstan's stock market over the period 2011–2025. The empirical base consists of a multiple linear regression



on 156 monthly observations (2011-2023), Pearson correlation analysis of KASE financial indicators (2019-2023), and descriptive statistics for 2024-2025. Regression results indicate that the National Bank of Kazakhstan (NBK) base rate ($b=0.37$; $p=0.002$) and Brent crude oil prices ($b=0.24$; $p=0.031$) are statistically significant predictors of the Consumer Price Index (CPI). According to the reported calculation, the model explains 53.9% of the sample variation in the logarithm of CPI. The positive sign on the base rate coefficient reflects the reactive nature of monetary policy: the NBK raises the rate in response to observed inflation rather than anticipating it. After a brief disinflation to 8.7% in 2024, inflation re-accelerated to 10.5% in the first half of 2025, driven primarily by utility tariff reforms. KASE capitalization grew from KZT 26.8 to 39.0 trillion (2023-2025). At the same time, the structural imbalance remains: the share trading turnover is less than 0.1% of the total turnover of the exchange. Drawing on international experience from Canada, Norway, Brazil, South Korea and the Czech Republic, the authors propose policy recommendations for monetary policy, fiscal governance and capital market development targeted at the 2025-2030 horizon.

Keywords: inflation, stock market, investment potential, regression, inflation targeting, tariff reforms.

Информация об авторах:

Мусиров Галым – кандидат экономических наук, ассоциированный профессор, Актюбинский региональный университет им. К. Жубанова, Актюбе, Казахстан, e-mail: mussirovgalym.60@gmail.com, ORCID ID: 0000-0003-2853-6504.

Жумагалиева Бакытгуль Зулкарнаевна – кандидат экономических наук, ассоциированный профессор, Международный университет Астана, Астана, Казахстан, e-mail: Bakytgul2015@mail.ru, ORCID ID: 0000-0002-4238-6760.

Өтешиова Алмагүл Қайырғалиқызы* – DBA, Актюбинский региональный университет им. К. Жубанова, Актюбе, Казахстан, e-mail: alma_081@mail.ru, ORCID ID: 0000-0001-6119-3860.

Кемалова Айнура Советовна – кандидат экономических наук, Международный университет Астана, Астана, Казахстан, e-mail: kemalovaainur19@gmail.com, ORCID ID: 0009-0001-7452-5497.

Авторлар туралы ақпарат:

Мусиров Галым – экономика ғылымдарының кандидаты, қауымдастырылған профессор, Қ. Жубанов атындағы Ақтөбе өңірлік университеті, Ақтөбе, Қазақстан, e-mail: mussirovgalym.60@gmail.com, ORCID ID: 0000-0003-2853-6504.

Жумагалиева Бакытгуль Зулкарнаевна – экономика ғылымдарының кандидаты, қауымдастырылған профессор, Астана Халықаралық университеті, Астана, Қазақстан, e-mail: Bakytgul2015@mail.ru, ORCID ID: 0000-0002-4238-6760.

Өтешиова Алмагүл Қайырғалиқызы* – DBA, Қ. Жубанов атындағы Ақтөбе өңірлік университеті, Ақтөбе, Қазақстан, e-mail: alma_081@mail.ru, ORCID ID: 0000-0001-6119-3860.

Кемалова Айнура Советовна – экономика ғылымдарының кандидаты, Астана Халықаралық университеті, Астана, Қазақстан, e-mail: kemalovaainur19@gmail.com, ORCID ID: 0009-0001-7452-5497.

Information about the authors:

Musirov Galym – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Aktobe Regional University named after K. Zhubanov, Aktobe, Kazakhstan, e-mail: mussirovgalym.60@gmail.com, ORCID ID: 0000-0003-2853-6504.

Zhumagalieva Bakytgul Zulkarnaevna – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Astana International University, Astana, Kazakhstan, e-mail: Bakytgul2015@mail.ru, ORCID ID: 0000-0002-4238-6760

Oteshova Almagul Kayirgaliqyzy* – DBA, Aktobe Regional University named after K. Zhubanov, Aktobe, Kazakhstan, e-mail: alma_081@mail.ru, ORCID ID: 0000-0001-6119-3860.

Kemalova Ainur Sovetovna – Candidate of Economic Sciences, Astana International University, Astana, Kazakhstan, e-mail: kemalovaainur19@gmail.com, ORCID ID: 0009-0001-7452-5497.

Получено: 31.05.2026

Принято к рассмотрению: 26.06.2026

Доступно онлайн: 30.09.2026