

ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Февраль 2025



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН

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

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

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

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

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

Документ публикуется в электронной версии на официальном интернет-ресурсе Национального Банка на казахском, русском и английском языках. Прогноз макроэкономических показателей подготовлен на основе статистической информации по состоянию на **20 февраля 2025 года**, анализ макроэкономических показателей – на **3 марта 2025 года**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 7 МАРТА 2025 ГОДА	4
I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ	5
1.1. Оценка траектории базовой ставки Комитета по денежно-кредитной политике	5
1.2. Ключевые внешние предпосылки прогноза макроэкономических показателей	6
1.2.1. Товарные рынки	6
1.2.2. Глобальное экономическое развитие и страны-торговые партнеры	7
1.3. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию	9
1.4. Риски в среднесрочной перспективе	12
1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса	14
II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	16
2.1. Инфляция	16
2.2. Внутренний сектор	19
2.3. Фискальная политика	24
III. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ	26
3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики	26
3.1.1. Процентный канал	26
3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)	27
3.1.3. Валютный канал	28
3.2. Денежная масса	29
БОКСЫ	
Бокс 1. Международный опыт влияния повышения ставки НДС на инфляцию.	13
Бокс 2. По результатам опроса населения о сберегательном поведении.	18
Бокс 3. Рынок труда: оценка показателей инфляционного давления.	23

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 7 МАРТА 2025 ГОДА

Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка Республики Казахстан принял решение установить базовую ставку на уровне 16,5% годовых с коридором +/- 1 п.п. Решение принято с учетом обновленных прогнозов и оценки баланса рисков инфляции.

Годовая инфляция ускорилась до 9,4% в феврале. Ускорение темпов роста цен наблюдается по всем компонентам, наибольший вклад вносит высокий рост цен на услуги. Показатели месячной базовой и сезонно очищенной инфляции свидетельствуют о существенном нарастании давления со стороны внутреннего спроса в условиях продолжающегося фискального стимулирования и сохраняющегося перегрева в потребительском кредитовании. Наряду с этим инфляционные ожидания населения в феврале вновь возросли до 13,7%.

Давление на цены со стороны внешнего сектора усилилось вследствие дальнейшего ускорения инфляции в России. Цены на продовольствие в мире все еще находятся на высоком уровне, несмотря на некоторое снижение с декабря 2024 года. Сохраняются инфляционные и геополитические риски, которые обуславливают более жесткую денежно-кредитную политику и риторику центральных банков.

В базовом сценарии цена на нефть марки Brent сохранена на уровне 70 долл. США за баррель в среднем до конца прогнозного периода. Сценарные условия сформированы с учетом фактической динамики цен и ожидаемого превышения предложения на рынке нефти над спросом.

Прогноз инфляции на предстоящие годы повышен с учетом новых факторов. В 2025 году она ожидается в пределах 10-12%, в 2026 году – 9-11%. По итогам 2027 года инфляция снизится до уровня 5,5-7,5% как результат сдерживающей денежно-кредитной политики и сокращения фискального стимулирования в результате планируемой налоговой реформы.

Более высокий прогноз на горизонте 2025-2027 годов связан с нарастанием внешнего проинфляционного давления, повышением цен на ГСМ, увеличением ставки НДС, а также продолжением реформ в сфере ЖКХ. Основными рисками прогноза являются дальнейший рост давления со стороны внутреннего спроса, ускорение инфляции в России и незаякорение инфляционных ожиданий. Кроме того, сохраняется неопределенность касательно фактических темпов повышения стоимости ГСМ, фискальной дисциплины (практическая реализация планов по сокращению изъятий из Национального фонда), а также реализации вторичных эффектов от роста регулируемых цен и повышения НДС.

Прогнозы по росту экономики Казахстана на 2025 и 2026 годы несколько снижены до 4,2-5,2%. Причиной пересмотра послужил ряд факторов, в том числе снижение прогноза Правительства по добыче нефти. При этом позитивная динамика внутреннего спроса в условиях восстановления нефтяного сектора поддержит рост экономики в 2025-2026 годах. В 2027 году на фоне налогово-бюджетной консолидации рост ВВП сложится около потенциальных значений – в диапазоне до 4,5%. Вместе с тем фактический рост может сложиться несколько выше с учетом успешной реализации планируемых Правительством структурных реформ, в том числе по увеличению инвестиций в основной капитал, привлечению прямых иностранных инвестиций и либерализации экономики.

Существенное ускорение текущих и прогнозируемых инфляционных процессов привело к значительному отклонению инфляции от таргета и смягчило совокупные денежно-кредитные условия. В этой связи потребовалось повышение базовой ставки. Это позволит стабилизировать инфляционные ожидания, не допустить закрепления тренда на ускорение роста цен и предотвратить раскручивание инфляционной спирали.

Решение будет способствовать возврату инфляции к траектории устойчивого снижения к таргету в среднесрочной перспективе.

I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

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

На заседании Комитета по денежно-кредитной политике Национального Банка члены представили свои оценки наиболее вероятной траектории базовой ставки на 2025-2027 годы (таблица 1, график 1). По сравнению с предыдущим прогнозным раундом на протяжении всего рассматриваемого горизонта данные оценки повысились.

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

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

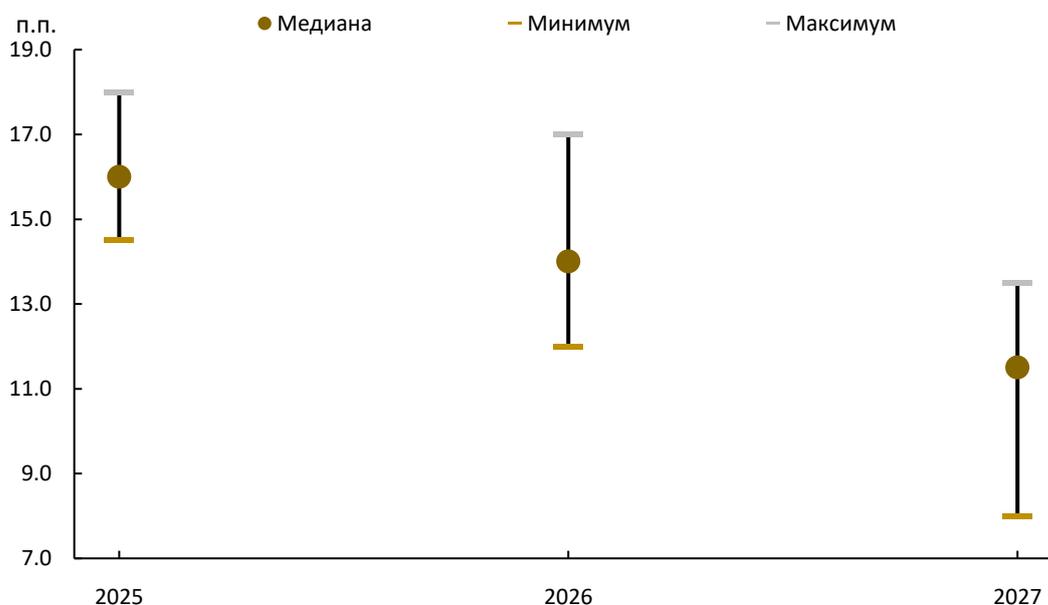
Таблица 1. Оценки КДКП траектории базовой ставки

Показатель	Медиана			Диапазон		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Базовая ставка, на конец года, %	16,0 (13,75)	14,0 (12)	11,5	14,5-18,0 (12-14,75)	12,0-17,0 (10-13,75)	8,0-13,5

Примечания:

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

График 1. Диапазон оценок базовой ставки членами КДКП



Источник: оценки членов КДКП НБРК

1.2. Ключевые внешние предпосылки прогноза макроэкономических показателей

1.2.1. Товарные рынки

С момента публикации предыдущего Доклада о денежно-кредитной политике «Ноябрь 2024 года» динамика мировых цен на нефть в целом соответствовала базовому сценарию, продемонстрировав рост в начале 2025 года в связи с отдельными шоками предложения. В условиях сохранения дисбаланса на мировом рынке нефти в среднесрочной перспективе ожидается снижение цен на нефть до 70 долл. США за баррель и их последующая стабилизация на данном уровне в рамках базового сценария прогнозного раунда «Февраль 2025 года».

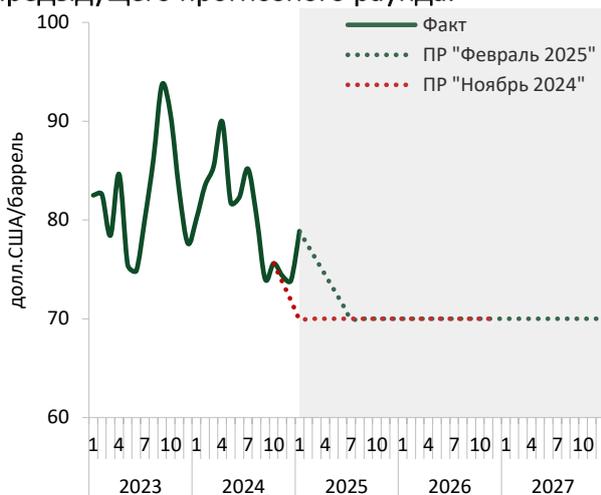
В ноябре-декабре 2024 года цены на нефть в среднем составили 74 долл. США за баррель, что соответствовало базовому сценарию. В условиях замедления мирового спроса и наращивания добычи нефти в странах вне ОПЕК+, ОПЕК принял решение перенести ослабление ограничений по добровольному сокращению добычи нефти в размере 2,2 млн баррелей в сутки с декабря 2024 года на апрель 2025 года. Вместе с тем, в январе текущего года цены на нефть начали повышаться, достигнув 81 долл. США за баррель на фоне введения санкций США против энергетического сектора России, а также длительного снижения запасов нефти в США. Ожидания по дальнейшему наращиванию предложения нефти и его превышению над спросом обусловили сохранение сценарной динамики цен на нефть в среднесрочной перспективе на уровне предыдущего прогнозного раунда. В рамках базового сценария ожидается снижение цен на нефть марки Brent до 70 долл. США за баррель к середине 2025 года с последующей стабилизацией на этом уровне. Ключевыми факторами являются медленный рост спроса со стороны Китая, увеличение предложения нефти в результате ожидаемого ослабления ограничений ОПЕК+ с апреля текущего года и продолжения роста добычи в странах Северной и Южной Америки. Дополнительными факторами неопределенности в отношении динамики мировых цен на нефть остаются геополитические риски, связанные с возможными изменениями в международной торговой и санкционной политике, а также степень эффективности мер по восстановлению экономического роста в крупнейших странах-импортерах нефти (график 2).

Мировые цены на зерновые сложились ниже ожиданий в результате более слабого импортного спроса и увеличения предложения на фоне более благоприятных погодных условий в отдельных регионах. В среднесрочной перспективе, как и в предыдущем прогножном раунде, ожидается постепенный рост цен на зерновые, обусловленный превышением спроса над предложением и усилением климатических рисков.

В течение последних двух месяцев сформировалась общая понижательная тенденция мировых цен на продовольствие, однако их уровень остается выше значений прошлого года. Между тем, в декабре 2024 года – январе 2025 года индекс цен на зерновые показал слабый рост. Этому способствовали слабый импортный спрос на рынке пшеницы, снижение цен риса в условиях значительных объемов предложения.

Согласно прогнозным оценкам, до конца прогнозного горизонта ожидается постепенный рост цен на зерновые. Основными факторами роста цен является снижение прогнозов ФАО по объемам производства зерновых, сокращение запасов по сравнению с предыдущим сезоном, а также климатические риски, оказывающие давление на урожайность. Дополнительно поддерживать рост цен будет увеличение потребления зерновых в продовольственных целях. В результате, как и в предыдущем прогножном раунде, проинфляционное влияние мировых цен на продовольствие сохранится в течение прогнозного периода (график 3).

График 2. Базовый сценарий по цене на нефть марки Brent сохранен на уровне предыдущего прогнозного раунда.



Источник: EIA, Consensus Ecs., расчеты НБРК

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



Источник: UN FAO, расчеты НБРК

1.2.2. Глобальное экономическое развитие и страны-торговые партнеры

Рост глобальной деловой активности продолжился, но более слабыми темпами. Экономическая активность в странах-торговых партнерах Казахстана превысила ожидания.

Рост деловой активности в мире в начале 2025 года немного замедлился. Основной вклад внес сектор услуг, темпы роста которого замедлились на фоне повышения цен и ослабления спроса. В то же время промышленный сектор впервые за долгое время показал рост, что объясняется увеличением заказов в связи с опасениями возможного введения торговых пошлин со стороны США.

Экономическая активность в странах-ключевых торговых партнерах Казахстана демонстрировала положительную динамику. Темпы роста экономики Китая сложились выше ожиданий в результате реализации мер по стимулированию экономики и смягчению денежно-кредитной политики. В ЕС наблюдается умеренное восстановление экономики, обусловленное сильным внутренним спросом и некоторым улучшением внешней торговли. Темпы экономического роста в России также превысили ожидания ввиду более существенного расширения потребительского спроса, увеличения инвестиций и роста экспорта.

Мировая экономика продолжит расти умеренно. В 2025-2027 годы из-за структурных и внешних факторов ожидается замедление экономической активности в Китае и России. Восстановление экономики ЕС продолжится более медленными темпами.

По обновленным прогнозам МВФ, в 2025-2026 годах темпы роста мировой экономики составят 3,3% (г/г)¹. Прогноз роста² экономики Китая остался неизменным. Ожидается, что эффект от стимулирующих мер 2024 года поддержит экономику в 2025 году, а в 2026-2027 годах рост сохранится около 4% на фоне снижения глобальной неопределенности и улучшения ситуации на рынке труда. Рост экономики ЕС пересмотрен в сторону замедления из-за стагнации промышленности и растущих рисков геополитической напряженности. В России после ускорения в 2024 году темпы роста экономики замедлятся до 1,5% (г/г) к 2027

¹ МВФ «Перспективы развития мировой экономики», Январь 2025

² Consensus Ecs.

году. Сдерживающее влияние на экономический рост будут оказывать дефицит рабочей силы, действие санкций и более низкие цены на нефть (график 4).

Инфляция в мире значительно снизилась за последние два года, но все еще остается выше цели во многих странах. Ожидается, что в ЕС и Китае инфляция останется низкой на всем прогнозном горизонте. Более высокая текущая инфляция в России привела к пересмотру прогнозов вверх.

В конце 2024 года – начале 2025 года инфляция в ряде стран ускорилась, главным образом из-за роста цен на продукты питания и услуги. В России инфляция превысила ожидания на фоне низкого урожая, роста себестоимости и высокого спроса. В Китае инфляция остается низкой из-за слабой потребительской активности. В ЕС рост цен на услуги и продукты питания оказался выше прогнозов. Ожидается, что инфляция в России сложится выше в результате очередного повышения тарифов на регулируемые услуги и высоких инфляционных ожиданий. В ЕС и Китае в среднесрочной перспективе ожидается, что годовая инфляция будет складываться ниже таргета (график 5).

График 4. Агрегированный внешний ВВП* – Текущий рост в Китае и России может поддержать спрос на экспорт в краткосрочной перспективе. В среднесрочной перспективе спрос будет расти более умеренными темпами.

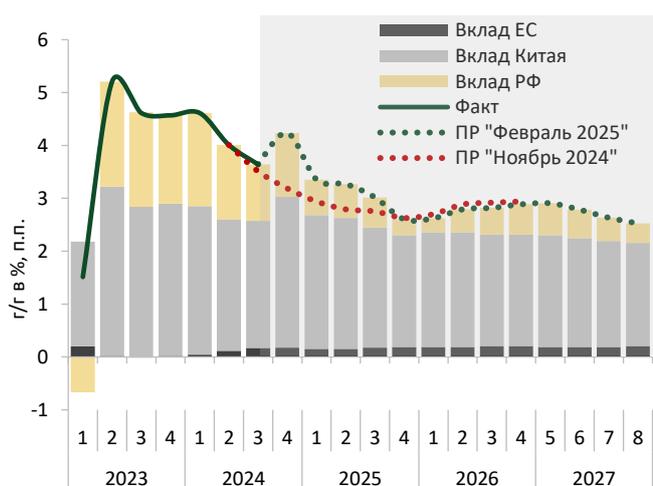
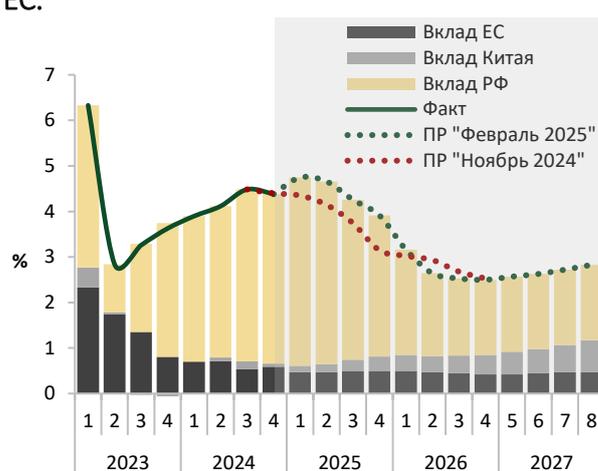


График 5. Агрегированная внешняя инфляция** – Фактическая высокая инфляция в России повысит внешнее инфляционное давление. Данный эффект будет несколько нивелироваться низкой инфляцией в Китае и ЕС.



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

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

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

Центральные банки стран продолжили снижать ставки, сохранив риторику более сдержанной на фоне усиления инфляционных и геополитических рисков.

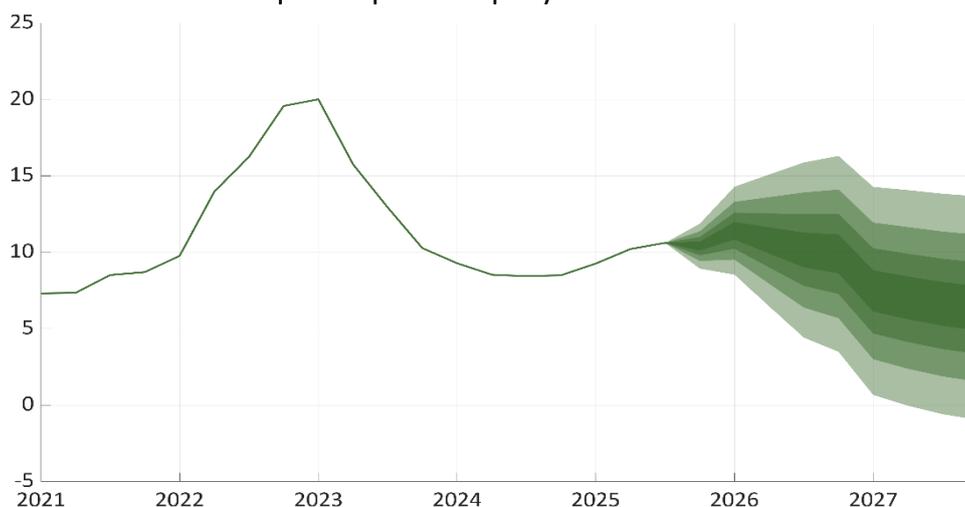
В начале 2025 года ряд центральных банков развитых стран снизили процентные ставки в целях стимулирования экономического роста в условиях замедления инфляции. Развивающиеся страны также продолжают активно смягчать денежно-кредитную политику. В то же время ФРС США сохраняет осторожный подход из-за устойчивой инфляции и высокой экономической активности. ЕЦБ придерживается взвешенного курса, учитывая слабый экономический рост и сохраняющееся инфляционное давление в сфере услуг. Ускорение инфляции в России и высокие инфляционные ожидания обусловили сохранение жесткой денежно-кредитной политики со стороны ЦБ РФ.

На прогнозном горизонте ожидается, что центральные банки в целом продолжат нормализацию денежно-кредитной политики, однако из-за возросшей неопределенности темпы снижения ставок могут замедлиться. ФРС США будет придерживаться сдержанного подхода, ЕЦБ продолжит курс на снижение ставок в целях поддержки экономики. В то же время ЦБ РФ, учитывая сохраняющиеся инфляционные риски, допускает возможность дополнительного повышения ключевой ставки в 2025 году.

1.3. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию

Прогноз инфляции на 2025 год пересмотрен вверх в связи с усилением как внешнего, так и внутреннего инфляционного давления на фоне повышения тарифов на жилищно-коммунальные услуги (ЖКУ) и дерегулирования цен на горюче-смазочные материалы (ГСМ). Ввиду обсуждаемого повышения ставки по НДС до 16% в 2026 году ожидания по динамике инфляции на 2026-2027 годы также пересмотрены вверх. В то же время данная мера является необходимой в части последующей фискальной консолидации и выступает важным фактором в устойчивости дезинфляционных процессов. При этом в связи с реализацией умеренно жесткой денежно-кредитной политики базовая инфляция (кв/кв, SA), очищенная от влияния временных факторов, замедлится до 5% к середине 2027 года. Таким образом, инфляция в 2025 году составит 10-12%, в 2026 году – 9-11%, в 2027 году – 5,5-7,5% (график 6, таблица 2).

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



Источник: прогноз НБРК

Прогноз инфляции на 2025 год пересмотрен вверх. Ожидается, что по итогам года инфляция сложится в диапазоне 10-12%. В 2025 году сохраняются значительные риски ускорения инфляции, обусловленные совокупным воздействием внешних и внутренних факторов. Среди внешних факторов рост цен на мировых продовольственных рынках и усиление инфляционного давления со стороны России. Внутренние факторы включают повышение тарифов на ЖКУ, рост производственных издержек из-за удорожания продукции обрабатывающей промышленности, импортируемых товаров и ГСМ. Удорожание ГСМ не только увеличит издержки транспортировки и производства, но и окажет косвенное влияние на широкий спектр товаров и услуг, способствуя их удорожанию.

Продовольственная инфляция останется под давлением роста затрат на производство, удорожания мировых продовольственных товаров и усиления внешнего спроса на отечественные продовольственные товары. Непродовольственная инфляция ускорится из-за

роста цен на ГСМ, увеличения издержек производителей и роста цен на импортируемую продукцию.

Сервисная инфляция будет определяться, с одной стороны, ростом регулируемых тарифов в рамках программы «Тариф в обмен на инвестиции», которые, при сохранении темпов повышения на уровне 2023-2024 годов, останутся ключевым драйвером инфляции в этом секторе. С другой стороны, рост цен на нерегулируемые услуги, напротив, будет стабилизироваться на фоне умеренного потребительского спроса.

Инфляция в 2026-2027 годах продолжит замедляться, но медленнее, чем прогнозировалось ранее. Этому будет способствовать повышение ставки НДС до 16% в начале 2026 года, рост тарифов на регулируемые ЖКУ и рост цен на ГСМ. Дополнительно, ожидаемое повышение НДС может привести к опережающему росту потребления и цен, что усилит инфляционные ожидания и окажет проинфляционное влияние на все компоненты инфляции.

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

При этом, если не учитывать влияние временных факторов в виде проводимых реформ, направленных на повышение тарифов на ЖКУ и дерегулирование рынка ГСМ, сезонно-очищенная квартальная базовая инфляция будет формироваться вблизи среднесрочной цели НБРК к середине 2027 года.

Ключевым фактором экономического роста остается внутренний потребительский спрос, который, в свою очередь, оказывает проинфляционное давление на экономику. В 2025 году рост ВВП сохранит текущие темпы за счет внутреннего спроса и сложится в диапазоне 4,2-5,2%. В 2026 году ожидания по росту ВВП претерпели изменения по сравнению с предыдущим прогнозом, предполагается что рост экономической активности будет находиться в 2026 году в диапазоне 4,2-5,2%, в 2027 году – 3,5-4,5% (график 7, таблица 2).

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



Источник: прогноз НБРК

Во второй половине 2024 года потребительская активность населения превысила прогнозные ожидания НБРК. Ускорение роста потребления во втором полугодии проявилось в динамике розничного товарооборота, который к концу года увеличился на 9,8%, в особенности за счет непродовольственных товаров. Дополнительно повышенный спрос отмечается в динамике крупных покупок, в том числе – автомобилей и недвижимости, что могло быть обусловлено реализацией ажиотажного спроса в условиях динамики обменного курса.

В 2025 году основной вклад в рост ВВП будут вносить внутренний спрос и экспорт. Внутренний спрос будет поддерживаться сохраняющимся фискальным стимулированием и потребительским кредитованием. При этом ожидается, что на динамику экспорта будет влиять увеличение добычи нефти ввиду реализации проекта ПБР/ПУУД на ТШО со второй половины 2025 года. Предполагается ежегодное увеличение объемов производства нефти в Казахстане в течение всего прогнозного периода. При этом нефтяной экспорт ввиду умеренного роста внешнего спроса и крепкого реального курса будет демонстрировать слабopоложительную динамику. В результате, обновленный прогноз на 2025 год по росту экономики составляет 4,2-5,2%.

В 2026 году прогноз роста ВВП пересмотрен вниз на фоне планируемой фискальной консолидации вследствие планируемой налоговой реформы. В результате данного фактора и стабилизации роста добычи нефти годовой рост экономики со второй половины 2026 года будет замедляться и приблизится в 2027 году к своим потенциальным значениям. Таким образом, в 2026 году рост ВВП составит 4,2-5,2%, в 2027 году – 3,5-4,5%. Вместе с тем, фактический рост может сложиться несколько выше с учетом успешной реализации планируемых Правительством структурных реформ, в том числе по увеличению инвестиций в основной капитал, привлечению прямых иностранных инвестиций и либерализации экономики.

Разрыв выпуска, определяемый как процентное отклонение фактического уровня ВВП от своего потенциального уровня, будет находиться в положительной зоне на протяжении 2025 года с постепенным закрытием к концу 2026 года. Это связано с положительной динамикой внутреннего спроса вследствие фискального стимулирования и потребительского кредитования, а также экспорта в 2025-2026 годах ввиду роста добычи нефти. В то же время в 2026-2027 годах по мере планируемой фискальной консолидации экономика будет приближаться к своим потенциальным уровням. В конце 2026 года разрыв выпуска полностью закроется, и рост экономики в дальнейшем будет находиться на потенциальном уровне.

Таблица 2. Прогнозы по базовому сценарию

	2025	2026	2027
ВВП, г/г, %	4,2-5,2 (4,5-5,5)	4,2-5,2 (4,6-5,6)	3,5-4,5
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	10-12 (6,5-8,5)	9-11 (5,5-7,5)	5,5-7,5
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	73 (70)	70 (70)	70

Таблица 2 (а). Прогнозы по пессимистичному сценарию

	2025	2026	2027
ВВП, г/г, %	3,6-4,6 (3,7-4,7)	4-5 (4,5-5,5)	3,5-4,5
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	10,8-12,8 (6,7-8,7)	9,7-11,7 (6-8)	6-8
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	50 (50)	50 (50)	50

Таблица 2 (б). Прогнозы по оптимистичному сценарию

	2025	2026	2027
ВВП, г/г, %	4,6-5,6 (5,1-6,1)	4,2-5,2 (4,7-5,7)	3,5-4,5

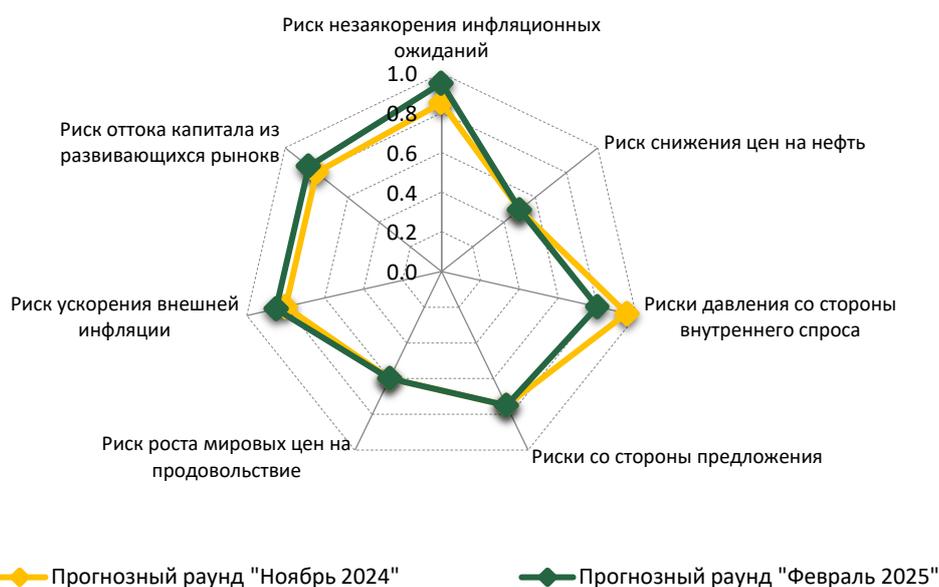
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	9,5-11,5 (6-8)	8-10 (5-7)	5-7
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	90 (90)	90 (90)	90

Источник: прогнозы НБРК

1.4. Риски в среднесрочной перспективе

Риски отклонения инфляции от прогнозной траектории остаются высокими, что требует поддержания умеренно жестких денежно-кредитных условий (график 8).

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



Источник: прогнозы НБРК

Риски ускорения инфляции продолжают оставаться высокими ввиду возрастания внутренних и внешних проинфляционных факторов. Среди внутренних факторов значительно усилился риск незаякорения инфляционных ожиданий в связи с их подверженностью краткосрочным шокам на отдельных продовольственных рынках, реализацией государственных реформ на рынке ГСМ (более высокий рост, чем в 2023 году) и в налоговой сфере, а также продолжением программы «Тариф в обмен на инвестиции». На фоне отмеченного постепенного дерегулирования цен на рынке ГСМ и реформ в сфере ЖКХ сохраняются высокими риски со стороны предложения на фоне возможных вторичных эффектов. Из внутренних факторов несколько снизился риск проинфляционного давления со стороны внутреннего спроса, что будет обусловлено планируемой фискальной консолидацией с 2026 года.

Среди внешних факторов одновременно увеличились риски ускорения внешней инфляции и оттока капитала из развивающихся рынков. Так, инфляция в России на текущий момент складывается намного выше прогнозируемой динамики, отмечается давление как со стороны спроса, так и предложения. Учитывая данные факторы и высокую долю России в импорте Казахстана, риск импорта более высокой внешней инфляции повышен.

В то же время, текущая экономическая политика США, реализуемая администрацией Дональда Трампа, усиливает риски геополитической напряженности в мире. Активизация торговых войн, экономическая конкуренция США с Китаем, введение дополнительных санкций со стороны ЕС по отношению к России, вызывают высокую неопределённость и могут стать причиной бегства капитала из стран с формирующимися рынками, в том числе

Казахстана. Таким образом, риск оттока капитала и давления на валютные рынки развивающихся стран повышен.

Что касается экономической активности, риски прогноза ВВП связаны в основном с экспортом нефти. Во-первых, опасения связаны с возможным нарушением непрерывной деятельности КТК ввиду наличия реальных угроз для стабильной логистики нефти Казахстана. Во-вторых, наличие существующих ограничений ОПЕК+ по суточной добыче нефти могут создавать ограничения для реализации планов по расширению производственных мощностей на ТШО в полном объеме. Также возможные пересмотры по динамике ВВП могут вызвать изменения параметров будущей налогово-бюджетной политики.

Бокс 1. Международный опыт влияния повышения ставки НДС на инфляцию.

Повышение налога на добавленную стоимость (далее – НДС) является распространенной мерой для сокращения бюджетного дефицита, но его влияние на инфляцию зависит от экономических условий, структуры налогообложения и денежно-кредитной политики.

Увеличение ставки НДС в краткосрочной перспективе ведет к росту инфляции, однако в долгосрочной перспективе эта мера фискальной консолидации менее проинфляционна, чем использование трансфертов для финансирования роста государственных расходов. При этом следует отметить, что масштаб влияния повышения НДС зависит от экономических условий.

В странах с жесткой денежно-кредитной политикой и стабильными инфляционными ожиданиями эффект ограничен, тогда как при слабой конкуренции и высокой чувствительности ожиданий он значительно выше. В то же время баланс спроса и предложения определяет силу воздействия: льготное налогообложение и эластичный спрос сдерживают рост цен, тогда как монополизация рынков и усиление инфляционных ожиданий ускоряют его.

В Европе после финансового кризиса 2008 года многие страны повысили НДС в рамках фискальной консолидации³. В Чехии увеличение НДС в 2010 году и 2013 году на 1 п.п. привело к росту инфляции на 1,1 п.п. и 0,8 п.п., соответственно. В Германии, где в 2007 году ставка НДС была увеличена с 16% до 19%, реальный прирост инфляции составил менее 1 п.п., что оказалось ниже ожиданий в 1,4 п.п. Частичный опережающий эффект был связан с тем, что производители начали повышать цены еще до фактического изменения ставки. Похожий опыт наблюдался в Финляндии и Италии, где повышение НДС на 1 п.п. привело к умеренному приросту инфляции в диапазоне 0,4-0,5 п.п. благодаря стабильной макроэкономической ситуации.

Греция оказалась в более сложных условиях. Повышение ставки НДС в 2011 году сразу на 4 п.п. вызвало рост инфляции на 2 п.п., а предыдущие повышения ставки НДС на 4 п.п. в 2010 году отразились еще более значительно, составив 3,3 п.п. Это было связано с общей нестабильностью экономики и необходимостью резкого сокращения бюджетного дефицита. В Португалии повышение НДС в 2011 году на 3 п.п. также сопровождалось ростом инфляции на 1,3 п.п.

Исследование Benedek et al. (2015)⁴, проведенное для 17 стран еврозоны за период с 1999 года по 2013 год, также подтверждает, что эффект переноса повышения ставки НДС на инфляцию выше для товаров длительного пользования по сравнению с товарами краткосрочного использования. Кроме того, скорость передачи зависит от уровня ставок НДС для различных категорий товаров и услуг, включая льготные ставки и освобождение от НДС. Для тех, кто получает льготы по НДС, эффект переноса снижается до 30%, тогда как для остальных категорий наблюдается почти полный перенос изменений ставок.

Дифференцированный эффект повышения ставок НДС на инфляцию также наблюдался в Японии. Например, повышение ставки на 5 п.п. в 1997 году привело к росту внутренних цен на 2,5-3,0 п.п. (Ye et al., 2009⁵). Меньший, чем повышение ставки налога, рост цен был обусловлен такими мерами, как возврат НДС на экспорт и освобождение от налога на инвестиции, которые помогли смягчить воздействие на цены. Стоит отметить, что в отраслях с нулевой ставкой НДС наблюдалось снижение цен перед повышением налога. В 2014 году очередное повышение ставки НДС на 3 п.п. привело к приросту инфляции на 2 п.п., несмотря на стимулирующую монетарную политику.

³ Здесь и далее используются расчеты центральных банков соответствующих стран

⁴ Benedek D., Mooij R., Wingender Ph. *Estimating VAT Pass Through*. IMF Working Papers. 2015. No. 15(1)

⁵ Ye, Z., Watanabe, T., Shimoda, M., & Fujikawa, K. *Price and Revenue Change by VAT reform in Japan-in consideration of exemption and zero tax rate*

В России повышение НДС с 18% до 20% произошло в 2019 году. Согласно предварительным расчетам Центрального Банка России, влияние повышения ставки НДС на инфляцию оценивалось в интервале 0,6-1,5 п.п. По факту накопленное влияние составило 0,55-0,7 п.п., с основным эффектом в январе 2019 года (Куровский, 2019⁶).

При повышении ставки НДС центральные банки, как правило, не реагируют на прямые эффекты, но учитывают косвенные воздействия, проявляющиеся через инфляционные ожидания, заработные платы и долгосрочную динамику цен. Эти эффекты могут усиливать инфляционное давление, особенно в странах с нестабильными ожиданиями или слабой конкурентной средой. Например, в Великобритании (2010-2011 годы) повышение НДС привело к росту инфляционных ожиданий среди домохозяйств, но стабильность бизнеса и финансовых рынков предотвратила давление на зарплаты, что исключило необходимость ужесточения ДКП. В Румынии же, напротив, рост НДС на 5 п.п. спровоцировал повышение инфляционных ожиданий и вынудил власти приостановить цикл смягчения политики. В Венгрии частые изменения НДС усиливали инфляционные ожидания и ценовую волатильность, требуя стабилизационных мер от центрального банка.

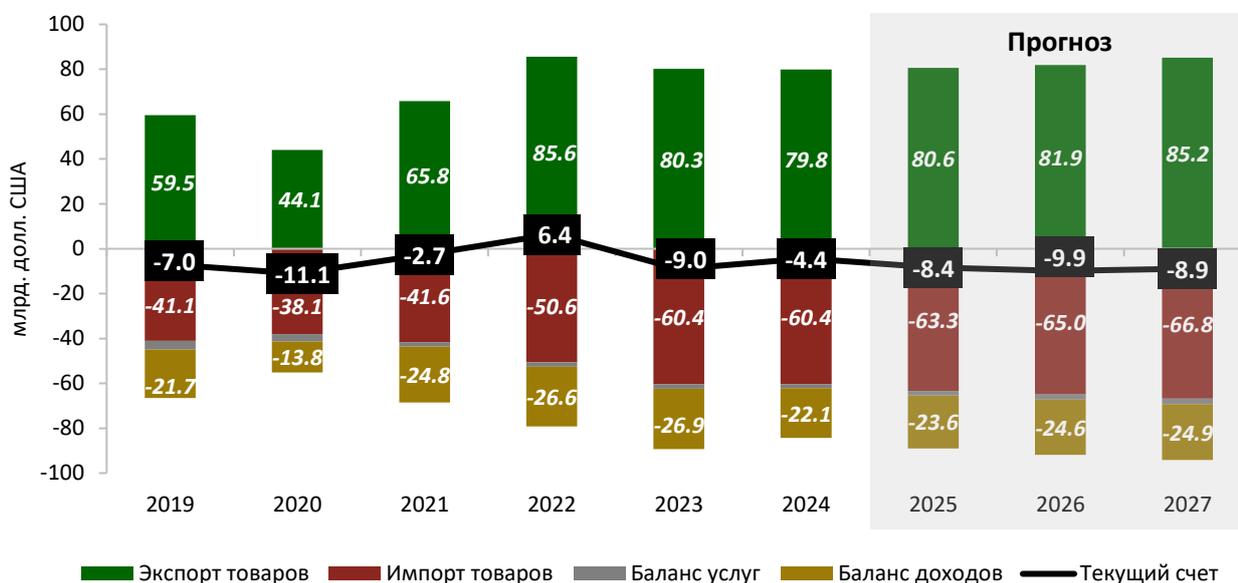
Этот опыт подчеркивает, что ключевым фактором минимизации вторичных эффектов является приверженность центральных банков инфляционным целям и прозрачная коммуникация с экономическими агентами.

Таким образом, обзор исследований показывает вариативность воздействия изменения ставок НДС на инфляцию и необходимость учета множества факторов при анализе экономических последствий.

1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса

При базовом сценарии, текущий счет платежного баланса в среднесрочной перспективе сохранится в дефицитной зоне. Расширение дефицита от уровней 2024 года будет обусловлено устойчиво высоким внутренним потреблением импортной продукции, а также увеличением доходов к выплате иностранным прямым инвесторам (график 9).

График 9. Текущий счет платежного баланса



Источник: прогноз НБРК

Прогнозы текущего счета по сравнению с предыдущим прогнозным раундом были пересмотрены в сторону некоторого ухудшения ввиду более высоких, чем ранее ожидалось, объемов импорта товаров (график 9). Так, предыдущий прогноз текущего счета на 2025-2027 годы ожидался в диапазоне (-)7,9-(-)8,7 млрд долл. США или (-)2,6%-(-)2,7% к ВВП. Согласно обновленным оценкам, дефицит текущего счета оценивается в (-)8,4 млрд долл. США или

⁶ Куровский Г., «Оценка вклада повышения НДС в годовую инфляцию», Банк России, декабрь 2019

(-)2,8% к ВВП в 2025 году, (-)9,9 млрд долл. США или (-)3,2% к ВВП в 2026 году и (-)8,9 млрд долл. США или (-)2,8% к ВВП в 2027 году.

Импорт товаров продолжит рост, превысив исторический максимум 2024 года. Высокие объемы импорта будут обусловлены нарастающим спросом населения и бизнеса в условиях недостаточности внутреннего производства для его покрытия, зависимостью локальной промышленности от ввоза промежуточных и инвестиционных товаров, а также реализацией государственных программ и мер по диверсификации экономики. Источником финансирования устойчивого внутреннего спроса на импорт, помимо собственных и привлеченных средств, будут фискальные расходы. В результате, ожидается рост импорта товаров с 60,4 млрд долл. США (21,2% к ВВП) в 2024 году до 66,8 млрд долл. США (21,0% к ВВП) в 2027 году.

Экспорт товаров на прогнозном горизонте будет расти. Сценарное снижение цен на нефть компенсируется увеличением объемов ее добычи на Тенгизском месторождении. Ненефтяной экспорт будет поддержан рядом факторов, включающих в том числе высокие мировые цены на уран и планы по увеличению его производства, а также сценарный рост мировых цен на черные и цветные металлы. В результате, в среднесрочной перспективе экспорт товаров вырастет с 79,8 млрд долл. США (28,0% к ВВП) в 2024 году до 85,2 млрд долл. США (26,9% к ВВП) в 2027 году.

Расширение дефицита баланса доходов будет следствием роста экспорта сырьевых товаров. Так, значительные объемы выплат прямым иностранным инвесторам будут обеспечены ростом чистой прибыли предприятий с иностранным участием вследствие роста добычи нефти и высоких цен на металлы. В результате, дефицит баланса доходов увеличится с (-)22,1 млрд долл. США ((-)7,7% к ВВП) в 2024 году до (-)24,9 млрд долл. США ((-)7,8% к ВВП) к 2027 году.

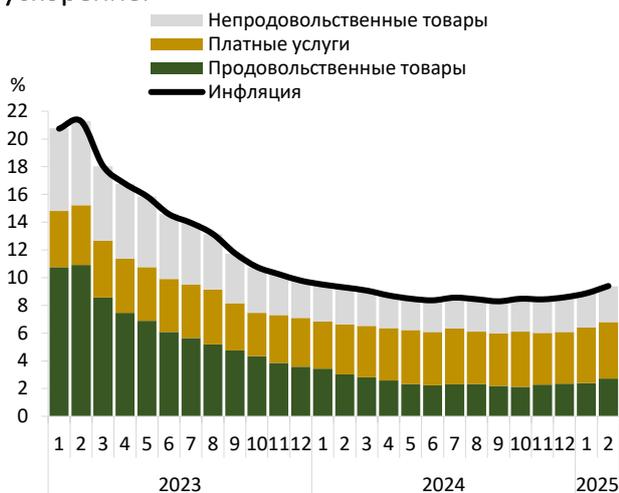
Более высокие объемы импорта услуг по сравнению с их экспортом обусловят умеренное углубление дефицита баланса услуг на прогнозном горизонте. Международные поездки продолжают быть основным драйвером импорта услуг, их рост будет стимулироваться открытием новых авиамаршрутов из Казахстана и вводом безвизового режима с некоторыми странами. Экспорт услуг, в свою очередь, будет расти за счет транспортировки грузов через Казахстан и притока иностранцев, преимущественно, из приграничных стран. В результате, дефицит баланса услуг углубится с (-)1,7 млрд долл. США ((-)0,6% к ВВП) в 2024 году до (-)2,5 млрд долл. США ((-)0,8% к ВВП) к концу 2027 года.

II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Инфляция

В феврале 2025 года годовая инфляция ускорилась до 9,4%, превысив ожидания Национального Банка. Ускорение темпов роста цен отмечается по всем компонентам инфляции. Основным драйвером инфляции остается компонента платных услуг, в то время как продовольственные и непродовольственные товары вносят более сдержанный вклад в общую инфляцию. При этом продовольственная инфляция значительно ускорилась.

График 10. Годовая инфляция продолжила ускорение.



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

В феврале 2025 года тенденция к ускорению годовой инфляции сохранилась – рост цен ускорился до 9,4% по сравнению с 8,9% в январе 2025 года (график 10). Данное ускорение обусловлено сложным проинфляционным фоном в экономике, сформированным совокупностью внутренних и внешних факторов.

Среди внешних факторов, основное повышательное влияние на инфляцию оказали ослабление номинального обменного курса тенге и ускорение инфляции в России – главном торговом партнере. Среди внутренних факторов, оказывающих проинфляционное давление, можно выделить высокие и волатильные

инфляционные ожидания, устойчивый потребительский спрос и продолжающееся повышение тарифов на коммунальные услуги.

Сектор платных услуг продолжает оказывать наибольший вклад в инфляцию, годовой рост цен на услуги составил 14,1% (13,8% в январе 2025 года). Существенное влияние на общий рост цен продолжает оказывать рост тарифов на регулируемые коммунальные услуги в рамках программы «Тариф в обмен на инвестиции». Кроме того, стоит отметить рост вклада отдельных рыночных услуг в сервисную инфляцию на фоне устойчивого потребительского спроса, ослабления номинального курса тенге, а также изменений тарифов на отдельные виды услуг.

Цены на непродовольственные товары в годовом выражении выросли на 8,7% (8,4% в январе 2025 года), в результате сочетания влияния курсового фактора и внутреннего спроса. Цены на импортируемые готовые потребительские и промежуточные товары реагируют на ослабление номинального обменного курса тенге, что способствует росту производственных издержек и удорожанию широкого спектра непродовольственных товаров. Устойчивый потребительский спрос, в свою очередь, поддерживает высокий уровень потребления, несмотря на повышение потребительских цен под влиянием курсового фактора.

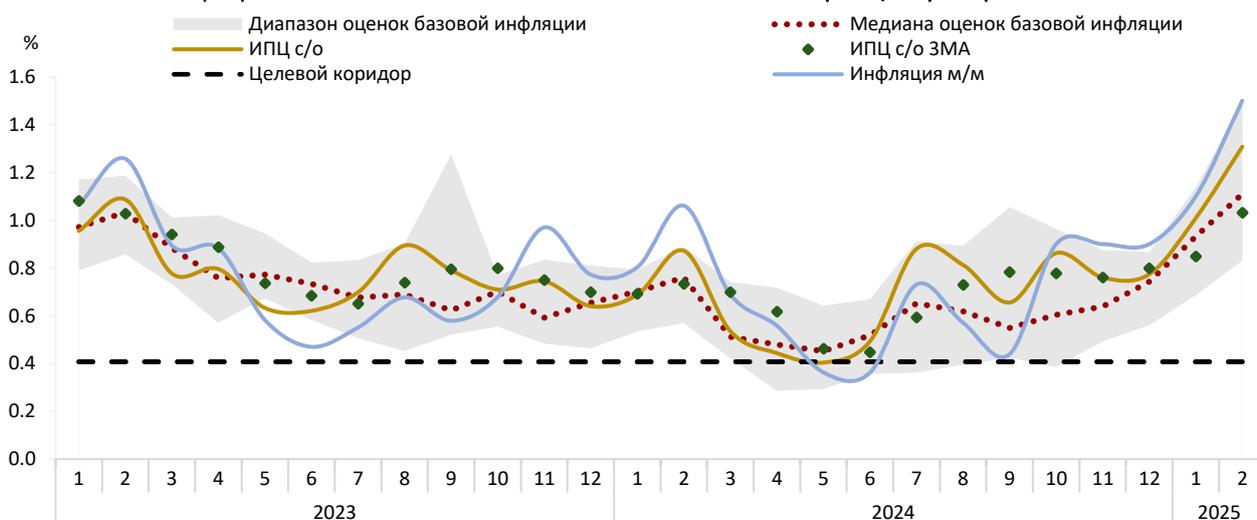
В феврале 2025 года продовольственная инфляция существенно ускорилась до 6,5% (5,8% в январе 2025 года). Данное ускорение связано с подорожанием отдельных продуктов питания вследствие роста цен производителей в обрабатывающей промышленности, а также значительным удорожанием отдельных товаров на фоне сокращения их производства.

В феврале 2025 года сезонно очищенная общая и базовая инфляции продолжили ускоряться, отражая устойчивый рост цен на широкий спектр товаров и услуг. Расширение диапазона оценок базовой инфляции за счет повышения верхней границы свидетельствует

о возрастающем проинфляционном давлении на цены, исходящем от устойчивой части инфляции.

В феврале 2025 года сезонно очищенная инфляция ускорилась до 1,31% в месячном выражении (1,01% в январе 2025 года), что соответствует аннуализированному росту в 16,9% (12,8%) (график 11). В то же время медиана базовой инфляции ускорилась, составив 1,11% (0,93%), или 14,2% (11,8%) в аннуализированном выражении. Ускорение сезонно очищенной общей и базовой инфляции продолжается четвертый месяц подряд, что указывает на устойчивые проинфляционные тенденции в экономике. Это отражает не только влияние курсового фактора, но и устойчивый рост производственных издержек и потребительского спроса. Следует также отметить, что расширение диапазона оценок базовой инфляции через повышение верхней границы указывает на проинфляционный характер текущих тенденций.

График 11. Различные показатели месячной инфляции ускорились.



Источник: БНС АСПР, расчеты НБРК

Примечание: исторические оценки могут пересматриваться.

Инфляционные ожидания продолжают оставаться волатильными, вновь повысившись в феврале 2025 года на фоне ускорения годовой инфляции. Снизилась доля респондентов, ожидающих инфляцию ниже 10%, и увеличилось количество тех, кто ожидает инфляцию выше 10%. В ответах респондентов преобладает высокая степень неопределенности относительно будущей инфляции.

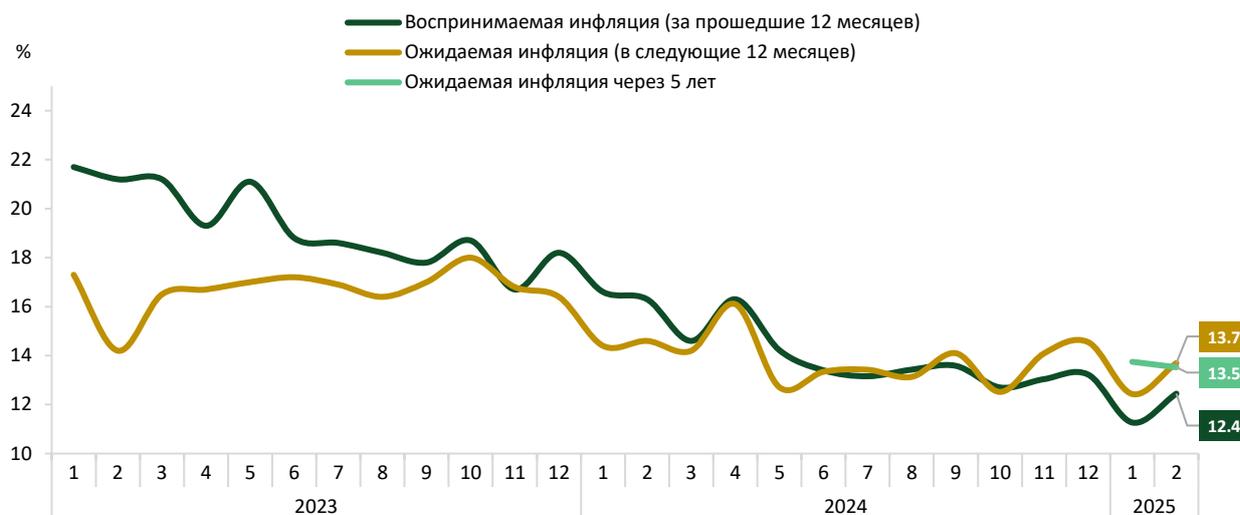
В феврале 2025 года инфляционные ожидания населения на ближайшие 12 месяцев увеличились до 13,7% по сравнению с 12,4% в январе 2025 года. Одновременно повысился и уровень воспринимаемой инфляции, составив 12,4% против 11,3% месяцем ранее (график 12). В структуре ответов респондентов по инфляционным ожиданиям на год вперед зафиксировано увеличение доли высоких значений, при этом сохраняется значительная степень неопределенности.

Несмотря на волатильность инфляционных ожиданий, сглаженный трёхмесячный показатель инфляционных ожиданий в последние месяцы демонстрирует стабилизацию на уровне 13,6%. Данный уровень близок к значению долгосрочных (пятилетних) инфляционных ожиданий, публикация которых Национальным Банком началась с января 2025 года. В феврале 2025 года долгосрочные инфляционные ожидания практически не изменились, составив 13,5% (13,7% в январе 2025 года).

В целом, респонденты продолжают формировать инфляционные ожидания на основе личного опыта покупок, однако их доля постепенно снижается. Это происходит на фоне

увеличения числа респондентов, ориентирующихся на внешние источники информации, такие как социальные сети, интернет, СМИ и аналитические материалы экспертов.

График 12. Динамика инфляционных ожиданий продолжает оставаться волатильной.



Источник: FusionLab: опрос населения

Бокс 2. По результатам опроса населения о сберегательном поведении.

ТОО «Fusion Lab» был проведен независимый социологический опрос по сберегательному поведению населения в случае значимого снижения ставок по депозитам (на 4п.п.) в условиях текущей инфляции.

Опрос проведен разово в феврале 2025 года среди стандартизированной репрезентативной выборки ежемесячного опроса по инфляционным ожиданиям. Респондентам был задан вопрос: «Сейчас официальная инфляция 8,9%, а ставка по депозиту в тенге около 14%. Скажите, пожалуйста, если ставка по депозиту снизится с 14 до 10%, что Вы сделаете с деньгами на депозите?». Согласно результатам опроса, в случае снижения ставки по депозитам с текущих 14% до 10%, лишь 46% респондентов выразили готовность сохранить свои сбережения на тенговом депозите. В то же время 54% опрошенных предпочли бы изъять средства и направить их на другие цели (таблица 1).

Большинство граждан, потенциально готовых изъять из тенговых депозитов, конвертировали бы свои средства в иностранную валюту, разместив ее на депозитах либо через покупку валюты в наличной форме (около 20%). Другие варианты вложений также косвенно окажут давление на курс национальной валюты, поскольку бытовые расходы стимулируют рост импорта, а инвестиции (акции, ценные бумаги и пр.) в условиях ограниченности инструментов на отечественном фондовом рынке, также приведут к спросу на иностранную валюту.

В гендерном разрезе женщины более чувствительны к снижению процентной ставки по депозитам, чем мужчины. 58% женщин и 51% мужчин склонны снять средства на депозите при снижении процентной ставки. Вместе с тем, в возрастной группе 25-54 года наблюдается меньшая склонность к сохранению средств на депозите.

Таблица 1. Результаты опроса по поведению депозиторов в случае снижения ставки

Вопрос	Варианты ответов	Доля, %
Сейчас официальная инфляция 8,9%, а ставка по депозиту в тенге около 14%. Скажите, пожалуйста, если ставка по депозиту снизится с 14 до 10%, что Вы сделаете с деньгами на депозите?	1. Продолжу хранить и накапливать на депозите	46
	2. Сниму с депозита и потрачу на бытовые нужды	9
	3. Сниму с депозита и куплю недвижимость/машину	13
	4. Сниму и вложу в другие активы (инвестиции, акции и пр.)	13
	5. Переведу на валютный депозит	11
	6. Сниму и куплю наличную иностранную валюту	9
	Общее	100

Таким образом, результаты проведенного опроса подтвердили тезис о высокой чувствительности населения к изменениям процентных ставок по депозитам и о важности депозитов в качестве

наиболее популярного инструмента сбережения среди населения Казахстана. Большинство опрошенных граждан готовы пересмотреть степень своего сберегательного поведения и свои инвестиционные предпочтения при снижении ставок, что отражает существенную значимость уровня ставок при выборе инструментов для накопления.

Более подробно о результатах опроса можно ознакомиться на сайте НБРК в разделе «Публикации».⁷

2.2. Внутренний сектор

Рост экономики Казахстана по итогам 2024 года сложился выше ожиданий Национального Банка, представленных в ноябрьском Докладе о денежно-кредитной политике. Существенное расширение деловой активности в четвертом квартале 2024 года обусловило ускорение годовых темпов роста экономики в 2024 году до 4,8%. Значительный вклад в рост экономики внесло усиление внутреннего спроса, который оказал проинфляционное давление на цены.

В 2024 году экономика демонстрировала уверенное восстановление, ускоряясь во втором полугодии. В условиях сокращения нефтяной отрасли драйвером роста экономики стал ненефтяной сектор, поддерживаемый реализацией инфраструктурных проектов и сильным потребительским спросом (график 13).

Значительный вклад в рост экономики в 2024 году внес строительный сектор, который демонстрировал высокие темпы роста на фоне расширения строительства жилых зданий (автодороги, промышленные и социальные объекты) и увеличения капитальных вложений. В структуре обрабатывающей промышленности ускорение отмечалось в машиностроении и металлургии. Высокий урожай зерновых в 2024 году внес более высокий, чем ожидалось, вклад в рост экономики. Темпы роста сектора услуг к концу года ускорились ввиду расширения инвестиционной активности, а также реализации повышенного потребительского спроса в условиях ослабления обменного курса тенге в ноябре-декабре 2024 года. После замедления во втором квартале 2024 года годовые темпы роста расходов домашних хозяйств в третьем квартале ускорились с 4,3 до 8,9% (график 14).

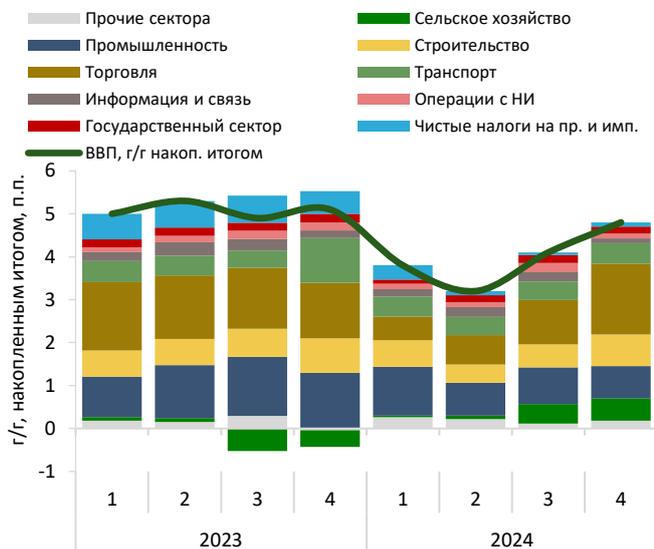
В четвертом квартале 2024 года потребительский спрос продолжил ускорение, что подтверждается динамикой розничной торговли, рост которой составил 9,8% г/г в 2024 году. Реализация непродовольственных товаров в четвертом квартале 2024 года достигла 17,9% в годовом выражении (график 15).

Оживление спроса во втором полугодии 2024 года также подтверждается динамикой крупных покупок, в частности, автомобилей, недвижимости и сопутствующих товаров. Согласно данным БНС, во втором полугодии прошлого года резко увеличилось количество зарегистрированных автомобилей, что сопровождалось ростом автокредитования. Также замечен значительный прирост количества сделок купли-продажи жилья, поддерживаемый увеличением объемов ипотечного кредитования. Выдача кредитов на строительство и приобретение жилья достигла пика в ноябре, увеличившись на 67,2% г/г в реальном выражении. Рост покупки жилья также мог способствовать увеличению спроса на мебель и бытовую технику, что отражается в динамике розничного товарооборота непродовольственных товаров (график 16).

⁷ <https://www.nationalbank.kz/ru/page/razovyiy-opros-naseleniya-o-depozitah>

График 13. Восстановление годовых темпов роста экономики во втором полугодии 2024 года происходило на фоне расширения несырьевого сектора.

Вклад отраслей и налогов в реальный рост ВВП*



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

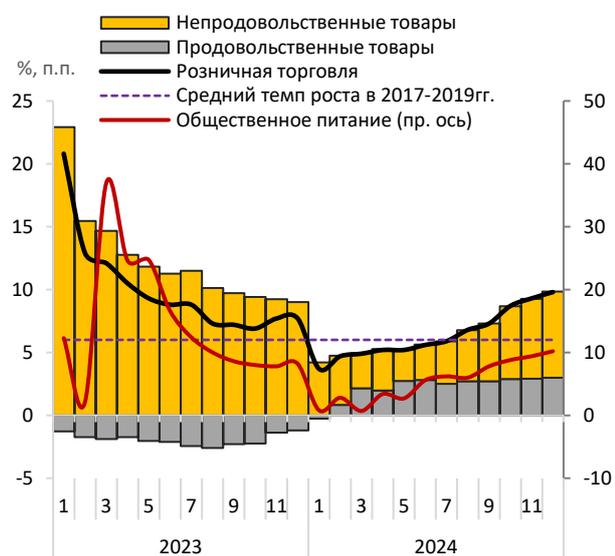
*вклад отраслей в ВВП представлен накопленным итогом

График 14. Потребительский спрос остается основным драйвером роста экономики, существенно ускоряясь во второй половине года после замедления во втором квартале.

Вклад компонентов совокупного спроса в реальный рост ВВП



График 15. Рост розничного товарооборота и общественного питания подтверждает ускорение спроса во второй половине 2024 года.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 16. Повышение спроса со стороны населения также проявляется в динамике крупных покупок, в том числе – автомобилей и жилья.



В секторе услуг сохраняются положительные темпы роста, что дополнительно подтверждает ускорение роста спроса домохозяйств. Наибольшую связь с ростом потребления населения демонстрируют прочие индивидуальные услуги, а также услуги в области творчества, искусства и развлечений, темпы роста которых продолжили ускорение в четвертом квартале 2024 года. Кроме того, во втором полугодии 2024 года ускорился рост объемов оказанных услуг общественного питания (график 17).

В условиях замедления годовых темпов роста реальных заработных плат и трансфертов населению, поддержку потребительскому спросу продолжает оказывать потребительское кредитование. В четвертом квартале 2024 года отмечается ускорение темпов выдач займов с поправкой на инфляцию после замедления в третьем квартале на фоне введения мер по сдерживанию роста потребительских займов (график 18).

График 17. Ускорение спроса во втором полугодии 2024 года также подтверждается динамикой спроса населения на услуги.

Квартальный рост в реальном выражении г/г



Источник: БНС АСПР РК

График 18. Расширение потребительского спроса во втором полугодии 2024 года может поддерживаться динамикой заработных плат, трансфертов населению, а также ускорением потребительского кредитования.



В третьем квартале 2024 года наблюдалось ускорение роста расходов органов государственного управления до 6% в годовом выражении в результате существенного увеличения затрат на коллективные услуги. Значительный вклад в динамику государственных расходов внес сектор образования.

Инвестиционная активность в экономике существенно ускорилась к концу 2024 года. Рост инвестиций, как и прежде был обеспечен, увеличением инвестиций в несырьевой сектор экономики. Инвестиции в сырьевой сектор продолжили сокращаться.

Рост инвестиций в основной капитал заметно ускорился к концу 2024 года, достигнув 18,8% г/г в четвертом квартале. Ускорение роста инвестиции в основной капитал произошло на фоне расширения частных инвестиций в несырьевой сектор экономики (график 19).

Одним из главных факторов расширения частных инвестиций в несырьевой сектор экономики стало увеличение капитальных вложений в реализацию проектов в обрабатывающей промышленности, что способствовало увеличению вклада инвестиций в обрабатывающую промышленность в рост инвестиций по итогам 2024 года. Наряду с этим, в четвертом квартале 2024 года значительное обновление основного капитала было зафиксировано в отраслях «Образование», «Водоснабжение» и «Операции с недвижимым имуществом». Этому способствовала активная реализация государственных программ «Тариф в обмен на инвестиции» и «Комфортная школа», направленных на улучшение коммунальной и социальной инфраструктуры.

В то же время, инвестиции в горнодобывающую промышленность продолжили вносить отрицательный вклад в рост инвестиционной активности в экономике. Однако их отрицательный вклад уменьшился к концу года на фоне ускорения роста инвестиций в добычу угля и в предоставление услуг в горнодобывающей промышленности (график 20).

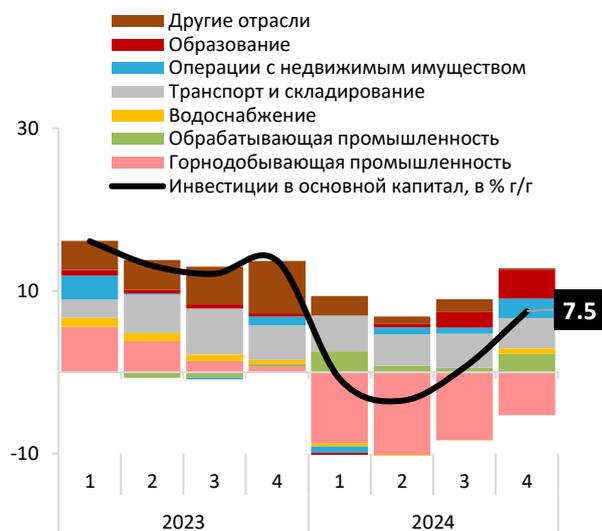
График 19. Инвестиционная активность в экономике существенно увеличилась к концу 2024 года.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 20. Ускорение роста инвестиции обеспечено ростом капитальных вложений в несырьевой сектор экономики.

Вклад инвестиций в отрасли экономики накопленным итогом



Замедление роста реальных зарплат на фоне увеличения предложения рабочей силы и роста производительности труда способствовало дезинфляционному влиянию со стороны рынка труда. В то же время в секторе частных услуг и индустрии отдыха сохраняется проинфляционное давление.

В четвертом квартале 2024 года предложение рабочей силы продолжило расти третий квартал подряд. Темпы роста числа занятых в экономике и наемных работников ускорились, достигнув показателей начала 2022 года. В большей степени выросло число наемных работников в сферах строительства и услуг по проживанию и питанию, искусства, развлечений и отдыха. При этом значительно увеличилось число работников, нанятых частными лицами, что соответствует общей тенденции занятости в этих отраслях экономики. В то же время в сельском хозяйстве, государственном управлении и здравоохранении продолжилось сокращение численности занятых (график 21).

Годовые темпы роста номинальной заработной платы остаются относительно стабильными третий квартал подряд, замедлившись в четвертом квартале 2024 года до 10,5%. Реальный рост заработных плат замедлился до 1,8% в годовом выражении. Существенный вклад в его поддержание внесли сферы информации и связи, развлечений и отдыха, а также коммунальный сектор. Однако в этих же отраслях наблюдалось снижение производительности труда, что оказывает проинфляционное влияние. Тенденция к снижению реального роста зарплат сохраняется преимущественно в государственных секторах.

В четвертом квартале 2024 года рост производительности труда превысил рост реальных зарплат, особенно в сельском хозяйстве, государственном управлении, здравоохранении, образовании, торговле и строительстве (график 22).

Таким образом, в четвертом квартале 2024 года продолжился рост производительности труда. В сочетании с увеличением предложения рабочей силы и занятости при замедлении роста зарплат это привело к ослаблению инфляционного давления со стороны рынка труда.

График 21. Предложение рабочей силы продолжило расти.

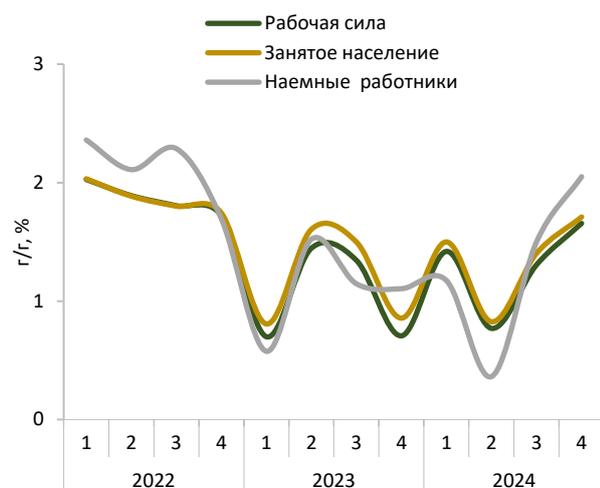


График 22. Производительность труда опережает темпы роста заработных плат во втором полугодии 2024 года.



Источник: БНС АСПиР РК, расчеты НБРК

Бокс 3. Рынок труда: оценка показателей инфляционного давления.

Рынок труда один из важнейших факторов ценовой динамики в экономике. Крупнейшие центральные банки выделяют ряд ключевых показателей рынка труда для оценки инфляционного давления. Такими показателями могут быть безработица, занятость, заработная плата, количество вакансий, затраты на рабочую силу и т.д.

Вместе с тем, в Казахстане показатели безработицы, формируясь в диапазоне 4,6-5,1% с 2015 года, не отражают в полной мере тенденции на рынке труда и не являются информативными. В этой связи, был протестирован пул индикаторов рынка труда с целью определения значимости для объяснения динамики инфляции и индекса стоимости труда (фонда заработной платы).

В целом, показатели рынка труда в Казахстане не являются определяющими и опережающими для динамики инфляции, но частично могут объяснять динамику индекса стоимости труда, который, в свою очередь, обуславливает рост общего уровня цен в стране. Так, среди статистически значимых показателей, оказывающих влияние на стоимость труда, оказались коэффициент оборота по увольнению и число вакантных мест на предприятиях.

У всех рассмотренных показателей рынка труда отмечается невысокая корреляция с разрывом выпуска. При этом изменение показателя альтернативной безработицы демонстрирует более тесную связь с разрывом выпуска по сравнению с официальной безработицей. Однако ни один из этих показателей не оказывает значимого влияния на инфляцию и индекс фонда заработной платы. Это может свидетельствовать о том, что данные индикаторы в большей степени отражают долгосрочные тенденции инфляционного давления, чем краткосрочные колебания цен (Таблица 1).

Таблица 1. Показатели инфляционного давления на рынке труда

Показатель	Корреляция с разрывом выпуска**	Тест причинности по Грэйнджеру, p-value ***	
		Инфляция	Индекс фонда ЗП
Альтернативный уровень безработицы (НБ-Б4*)	-0.52	0.60	0.74
Среднемесячная номинальная заработная плата	0.51	0.28	0.54
Индекс фонда ЗП	0.49	0.06 (1)	
Инфляция			0.12 (1)
Работающие от 0 до 30 часов в неделю	-0.31	0.66	0.65
Рабочая сила	0.30	0.80	0.81
Занятое население	0.28	0.92	0.80
Коэффициент оборота по увольнению	0.27	0.80	0.04(1)
Коэффициент замещения	0.19	0.76	0.80

Число вакантных рабочих мест	0.18	0.73	0.08 (1)
Уровень участия в рабочей силе	0.12	0.97	0.71
Уровень безработицы	-0.12	0.35	0.66
Уровень молодежной безработицы (в возрасте 15-34 лет)	-0.13	0.52	0.49

*НБ-Б4: Безработные+ непродуктивно занятые + экономически неактивное население + временно незанятые (часть)

**Корреляция разрыва выпуска с годовыми изменениями показателей

*** Тест Грэйнджера на квартальных сезонно очищенных изменениях показателей, по умолчанию приведены значения p-value на 2 лаге, если на других лагах (1 и 4) p-value ≤ 0.10 (на уровне значимости 10%), то в таблице указывается этот p-value с указанием лага скобках.

2.3. Фискальная политика

В 2024 году фискальная политика носила выраженно стимулирующий характер.

По предварительным данным, в 2024 году общий дефицит бюджета увеличился до 2,7% к ВВП, а нефтефискальный дефицит достиг 8,3% к ВВП (график 23). Основными факторами ухудшения бюджетного баланса стало увеличение нефтефискального структурного дефицита, вызванное замедлением роста поступлений по КПН, сокращением НДС, ростом капитальных затрат к ВВП, а также увеличением расходов на обслуживание государственного долга (график 24).

В 2024 году зафиксировано существенное замедление темпов роста доходов бюджета на фоне ослабления динамики налоговых поступлений, чей рост замедлился с 27% в 2023 году до 4% в 2024 году. Ключевыми причинами стали снижение номинального экспорта отдельных товаров и импорта, а также активный возврат НДС экспортерам и авансовые платежи по КПН, сформировавшиеся в конце 2023 года. Таким образом, в 2024 году, также как и в 2023 году, отмечалась низкая собираемость налогов по сравнению с запланированными в бюджете объемами. Так, общая сумма недособранных средств составила 3,5 трлн тенге (согласно плану на 1 декабря 2024 года), что было компенсировано за счет трансфертов из Национального фонда, дивидендами на госпакеты акций и ростом внутреннего долга на 3,9 трлн тенге (по сравнению с началом 2024 года). При этом нефтяные доходы по отношению к ВВП (сумма экспортной таможенной пошлины и трансфертов из Национального фонда) существенно не изменились.

Стоит также отметить, что уровень государственных расходов остается высоким, продолжая оказывать давление на бюджетный баланс. Существенная доля затрат направлена на выполнение социальных обязательств, финансирование инфраструктурных проектов и обслуживание государственного долга. Доля государственных расходов к ВВП увеличивается второй год подряд ввиду роста капитальных затрат к ВВП, однако пока остается ниже пикового уровня 2020 года.

Согласно плану, нефтефискальный дефицит бюджета должен был достигнуть 6,5% от ВВП (ПСЭР 2025-2029гг.). Более высокое фактическое значение нефтефискального дефицита свидетельствует о недостающих налоговых поступлениях и проблемах в планировании. По оценкам НБРК, нефтефискальный импульс⁸ демонстрирует, что в 2024 году фискальная политика носила стимулирующий характер (график 25). Это свидетельствует о смещении приоритетов в сторону поддержки экономической активности, что при положительном разрыве выпуска приводит к дальнейшему перегреву экономики и росту инфляции, несмотря на существующие ограничения в доходной части бюджета.

⁸ Нефтефискальный импульс – циклически скорректированное изменение бюджетного баланса в % от нефтефискального ВВП, отражающее эффект дискреционной фискальной политики, исключая автоматические стабилизаторы и доходы от нефтяного сектора.

График 23. Дефицит госбюджета, в % от ВВП

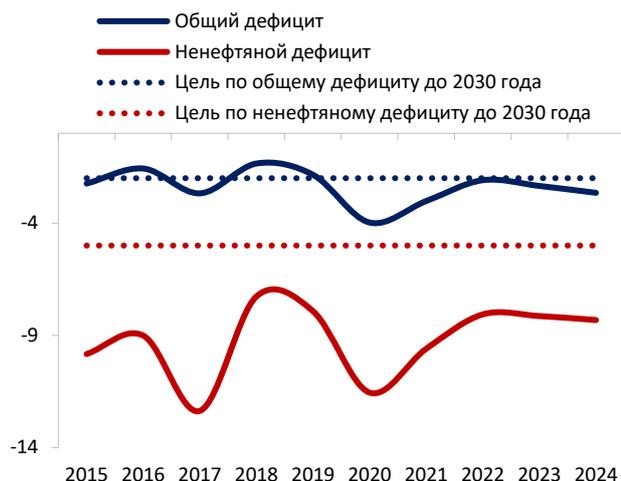


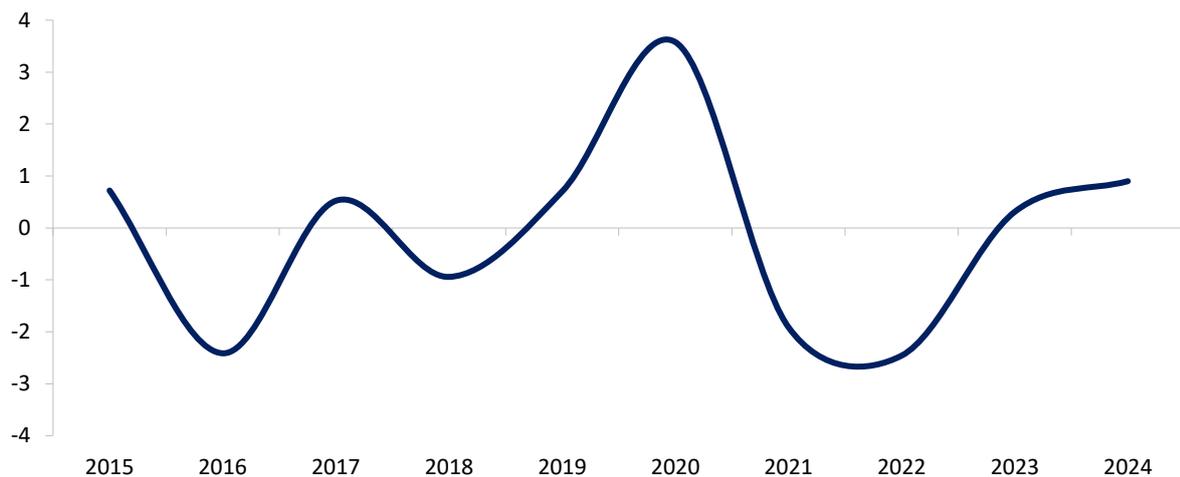
График 24. Декомпозиция дефицита госбюджета, в % от ВВП



Примечание: покупка акций АО НК «КазМунайГаз» в 2023 году и АО «НАК «Казатомпром» в 2024 году в Национальный фонд поступили в виде дивидендов в республиканский бюджет по статье «Неналоговые поступления», а также в виде налогов на дивиденды, для аналитических целей данные суммы были отнесены к трансфертам из Национального фонда и исключены при расчете ненефтяного дефицита.

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

График 25. Ненефтяной фискальный импульс, в % от ненефтяного ВВП



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

III. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Ставки денежного рынка формировались в соответствии с динамикой базовой ставки и находились в пределах коридора. Динамика депозитных ставок отражала изменения базовой ставки, при этом более выраженное влияние было по ставкам корпоративных депозитов.

Стоимость корпоративного кредитования в целом следовала за динамикой базовой ставки, также наблюдалось некоторое повышение ставок ипотечного кредитования.

Общие темпы роста кредитования немного замедлились, преимущественно из-за более низкого роста потребительского кредитования.

Денежная масса растет за счет расширения кредитного, фискального каналов и внешних активов. Произошедшее ослабление национальной валюты в ноябре 2024г.–январе 2025г. будет усиливать проинфляционное давление, однако ее укрепление в феврале несколько смягчит рост импортных цен.

3.1.1. Процентный канал

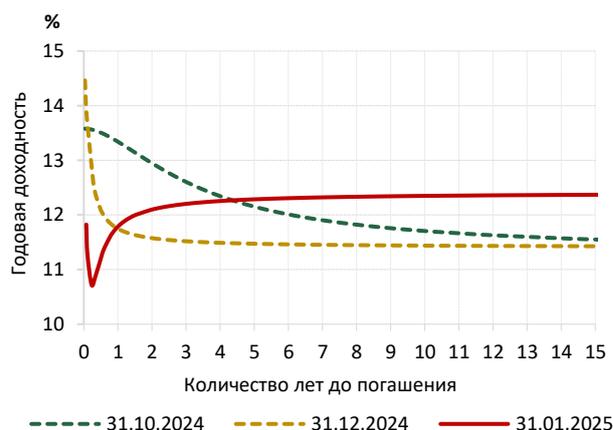
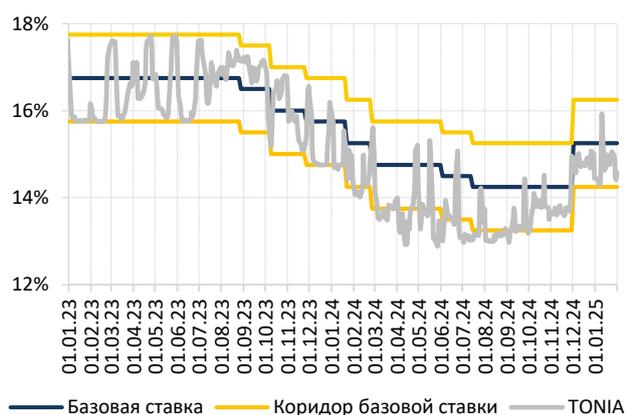
Ставки денежного рынка формировались внутри коридора базовой ставки

В период с ноября 2024 по январь 2025 года ставки денежного рынка оставались в пределах коридора базовой ставки, чему способствовали изменения в порядке расчетов по депозитным аукционам (переход с T+2 на T+0), вступившие в силу с 1 октября 2024 года, а также регулярная коммуникация НБРК с банками второго уровня о значимости их роли в формировании индикатора TONIA. Средний спред между TONIA и базовой ставкой за этот период составил (-) 0,5 п.п. (график 26).

Доходности кривой ГЦБ от пяти лет отражают сохранение проинфляционных рисков.

За исключением короткого сегмента, безрисковая кривая доходности на конец января оказалась выше декабрьских значений на всем диапазоне. Начиная с отрезка в 4,5 года январские доходности выросли относительно октября 2024 года, отражая инфляционные риски в средне- и долгосрочном периоде (график 27).

График 26. Коридор процентных ставок и ставка TONIA



Источник: НБРК, КФБ

Ставки по депозитам юридических лиц выросли (с 13,1% в октябре 2024 года до 14,1% в январе 2025 года) соразмерно повышению базовой ставки в декабре 2024 года.

По розничным депозитам реакция банков на изменение базовой ставки была постепенной, наблюдался точечный рост ставок отдельными банками декабре 2024 года и январе 2025 года. На этом фоне средневзвешенная ставка по депозитам физических лиц в национальной

валюте повысилась на 0,2 п.п. (с 13,3% в октябре 2024 года до 13,5% в январе 2025 года, график 28). Вместе с тем, согласно «Мониторингу ставок банков-участников»⁹ КФГД в феврале т.г. продолжилось повышение ставок по розничным вкладам со стороны нескольких банков.

Ставки по кредитам для крупных и средних предприятий следовали за изменениями базовой ставки.

Корпоративные кредитные ставки. Средневзвешенная ставка по кредитам бизнесу в национальной валюте с октября 2024 года по январь 2025 года увеличилась на **0,8** п.п. на фоне повышения базовой ставки. Ставки для крупных и малых предприятий более заметно отреагировали на повышение базовой ставки (рост на **0,7** п.п. и **0,8** п.п., соответственно), ставки по кредитам для средних предприятий выросли, но менее выражено.

Розничные кредитные ставки. После повышения базовой ставки ставка по ипотечным кредитам повысилась в декабре 2024 года и январе 2025 года (график 29). Ставки по потребительским кредитам формируются под влиянием изменения доли рассрочек в общем объеме потребительских кредитов. Вместе с тем, в январе 2025 ставка по потребительским кредитам выросла на 1,4 п.п. по сравнению с октябрем 2024 года.

График 28. Ставки по депозитам в национальной валюте, %

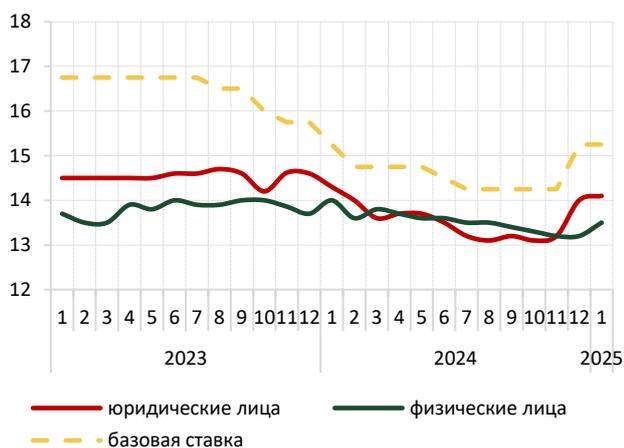
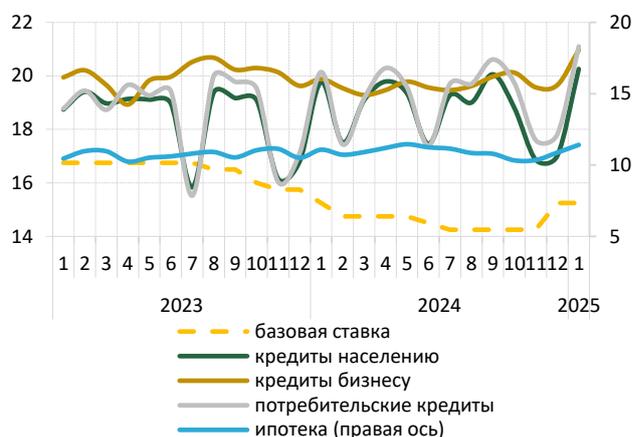


График 29. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)

Кредитный портфель банков увеличился на 20,2% г/г в январе 2025 года за счет продолжающегося роста кредитования населения и бизнеса (график 30). Рост портфеля потребительских займов остается высоким, что свидетельствует о сохранении проинфляционного давления. Кредитование бизнеса продолжает демонстрировать высокие темпы роста.

В декабре 2024 года ипотечный портфель увеличился на 14,5% в годовом выражении ввиду реализации льготных программ Отбасы Банка, партнерских программ между застройщиками и БВУ, цифровизации ипотечных продуктов. При этом в январе 2025 года наблюдалось замедление темпов роста (до 13,9%). Потребительское кредитование продолжает расти высокими темпами (рост на 32,9% г/г в январе) на фоне активного продвижения рассрочек и развития цифровых услуг, оказывая проинфляционное давление.

⁹ <https://www.kdif.kz/press-tsentr/monitoring/>

Высокая активность в кредитовании субъектов бизнеса.

В январе т.г. кредитование бизнеса продолжило расти высокими темпами (на 15,5%) на фоне ускорения роста кредитования малых и крупных предприятий (по сравнению с октябрем 2024 года). Кредитование средних предприятий в январе т.г. продемонстрировало снижение после положительных темпов роста в ноябре-декабре 2024 года.

Сохранение высоких темпов роста депозитов за счет увеличения вкладов населения.

Общие депозиты продолжают расти высокими темпами преимущественно за счет расширения депозитов в национальной валюте (20,4% в январе 2025 года г/г), привлекательность по которым обеспечивается высоким дифференциалом ставок между тенговыми и валютными вкладами (график 31). Депозиты в иностранной валюте также внесли положительный вклад в большей степени за счет курсовой переоценки (рост на 17,1% г/г).

График 30. Кредиты экономике от БВУ (портфель), г/г, %

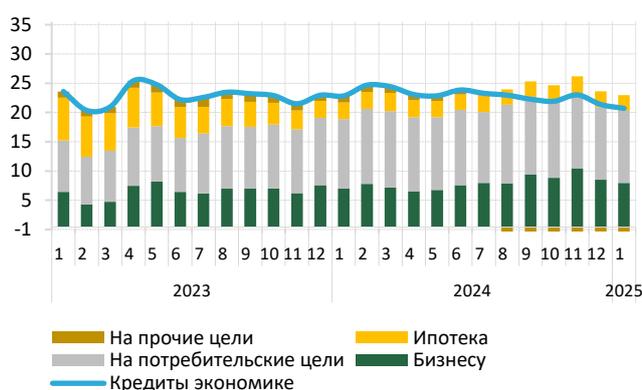


График 31. Депозиты резидентов в депозитных организациях, г/г, %



Источник: НБРК

Несмотря на некоторый рост в последние месяцы, долларизация депозитов сохраняется на исторически-низких уровнях.

На фоне ослабления обменного курса долларизация депозитов юридических лиц повысилась в ноябре 2024 года (до 26,5% с 24,2% в октябре), при этом уже в декабре произошло ее снижение. Долларизация вкладов физических лиц немного повысилась с ноября 2024 года, однако остается на уровнях, близких к минимальным отметкам. На этом фоне общий уровень долларизации депозитов также сохранился на исторически-низких уровнях и в январе 2025 года составил 22,7%. По итогам третьего квартала 2024 года норма сбережений домохозяйств¹⁰ снизилась, но остается вблизи исторических максимумов.

3.1.3. Валютный канал

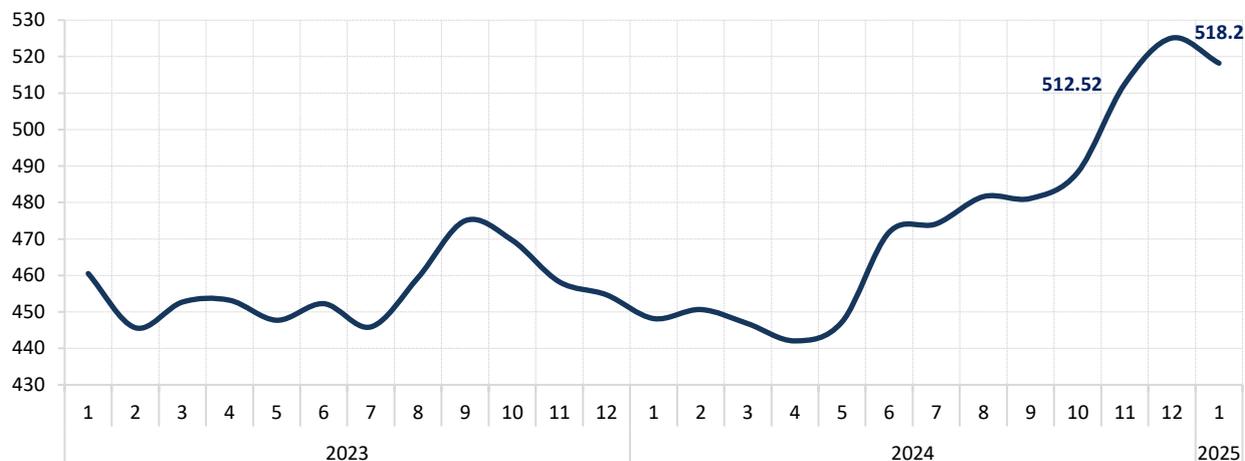
Ослабление национальной валюты в ноябре-январе и укрепление в феврале т.г.

С ноября 2024 года по январь 2025 года национальная валюта ослабла на 6,1% (график 32) на фоне ослабления рубля к доллару США (на фоне санкционных ограничений), укрепления американской валюты на глобальных рынках, а также в результате повышенного спроса на иностранную валюту со стороны экономических агентов и сезонного спроса импортеров. Нивелировали факторы ослабления возобновление нормы об обязательной продаже 50% валютной выручки субъектами квазигосударственного сектора, трансферты из НФ, интервенции НБРК, зеркалирование операций по покупке золота с января 2025 года, а также

¹⁰ (Совокупные доходы домохозяйств - совокупные расходы домохозяйств) / совокупные доходы домохозяйств

приостановление покупок иностранной валюты со стороны ЕНПФ¹¹. В условиях ослабления тенге выросли инфляционные риски в 2025 году, в том числе через ожидаемый рост стоимости импортируемой продукции. Однако данный эффект несколько смягчит наблюдавшееся укрепление национальной валюты в феврале текущего года.

График 32. Обменный курс тенге к доллару США, тенге за один доллар США



Источник: КФБ

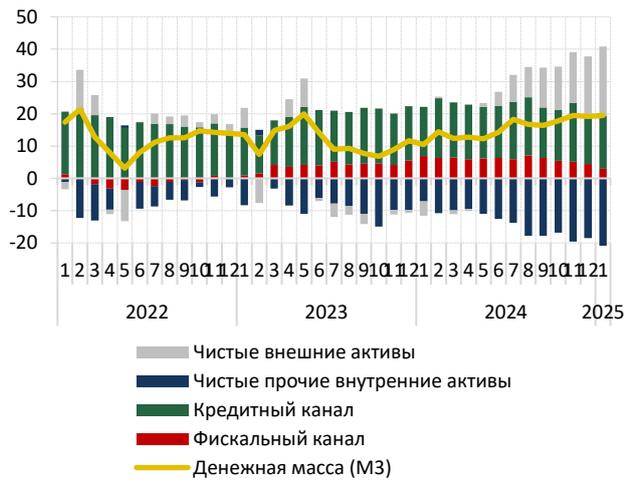
3.2. Денежная масса

Расширение кредитного и фискального каналов остается ключевым фактором роста денежного предложения, также увеличился положительный вклад внешних активов.

В январе 2025 года тенговая и общая денежная масса увеличились в годовом выражении на 20,1% и 19,6%, соответственно (график 33). Основными факторами роста денежной массы оставались кредитный и фискальный каналы, включая выпуск государственных ценных бумаг (ГЦБ) для финансирования бюджетного дефицита. За 2024 год объем выпуска ГЦБ МФ увеличился на 9,5% по сравнению с 2023 годом (в январе 2025 года – снижение выпуска ГЦБ на 71,4% г/г, график 34). Вклад в увеличение денежной массы также внес рост внешних активов.

¹¹ Более подробно в информационном сообщении по валютному рынку (<https://nationalbank.kz/ru/news/informacionnyye-soobshcheniya/17094>)

График 33. Денежная масса, г/г, %



Источник: НБРК, КФ

График 34. Объем выпуска ГЦБ МФ РК, млрд тенге

