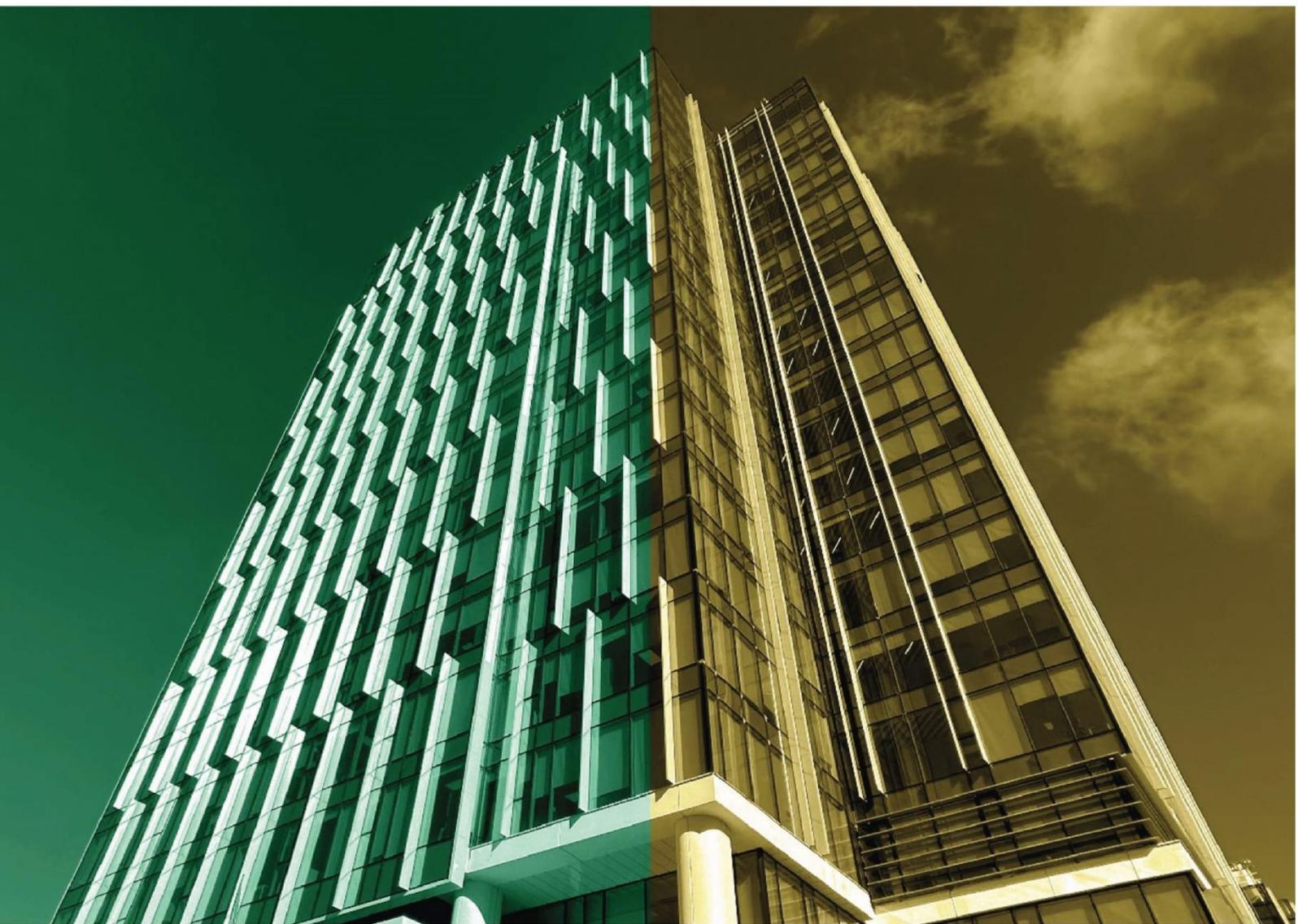


ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Май 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 кварталным 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 **22 мая 2025 года**, анализ макроэкономических показателей – на **2 июня 2025 года**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 5 ИЮНЯ 2025 ГОДА	4
I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ	5
1.1. Ключевые внешние предпосылки прогноза макроэкономических показателей	5
1.1.1. Товарные рынки	5
1.1.2. Глобальное экономическое развитие и страны-торговые партнеры	6
1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию	7
1.3. Риски в среднесрочной перспективе	11
1.4. Прогноз текущего счета платежного баланса	12
II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	14
2.1. Инфляция	14
2.2. Внутренний сектор	18
2.3. Фискальная политика	23
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. Анализ динамики тарифов и износа инфраструктуры жилищно-коммунальных услуг в разрезе регионов.	16
Бокс 2. Разрыв выпуска в Казахстане.	22
Бокс 3. Влияние государственных расходов на долгосрочный рост экономики.	24
Бокс 4. Влияние денежно-кредитной политики на сбережения населения и цены жилья.	30

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 5 ИЮНЯ 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 анализа фактических данных, обновленных прогнозов и оценки баланса рисков инфляции.

Годовая инфляция по итогам мая достигла 11,3%. Ключевым драйвером роста цен в последние месяцы остается сервисная инфляция. Ускорение темпов роста цен также наблюдается по продовольственным товарам. Показатели базовой и сезонно очищенной инфляции составили 10,1% и 11,4%, соответственно, в пересчете на год. Все это свидетельствует о сохранении давления на цены на фоне вновь возросшего потребительского спроса, роста издержек производства, а также продолжающегося фискального стимулирования. Инфляционные ожидания населения в мае выросли до 14,1%, что указывает на сохраняющуюся волатильность и неопределенность в отношении будущей инфляции.

Давление на цены со стороны внешнего сектора усиливается. Это связано с сохраняющейся высокой инфляцией в России, продолжающимся ростом мировых цен на продовольствие на фоне высокого спроса и валютных колебаний, а также с высокой неопределенностью, вызванной эскалацией торговых конфликтов и волатильностью цен на сырьевые товары.

В рамках базового сценария цена на нефть марки Brent пересмотрена в сторону снижения до 60 долл. США за баррель в среднем до конца прогнозного периода.

Прогноз инфляции на 2025 и 2026 годы пересмотрен. В 2025 году она ожидается в пределах 10,5-12,5%, в 2026 году – 9,5-11,5%. По итогам 2027 года инфляция снизится до 5,5-7,5% как результат сдерживающей денежно-кредитной политики и постепенного сворачивания мер бюджетной поддержки в рамках предстоящей налогово-бюджетной консолидации.

Прогноз роста экономики Казахстана на 2025 год был повышен до 5-6%. Прогноз на 2026 год составляет 4-5%, на 2027 год – 3,5-4,5%.

Складывающаяся высокая инфляция требует поддержания умеренно жестких денежно-кредитных условий в течение более длительного времени, чем предполагалось ранее. Баланс рисков сместился в проинфляционную сторону, что обуславливает высокую вероятность сохранения базовой ставки на текущем уровне до конца 2025 года. Поддержание текущих условий направлено на стабилизацию инфляционных ожиданий, предотвращение закрепления тренда на ускорение роста цен и возвращение инфляции к устойчивой траектории снижения в направлении среднесрочной цели в 5%. Национальный Банк не исключает возможности повышения базовой ставки при необходимости.

*** – Оценка траектории базовой ставки членами Комитета по денежно-кредитной политике будет публиковаться в Резюме обсуждения решения по базовой ставке, начиная с текущего решения, в рамках повышения прозрачности денежно-кредитной политики Национального Банка.**

I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

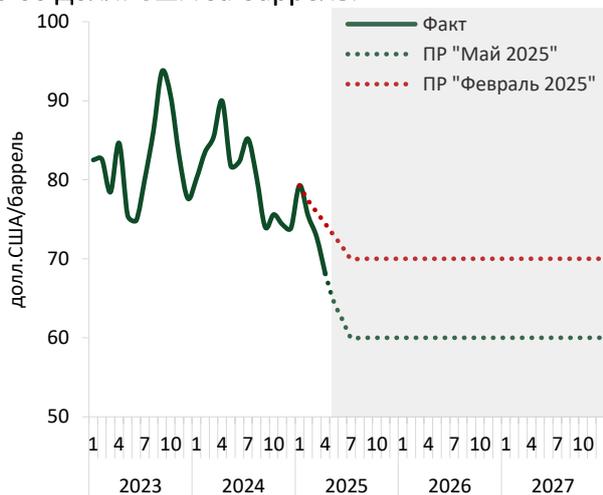
1.1. Ключевые внешние предпосылки прогноза макроэкономических показателей

1.1.1. Товарные рынки

Тарифные войны повысили нестабильность на рынке нефти и снизили ожидания по будущему спросу. Цены на нефть упали и приблизились к значениям, предусмотренным в пессимистичном сценарии предыдущего прогноза. В среднесрочной перспективе ожидается, что цены на нефть будут находиться на уровне около 60 долларов США за баррель.

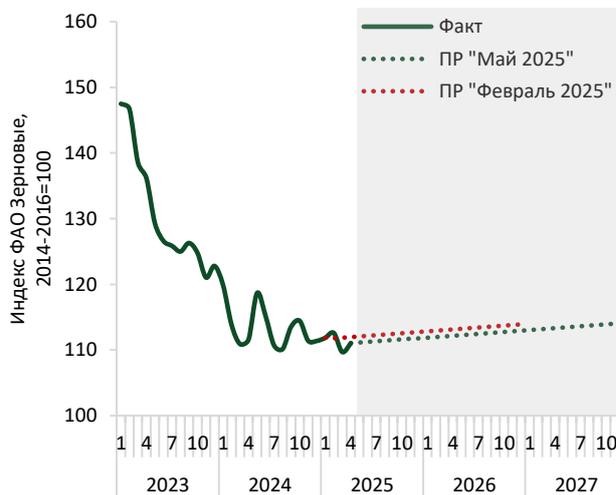
В апреле 2025 года мировые цены на нефть Brent снизились до 68,1 доллара США за баррель по сравнению с 72,7 доллара США в марте. В отдельные дни цена опускалась до 59 долларов США за баррель. Такая динамика приблизилась к траектории пессимистичного сценария. Снижение цен было связано с ростом торговой напряженности после введения новых пошлин со стороны США, решением ОПЕК+ быстрее наращивать добычу, а также ожиданиями увеличения поставок нефти из Ирана. В будущем давление на мировой спрос на нефть может оказать усиление торговых конфликтов и замедление экономической активности в крупных странах. Также давление на цены могут оказать рост популярности электромобилей и нестабильность в мировой экономике. В то же время предложение нефти будет расти – как со стороны стран ОПЕК+, так и со стороны США, Канады, Бразилии и Гайаны. Учитывая слабый спрос, возможное превышение предложения и обострение экономических рисков, в базовом прогнозе предполагается, что цена на нефть Brent снизится до 60 долларов США за баррель к середине 2025 года и сохранится в среднем на этом уровне до конца прогнозного периода (график 1).

График 1. Базовый сценарий по цене на нефть марки Brent снижен с 70 долл. США за баррель до 60 долл. США за баррель.



Источник: EIA, Consensus Ecs., расчеты НБРК

График 2. Ожидается умеренный рост цен на зерновые на всем прогнозном периоде.



Источник: UN FAO, расчеты НБРК

Мировые цены на зерновые оказались немного ниже, чем предполагалось в предыдущем прогнозе. В текущем прогнозе сохраняется ожидание их медленного и постепенного роста.

После двух месяцев снижения, в апреле 2025 года мировые цены на зерновые выросли на 1,2% по сравнению с мартом. Подорожали все ключевые культуры – пшеница, кукуруза, фуражное зерно и рис. Рост цен был связан с сокращением экспорта пшеницы из России, колебаниями валютных курсов, улучшением спроса в Мексике и сохраняющимся устойчивым мировым спросом. В новые прогнозы заложен плавный рост цен (график 2). На динамику

будут влиять противоположные факторы: рост мировых запасов и снижение цен на нефть будут сдерживать цены, тогда как ослабление доллара США может оказывать поддерживающее влияние. В целом спрос на зерновые, по прогнозам, останется стабильным.

1.1.2. Глобальное экономическое развитие и страны-торговые партнеры

Торговые разногласия между странами в мире привели к снижению деловой активности в промышленности и услугах. При этом темпы экономического роста в странах-торговых партнерах РК сложились выше прогнозных оценок.

Усиление торговых споров замедлило деловую активность в мире. Во многих странах снизились объемы новых и экспортных заказов в промышленности. Сфера услуг продолжила расти, но самый медленный темп за последние полтора года указывает на ослабление позитивной динамики. Рыночная неопределенность и ухудшение экономических условий также привели к снижению деловой уверенности до многолетнего минимума. При этом в странах – торговых партнерах ситуация оказалась немного лучше ожиданий. В Китае рост экономики ускорился благодаря активной внешней торговле, инвестициям и стимулирующим мерам. В странах ЕС экономику поддерживали потребительские расходы, как частные, так и государственные, несмотря на слабый экспорт. В России экономика начала замедляться из-за жесткой денежно-кредитной политики, нехватки рабочей силы и ограничений в производстве.

Из-за торговых разногласий рост мировой экономики будет слабее. В Китае замедление будет связано с ослаблением внутреннего спроса и действием торговых пошлин. В странах ЕС ожидается снижение экспорта и инвестиций. В России рост замедлится на фоне низких цен на нефть, жесткой денежно-кредитной политики и ограничений в производстве.

По оценке МВФ, в условиях ухудшения мировой торговли и высокой неопределенности темпы роста глобальной экономики будут замедляться. Прогноз на 2025 год понижен с 3,3% до 2,8%, на 2026 год – с 3,3% до 3% в годовом выражении¹. Прогнозы по странам – основным торговым партнерам Казахстана в целом остались без изменений. В Китае рост экономики будет замедляться под давлением торговых пошлин, несмотря на активную бюджетную поддержку и высокий рост в 2024 году². В ЕС сохранится слабый рост из-за неопределенности, торговых барьеров и слабой промышленной активности. Однако к 2027 году ожидается постепенное восстановление благодаря росту потребления, смягчению фискальной политики в Германии и улучшению внешнего спроса. В России рост замедлится до 1,4% к 2027 году на фоне низких цен на нефть, жесткой денежно-кредитной политики и ограничений на рынке труда (график 3).

Во многих странах инфляция все еще превышает целевые уровни. В ЕС и Китае инфляционное давление, как ожидается, останется умеренным. В России, благодаря жесткой денежно-кредитной политике и стабилизации спроса, инфляция может вернуться к целевому уровню к 2026 году.

С момента предыдущего прогноза инфляция в большинстве стран осталась на прежнем уровне. В Китае третий месяц подряд наблюдается годовая дефляция на фоне слабого потребительского спроса. В ЕС инфляция остается стабильной, но рост цен на услуги и продукты питания высокий. В России инфляция соответствовала ожиданиям, при этом из-за высокого спроса сохраняется ценовое давление.

Прогнозы по инфляции в странах – торговых партнерах в целом не изменились. В Китае ожидается еще более медленный рост цен, чем прогнозировалось в предыдущем прогнозном

¹ МВФ «Перспективы развития мировой экономики», Апрель 2025

² Consensus Ecs.

раунде. В ЕС ожидается сохранение низкой инфляции в течение всего прогнозного периода. В России, как и ранее, прогнозируется снижение инфляции до 7,5% к концу года и достижение целевого уровня в 2026 году (график 4).

График 3. Агрегированный внешний ВВП* – На прогнозном горизонте внешний спрос на экспортируемую продукцию будет складываться несколько ниже, чем в предыдущие 2023-2024 годы.

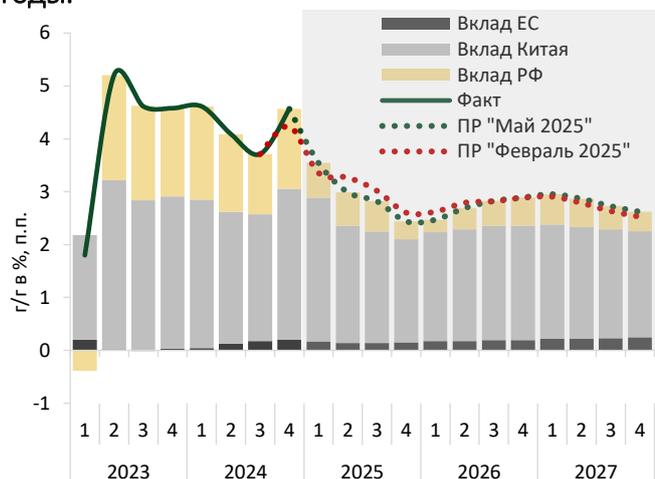
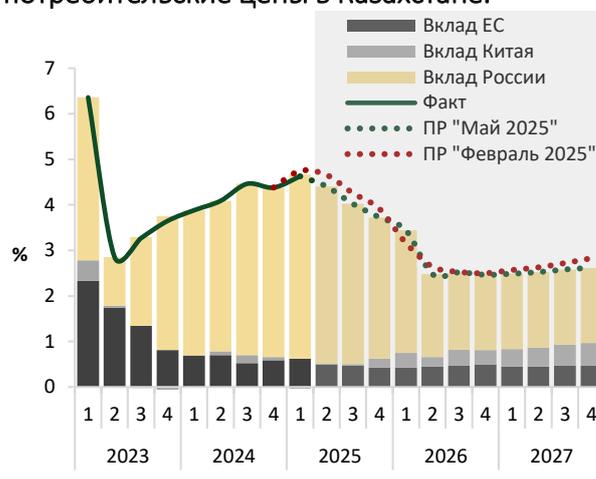


График 4. Агрегированная внешняя инфляция** – Высокая инфляция в России продолжит вносить основной вклад в рост внешнего инфляционного давления на потребительские цены в Казахстане.



*Представляет собой взвешенные по доле в нефтяном 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 НБРК

Торговые разногласия и риски слабого экономического роста поддерживают ожидания дальнейшего смягчения политики.

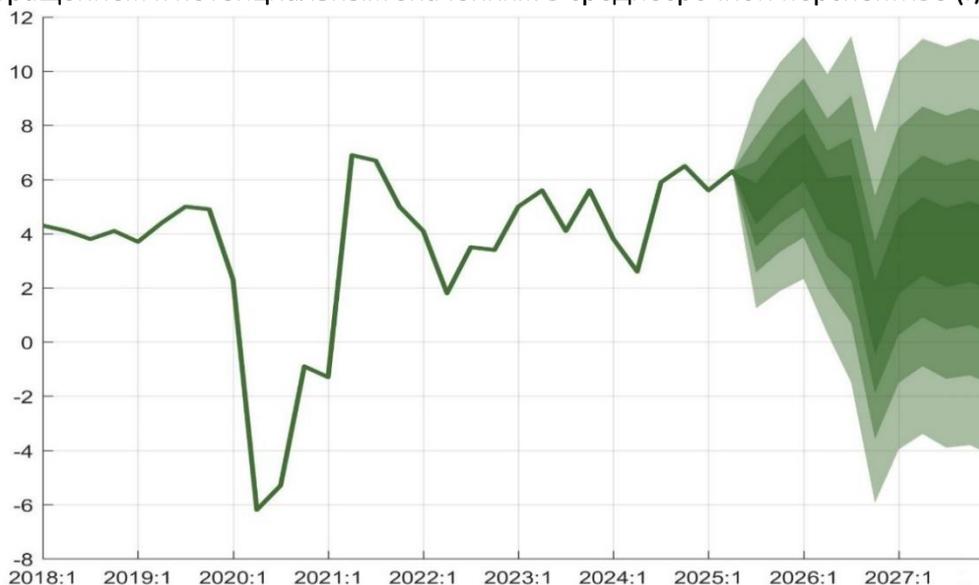
В апреле-мае 2025 года ряд центральных банков как развитых, так и развивающихся стран продолжили снижать ставки. В то же время ФРС США сохраняет сдержанную риторику из-за рисков, связанных с торговой политикой. На фоне текущего замедления инфляции, ослабления давления на рынке труда и ухудшения прогнозов экономического роста ожидается, что ФРС начнет цикл снижения ставки летом текущего года. ЕЦБ, как и ожидалось, продолжил снижать ставку. Однако из-за роста инфляционных рисков, связанных с пошлинами США, дальнейшее снижение, вероятно, будет проходить более осторожно. Банк России на заседании 25 апреля 2025 года сохранил ключевую ставку на уровне 21%, но смягчил риторику. С учетом обновленных прогнозов не исключается ее снижение во втором полугодии.

1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию

Учитывая текущую высокую экономическую активность, ожидания по росту ВВП на 2025 год были повышены до 5-6%.

По итогам первого квартала 2025 года рост ВВП Казахстана превысил ожидания НБРК и составил 5,6%. Основным фактором ускорения стало более раннее, чем предполагалось, увеличение добычи нефти на месторождении Тенгиз, а также более высокие объемы производства в несырьевых секторах экономики и расширение внутреннего спроса. Ввиду снижения мировых цен на нефть в рамках базового сценария цена на нефть была пересмотрена в сторону снижения до 60 долларов США за баррель до конца 2025 года и сохранением на этом уровне в течение 2026-2027 годов (график 5, таблица 1).

График 5. Ожидается ускорение темпов роста ВВП в текущем году с последующим возвращением к потенциальным значениям в среднесрочной перспективе (г/г, %).



Источник: факт – БНС АСПР РК, прогноз – НБРК

В 2025 году основными источниками экономического роста будут служить внутренний потребительский спрос, нефтяной экспорт, а также инвестиционная активность в несырьевых отраслях.

Со стороны совокупного спроса ключевым драйвером экономического роста остается внутреннее потребление. Рост потребления домашних хозяйств будет обеспечиваться увеличением трансфертов из бюджета, расширением объемов потребительского кредитования и ростом заработных плат. При этом усиление потребительского спроса продолжает оказывать проинфляционное давление в экономике.

Валовое накопление продолжит увеличиваться за счет реализации инвестиционных проектов в обрабатывающей промышленности, транспорте, образовании.

Рост внутреннего спроса, особенно после запуска масштабных инвестиционных проектов, будет способствовать росту импорта. Одновременно с этим, экспорт будет расти высокими темпами в условиях увеличения добычи нефти в связи с расширением мощностей нефтяного месторождения Тенгиз. Динамика ненефтяного экспорта прогнозируется слабopоложительной на фоне умеренных ожиданий относительно роста внешнего спроса.

В результате, **обновленный прогноз роста экономики на 2025 год составляет 5-6%.**

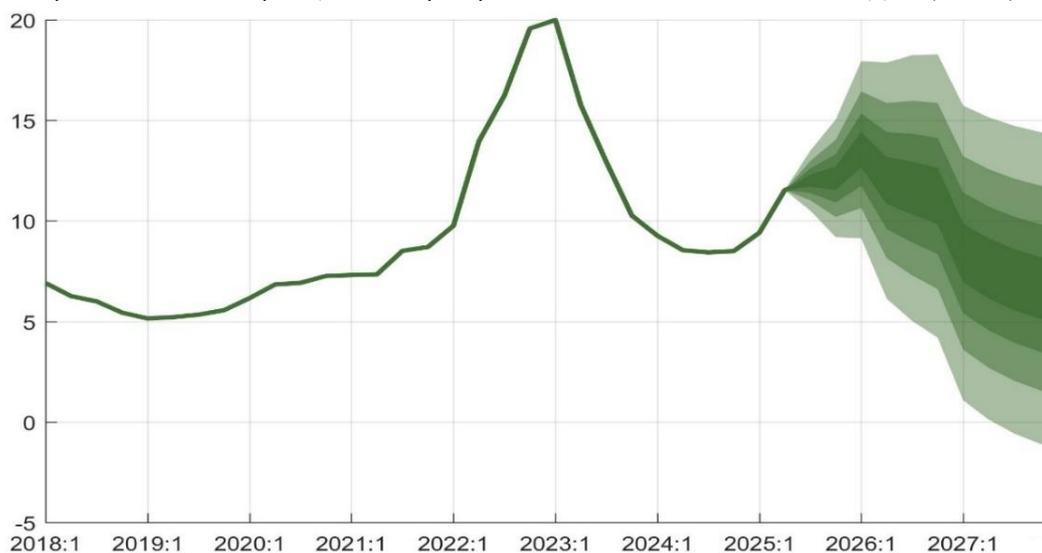
В 2026 году прогнозы по росту экономики пересмотрены в сторону снижения. **Согласно обновленным прогнозам, рост ВВП в 2026 году составит 4-5%.** Пересмотр прогнозов произошел по нескольким причинам. Во-первых, это статистический эффект высокой базы ввиду пересмотра роста ВВП в 2025 году, во-вторых, более низкая сценарная цена на нефть, в-третьих, снижение прогнозов по внешнему ВВП ввиду ожидаемой слабой динамики деловой активности в странах торговых-партнерах. Неизменными остаются предпосылки по фискальной консолидации, в результате которой ожидается более умеренная динамика внутреннего спроса. Основным драйвером роста в 2026 году будет выступать нефтяной экспорт, ввиду ожидаемого роста производства нефти. К 2027 году по мере стабилизации производства нефти и продолжающейся фискальной консолидации ВВП будет расти около потенциальных значений. Таким образом, **рост ВВП в 2027 году прогнозируется на уровне 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.

На фоне ожидаемого увеличения экономической активности в 2025 году, разрыв выпуска, определяемый как процентное отклонение фактического ВВП от своего потенциального уровня, пересмотрен в сторону увеличения. Ожидаемое расширение разрыва выпуска будет сопровождаться более сильным разрывом внутреннего спроса, что создаст дополнительное инфляционное давление на внутренние цены в 2025 году. В середине 2026 года по мере сокращения фискального стимулирования разрыв выпуска стабилизируется около нуля, и рост экономики в дальнейшем будет находиться на уровне своего потенциального значения.

Прогноз инфляции на 2025-2026 годы был незначительно пересмотрен в сторону повышения. Инфляция в 2025 году сложится в диапазоне 10,5-12,5%. В 2026 году в связи с планируемым повышением ставки НДС с 12% до 16% годовая инфляция сложится в диапазоне 9,5-11,5%.

Пересмотр прогноза связан с высокой фактической инфляцией, обусловленной значительным ростом цен на отдельные товары и услуги, а также ввиду более сильного давления со стороны внутреннего спроса, превышающего предложение в экономике. Дополнительное проинфляционное давление оказало укрепление российского рубля по отношению к тенге. Также следует отметить, что динамика цен на нефть развивалась в рамках пессимистичного сценария, рассматриваемого в рамках предыдущего прогнозного раунда. По мере исчерпания данных шоков и вследствие проведения умеренно жесткой денежно-кредитной политики инфляция в 2027 году замедлится до 5,5-7,5%, при этом сезонно-очищенная квартальная базовая инфляция будет формироваться вблизи среднесрочной цели НБРК 5% к концу 2027 года (график 6, таблица 1).

График 6. Более высокая, чем ожидалось, фактическая инфляция вкпе с ускорением экономической активности и расширением совокупного спроса обусловили пересмотр прогнозов по инфляции в сторону повышения на 2025-2026 годы. (г/г, %)



Источник: факт – БНС АСПР РК, прогноз – НБРК

В течение 2025 года недавнее усиление внешней неопределенности, включая возможное снижение мировых цен на нефть и рост торговых разногласий, может оказывать дополнительное давление на цены. Цены на продукты питания будут оставаться под давлением на фоне высоких мировых цен на продукты питания, сокращения предложения и роста производственных издержек.

В сегменте непродовольственных товаров инфляционное давление будет поддерживаться устойчивым потребительским спросом, ростом потребительского кредитования и фискальными мерами. Кроме того, ожидаемое подорожание горюче-смазочных материалов

(ГСМ) может привести к увеличению производственных затрат, что повлияет на стоимость товаров и услуг как напрямую, так и косвенно через транспортные и логистические расходы. В сервисной инфляции сохраняется существенное ценовое давление на фоне роста тарифов на жилищно-коммунальные услуги в рамках программы «Тариф в обмен на инвестиции». При сохранении текущих темпов повышения тарифов регулируемые услуги останутся одним из значимых факторов инфляции. Также следует отметить влияние роста цен на рыночные услуги, что связано с ростом издержек и стабильным потребительским спросом.

В начале 2026 года будет наблюдаться некоторое ускорение инфляции в условиях повышения ставки НДС до 16%. Также в прогнозы заложены рост тарифов на регулируемые ЖКУ и увеличение 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 денежно-кредитной политики НБРК, возвращение экономики к потенциальному уровню, постепенное приближение инфляции в странах – торговых партнерах Казахстана к своим целевым значениям будут способствовать снижению инфляции к таргету 5% в среднесрочной перспективе.

В то же время 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 5% к концу 2027 года.

Таблица 1. Прогнозы по базовому сценарию

	2025	2026	2027
ВВП, г/г, %	5-6 (4,2-5,2)	4-5 (4,2-5,2)	3,5-4,5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	10,5-12,5 (10-12)	9,5-11,5 (9-11)	5,5-7,5 (5,5-7,5)
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	65 (73)	60 (70)	60 (70)

Таблица 1 (а). Прогнозы по пессимистичному сценарию

	2025	2026	2027
ВВП, г/г, %	4,5-5,5 (3,6-4,6)	3,8-4,8 (4-5)	3,5-4,5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	11,3-13,3 (10,8-12,8)	10,2-12,2 (9,7-11,7)	6-8 (6-8)
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	53 (50)	40 (50)	40 (50)

Таблица 1 (б). Прогнозы по оптимистичному сценарию

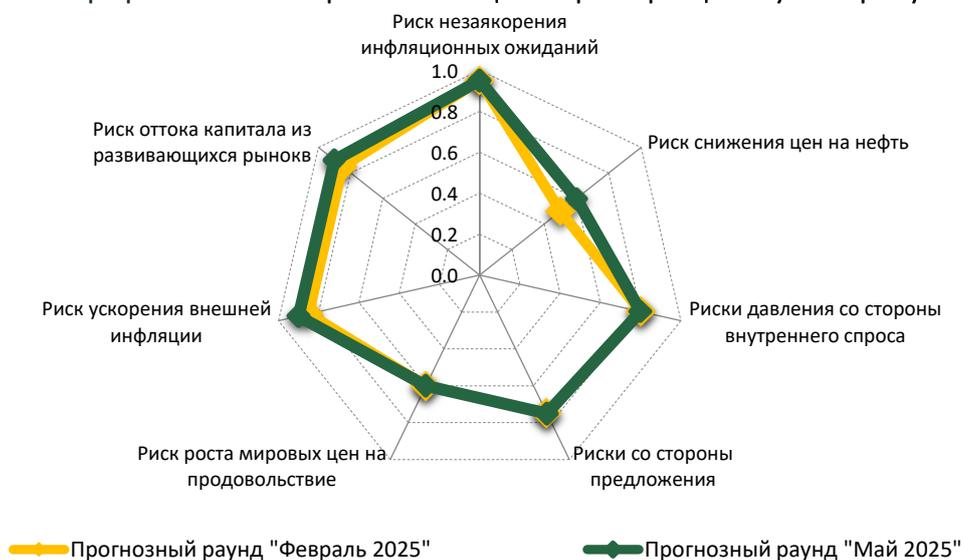
	2025	2026	2027
ВВП, г/г, %	5,5-6,5 (4,6-5,6)	4-5 (4,2-5,2)	3,5-4,5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	10-12 (9,5-11,5)	8,5-10,5 (8-10)	5-7 (5-7)
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	77 (90)	80 (90)	80 (90)

Источник: прогнозы НБРК

1.3. Риски в среднесрочной перспективе

Риски отклонения инфляции от прогнозной траектории остаются высокими, что требует поддержания умеренно жестких денежно-кредитных условий (график 7).

График 7. Баланс рисков смещен в проинфляционную сторону.



Источник: прогнозы НБРК

Внутренние риски ускорения инфляции остаются высокими. Сохраняются риски незаякорения инфляционных ожиданий ввиду продолжающихся реформ на регулируемые услуги ЖКУ, ожидаемого роста НДС и дерегулирования цен на рынке ГСМ. Также инфляционные ожидания могут повыситься в ответ на краткосрочные шоки на рынках отдельных товаров и услуг. В этой связи риски предложения ввиду перечисленных реформ в сфере ЖКУ и ГСМ остались высокими. Являются повышенными и риски проинфляционного давления со стороны внутреннего спроса ввиду невозможности фискальной консолидации в целях ускорения роста экономики, что приведет к сохранению ситуации, когда спрос в экономике превышает ее предложение.

Среди внешних факторов одновременно усилились риски снижения цен на нефть, ускорения внешней инфляции и оттока капитала из развивающихся рынков. Так, сохраняющаяся волатильность на мировом нефтяном рынке на фоне геополитической напряженности и неопределенности в спросе со стороны крупнейших экономик повышает вероятность снижения мировых цен на нефть. Это, в свою очередь, может негативно сказаться на экспортных поступлениях и макроэкономической стабильности стран с сырьевой ориентацией, включая Казахстан.

Кроме того, продолжающееся обострение глобальной торговой напряженности — в том числе торговые и технологические конфликты между США и Китаем, а также возможные новые санкционные меры — усиливают риск ускорения внешней инфляции.

Одновременно наблюдается усиление риска оттока капитала с формирующихся рынков на фоне роста глобальной неопределенности. Это создает дополнительное давление на валютные курсы развивающихся стран и повышает уязвимость их экономик к внешним шокам.

По экономической активности риски прогноза ВВП связаны в основном с экспортом нефти ввиду сохранения ограничений ОПЕК+ по суточной добыче нефти, которые могут ограничить полноценное расширение производственных мощностей на ТШО. Сохраняется неопределенность и в динамике ВВП вследствие параметров будущей налогово-бюджетной политики, которые могут создать риски и для прогнозной динамики инфляции.

1.4. Прогноз текущего счета платежного баланса

При реализации базового сценария, дефицит текущего счета платежного баланса в 2025-2027 годах расширится от уровней 2024 года. Такая динамика будет формироваться ввиду сокращения экспорта товаров на фоне сценарного снижения цен на нефть до 60 долларов США за баррель и высокого спроса на импортную продукцию.

Прогноз текущего счета в сравнении с предыдущими оценками был пересмотрен в сторону ухудшения (таблица 2) в связи с более низкими ожиданиями по экспорту товаров.

Таблица 2. Прогноз текущего счета платежного баланса

	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (п)	2026 (п)	2027 (п)
Текущий счет в % к ВВП	-6,5%	-1,4%	2,8%	-3,6%	-1,3%	-3,8% (-2,8%)	-4,0% (-3,2%)	-3,8% (-2,8%)
<i>Справочно: текущий счет в млрд. долл. США</i>	-11,1	-2,7	6,4	-9,4	-3,7	-10,9 (-8,4)	-11,8 (-9,9)	-11,3 (-8,9)

**в скобках указан предыдущий прогноз в рамках прогнозного раунда «Февраль 2025 года»*

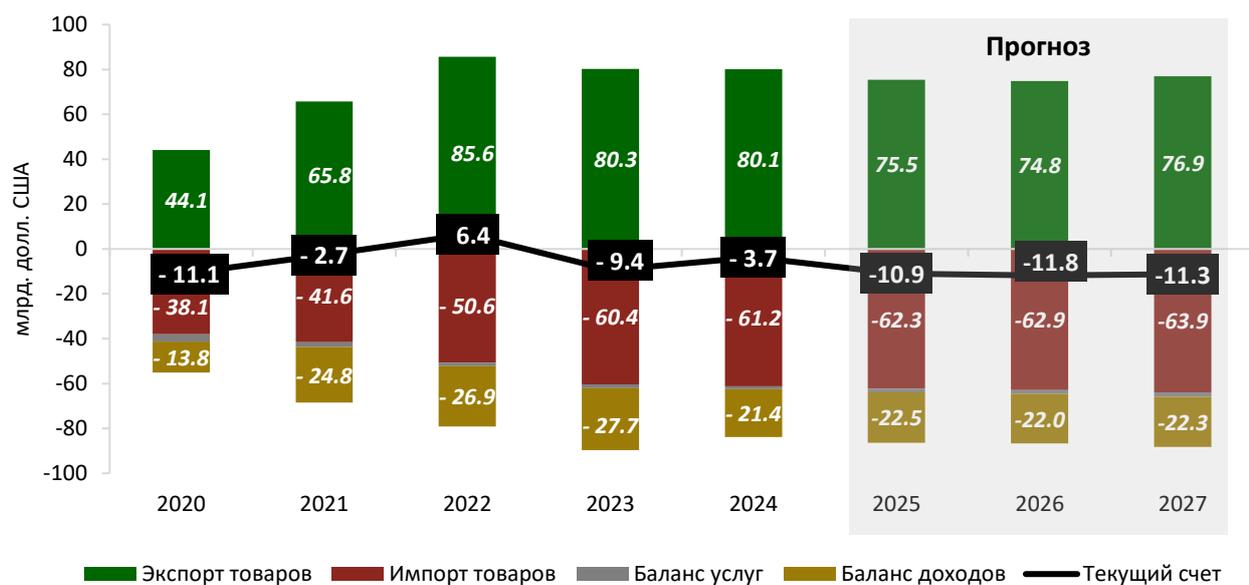
Экспорт товаров в среднесрочной перспективе будет снижаться. Основной вклад в сокращение экспорта будет вносить нефтяная компонента ввиду более низких цен на нефть по сравнению с 2024 годом. Однако, рост добычи на Тенгизском месторождении будет частично компенсировать отрицательный ценовой эффект. При этом, нефтяной экспорт сохранится на стабильном уровне, в основном, за счет устойчивого внешнего спроса на металлы и сельхозпродукцию, в том числе зерновые и продукты их переработки. В итоге, экспорт товаров сократится с 28,3% к ВВП (80,1 млрд. долл. США) в 2024 году до 25,8% к ВВП (76,9 млрд. долл. США) в 2027 году (график 8).

Импорт товаров будет складываться выше уровня 2024 года, демонстрируя умеренный рост. Высокие уровни импорта будут обусловлены ограниченностью объемов и ассортимента внутреннего производства для удовлетворения растущих потребностей домохозяйств и корпоративного сектора, а также глубокой интеграцией импортных компонентов в производственные процессы внутри страны. Кроме того, реализация государственных программ и проектов индустриально-инфраструктурного развития также обусловит высокие объемы закупок зарубежной продукции. В результате, импорт товаров сохранится на высоком уровне в размере 21,5% к ВВП (63,9 млрд. долл. США) в 2027 году.

Баланс доходов на прогнозном горизонте сохранится в зоне умеренно глубокого дефицита. Относительно высокие выплаты иностранным прямым инвесторам будут поддерживаться ростом объемов добычи нефти и цен на металлы. Таким образом, в 2025-2027 годах дефицит баланса доходов будет составлять (-)7,5%-(-)7,7% к ВВП (около 22 млрд. долл. США).

Некоторое углубление дефицита баланса услуг будет связано с опережающими темпами роста импорта услуг по сравнению с их экспортом. Основным фактором роста импорта услуг станет увеличение количества туристических поездок за рубеж за счет расширения географии международных авиарейсов из Казахстана и новых соглашений о безвизовом въезде с рядом стран. В то же время, рост транзитных грузоперевозок через территорию страны, а также приток нерезидентов, преимущественно из стран СНГ, Китая и Индии, будут способствовать увеличению экспорта услуг. В результате, на прогнозном периоде дефицит баланса услуг сложится на уровне (-)0,5%-(-)0,7% к ВВП ((-)1,6-(-)2,1 млрд. долл. США).

График 8. Декомпозиция текущего счета платежного баланса



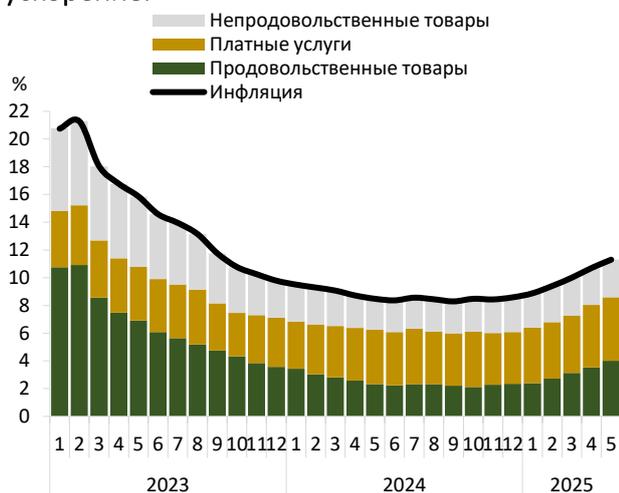
Источник: прогноз НБРК

II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Инфляция

В мае 2025 года годовая инфляция продолжила ускоряться и составила 11,3%. Основной вклад в данное ускорение внесло повышение цен на услуги и продукты питания. Цены на непродовольственные товары в целом оставались стабильными.

График 9. Годовая инфляция продолжила ускорение.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

В мае 2025 года годовая инфляция выросла до 11,3% по сравнению с 10,7% в апреле (график 9). Повышение инфляции связано с совокупным воздействием как внешних, так и внутренних проинфляционных факторов. Среди внешних факторов – менее благоприятная динамика цен на нефть, а также сохраняющееся инфляционное давление со стороны основного торгового партнера – России. Это обусловлено высокой внутренней инфляцией в России и укреплением рубля по отношению к тенге. Внутренние факторы включают устойчивый потребительский спрос, поддерживаемый ростом потребительского кредитования и

мерами фискального стимулирования, а также повышенные и нестабильные инфляционные ожидания.

Цены на услуги продолжают оказывать наибольшее влияние на общий уровень инфляции. В мае 2025 года годовой рост цен на услуги составил 16,0% против 15,7% в апреле.

Основным фактором остается повышение тарифов на регулируемые коммунальные услуги в рамках программы «Тариф в обмен на инвестиции». Также заметно выросли цены на рыночные услуги, что становится все более значимым источником инфляции. Так, в последние месяцы (без учета сезонного фактора) значительно выросли цены на амбулаторные и больничные услуги, услуги парикмахерских и салонов красоты, общественного питания, гостиниц, организации комплексного отдыха, а также сбора мусора. Ускорение роста цен на рыночные услуги, вероятно, связано с адаптацией бизнеса к общей высокой инфляции и переносом ожиданий дальнейшего роста цен на потребителей, в том числе на фоне негативного информационного фона.

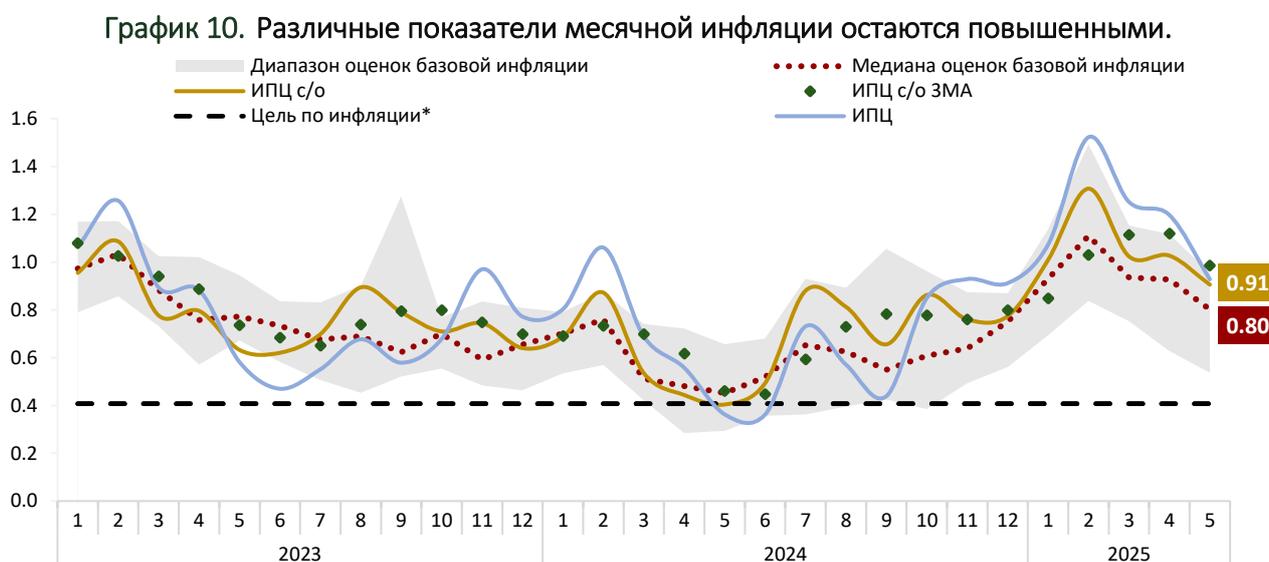
Годовая инфляция на непродовольственные товары незначительно ускорилась до 9,0% в мае по сравнению с 8,9% в апреле 2025 года и оказала наименьший вклад в общую инфляцию. Относительно сдержанный рост цен на непродовольственные товары в значительной степени обусловлен стабилизацией курса тенге по отношению к доллару США, после периода высокой волатильности в начале года. По мере снижения эффекта от колебаний номинального обменного курса стабилизируются импортные цены, что способствует стабилизации динамики внутренних цен на непродовольственные товары.

В мае 2025 года продовольственная инфляция заметно ускорилась и составила 9,6% против 8,5% в апреле. Основной вклад в рост внесло подорожание отдельных продуктов питания, связанное с увеличением цен производителей в обрабатывающей промышленности и сельском хозяйстве, а также снижением объемов производства. В последние месяцы, без учета сезонного фактора, особенно заметно выросли цены на мясо, овощи и фрукты.

Дополнительное общее инфляционное давление на продовольственные товары оказывает укрепление российского рубля по отношению к тенге.

В мае 2025 года сезонно очищенная и базовая инфляция сохранились на повышенном уровне, отражая наличие стабильного проинфляционного давления в экономике, сформированного в результате совокупного влияния внешних и внутренних факторов.

В мае 2025 года сезонно скорректированная инфляция составила 0,9% в месячном выражении (1% в апреле), что соответствует аннуализированному росту на уровне 11,4% (13%) (график 10). Медианная оценка базовой инфляции сложилась на уровне 0,8% в месячном выражении (против 0,9% в апреле), или 10,1% (11,7%) в аннуализированном пересчете. Несмотря на замедление по сравнению с прошлым месяцем, оценки сезонно очищенной и базовой инфляции остаются повышенными, что указывает на сохраняющееся устойчивое инфляционное давление в экономике. Это объясняется совокупностью факторов: ростом производственных издержек, активным внутренним спросом и влиянием курсового фактора.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

*Месячный рост цен, соответствующий цели в 5% в годовом выражении.

Примечание: исторические оценки могут пересматриваться.

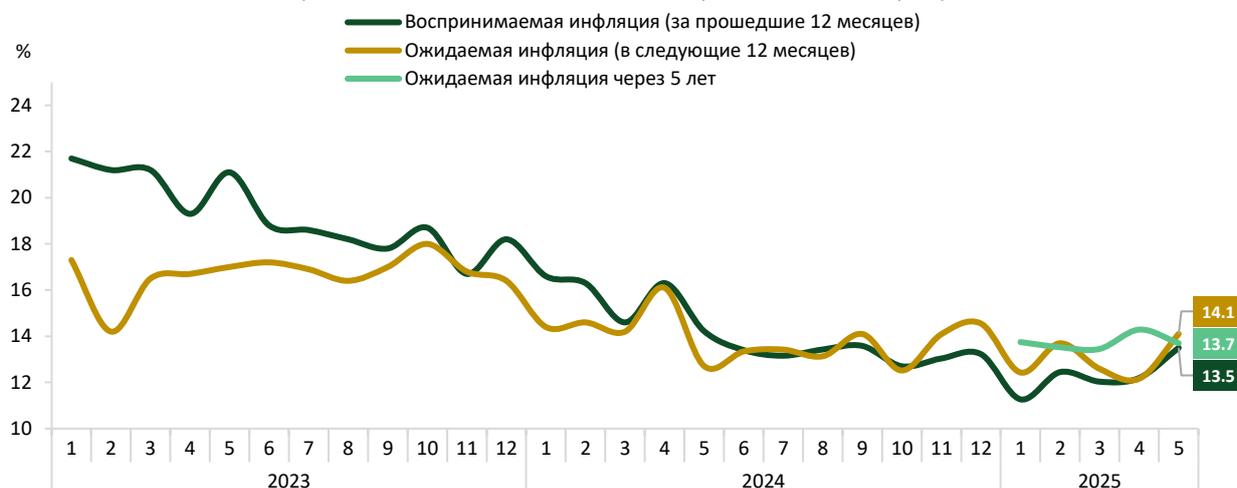
Увеличение краткосрочных инфляционных ожиданий сопровождается высокой долей неопределенности в ответах и не отражает устойчивой динамики, в то время как долгосрочные оценки, продемонстрировали снижение.

В мае 2025 года инфляционные ожидания на горизонте 12 месяцев увеличились до 14,1% по сравнению с 12,2% в апреле (график 11). Динамика ожиданий остается волатильной. Сглаженный трехмесячный показатель с середины прошлого года формируется в диапазоне 12-14%. Среди факторов возможного роста цен респонденты называют подорожание продуктов питания, коммунальных услуг, бензина и дизельного топлива, изменение обменного курса. Кроме того, значительная часть респондентов уже сейчас упоминает в ответах повышение НДС, запланированное в начале 2026 года. Наряду с этим наблюдается увеличение воспринимаемой инфляции до 13,5% (в апреле 2025 года 12,2%) на фоне ускорения фактической инфляции.

В мае 2025 года медианная оценка ожидаемой инфляции через пять лет несколько снизилась, составив 13,7% (в апреле 2025 года 14,3%). Важно отметить, что краткосрочные инфляционные ожидания населения по-прежнему сопровождаются высокой степенью неопределенности. Доля респондентов, затруднившихся оценить инфляцию на ближайшие 12 месяцев, остается существенно выше, чем по пятилетнему горизонту. Это отражает

высокую степень неопределенности среди респондентов в отношении краткосрочной инфляции – многие затрудняются с точной оценкой на горизонте одного года. В то же время на пятилетнем горизонте респонденты демонстрируют большую уверенность, ожидая сохранения высокой инфляции.

График 11. Краткосрочные ожидания увеличились, но динамика остается неустойчивой, тогда как долгосрочные оценки снизились на фоне большей уверенности.

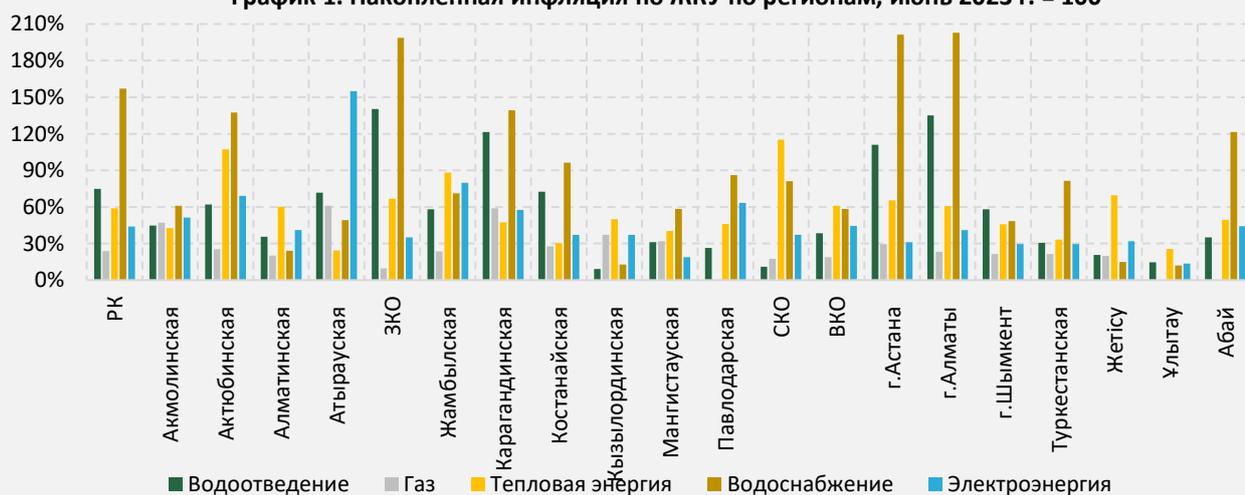


Источник: FusionLab: опрос населения

Бокс 1. Анализ динамики тарифов и износа инфраструктуры жилищно-коммунальных услуг в разрезе регионов.

Программа «Тариф в обмен на инвестиции» реализуется с июля 2023 года и направлена на привлечение инвестиций для обновления инфраструктуры жилищно-коммунальных услуг (далее – ЖКУ). За период с июля 2023 года по апрель 2025 года накопленный рост тарифов по Казахстану составил: водоснабжение – 157,1%, водоотведение – 74,8%, тепловая энергия – 59%, электроэнергия – 43,9% и газ – 23,7% (график 1).

График 1. Накопленная инфляция по ЖКУ по регионам, июнь 2023 г. = 100



*В Павлодарской и Улытауской областях услуги по газоснабжению не предоставляются.

В отдельных регионах темпы роста тарифов значительно превысили среднереспубликанские значения. Так, в г. Алматы, г. Астане и Западно-Казахстанской области зафиксирован существенный рост тарифов на водоснабжение (202,8%, 201,4% и 198,7%, соответственно) и водоотведение (135%, 111,1% и 140,3%). По тепловой энергии наибольший рост отмечен в Северо-Казахстанской (115,3%), Актюбинской (107,4%) и Жамбылской (88,2%) областях, по электроэнергии – в Атырауской (155%), Жамбылской (79,7%) и Актюбинской (69,2%) областях, по газоснабжению – в Атырауской (60,9%), Карагандинской (59%) и Акмолинской (47,1%) областях.

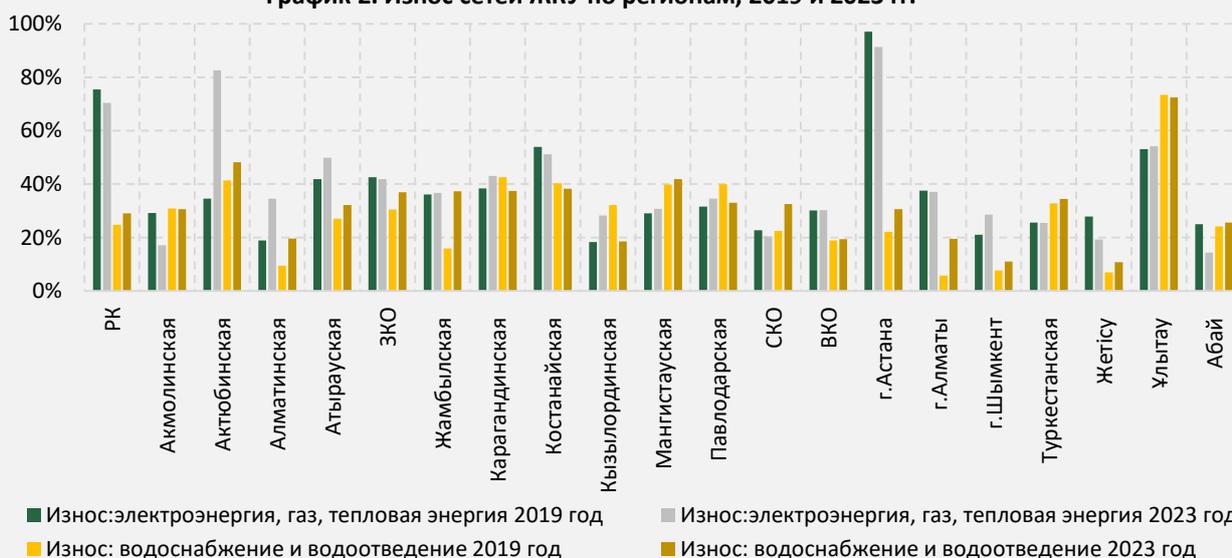
Важно отметить, что существенный рост тарифов в указанных регионах частично может быть обусловлен применением дифференцированных тарифов, при которых стоимость услуги зависит от объема потребления.

В 2023 году в Каз ахстане средний уровень износа основных сетей электро-, газо- и теплоснабжения составил 70,4%, что на 5 п.п. ниже уровня 2019 года. Однако несмотря на снижение, показатель по-прежнему остается на критическом уровне. В ряде регионов износ значительно превышает среднереспубликанское значение (график 2). Так, в г. Астана он достиг 91,3% (в 2019 году – 97%), в Актыбинской области – 82,6% (34,5%). В то же время в отдельных регионах зафиксированы улучшения. Наиболее заметное снижение степени износа отмечено в Акмолинской области – с 29,2% в 2019 году до 17,1% в 2023 году, а также в Жетысуской (с 27,8% до 19,3%) и Абайской (с 25% до 14,4%) областях. Износ сетей водоснабжения и водоотведения в стране вырос с 24,8% в 2019 году до 29% в 2023 году. Наибольший прирост данного показателя отмечен в Жамбылской области – с 15,9% до 37,3%, г. Алматы – с 5,8% до 19,5% и Алматинской области – с 9,4% до 19,6%. Лидером по износу водной инфраструктуры остается Улытауская область, где в 2023 году данный показатель составил 72,4%. В то же время в отдельных областях заметны улучшения. Наиболее значительное снижение уровня износа зафиксированы в Кызылординской области – с 32,1% до 18,5%, а также в Павлодарской (с 39,9% до 33%) и Карагандинской (с 42,5% до 37,4%) областях.

Важно отметить, что региональная динамика тарифов не всегда соответствует уровню износа коммунальной инфраструктуры. Так, несмотря на высокий уровень износа электрических, тепловых и газовых сетей в г. Астане, Актыбинской и Улытауской областях, наибольший рост тарифов зафиксирован в Атырауской, Жамбылской и Северо-Казахстанской областях. Исключение составляет Актыбинская область, где высокая накопленная инфляция в сегментах тепловой энергии (107,4%) и электроэнергии (69,2%) соответствует значительному износу сетей (82,6% по итогам 2023 года). В то же время распределение накопленной инфляции в сфере водоснабжения не отражает степень износа инфраструктуры: наибольший рост тарифов за указанный период наблюдался в г. Астане, г. Алматы, а также в Западно-Казахстанской и Карагандинской областях. Отчасти данный рост может быть обусловлен объемами потребления в 2023-2024 годах в этих регионах.

Однако объемы потребления электроэнергии не являются определяющим фактором в инфляционной динамике: крупнейшие потребители в 2022 году – Карагандинская область, г. Алматы и Акмолинская область – продемонстрировали более умеренные темпы роста тарифов по сравнению с Атырауской, Жамбылской и Северо-Казахстанской областями.

График 2. Износ сетей ЖКУ по регионам, 2019 и 2023 гг.



*Данные по износу в Жетысуской, Улытауской и Абайской областях доступны только за 2022–2023 годы в связи с тем, что данные регионы были образованы в 2022 году

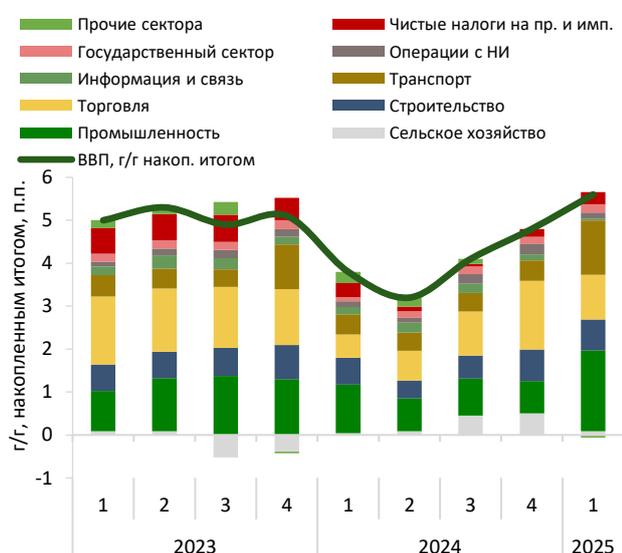
В настоящее время статистические данные по степени износа инфраструктуры ЖКУ доступны только за 2023 год. Учитывая, что программа «Тариф в обмен на инвестиции» начала реализовываться с июля 2023 года, необходимо больше времени для проведения полноценной оценки ее воздействия. Ожидается, что первые результаты реализации программы станут заметны в 2024-2025 годах.

2.2. Внутренний сектор

По итогам первого квартала 2025 года реальный рост экономики Казахстана составил 5,6% в годовом выражении и превысил оценки Национального Банка. Ускорение экономической активности обусловлено более ранним, чем предполагалось, началом расширения добычи нефти на месторождении Тенгиз и увеличением производства в несырьевых отраслях экономики. Со стороны спроса основными драйверами экономического роста выступили более сильный потребительский спрос и ускорение инвестиционной активности. В свою очередь, более высокая экономическая активность вкупе с расширением внутреннего спроса способствовали усилению проинфляционного давления на внутренние цены (графики 12, 13)

График 12. Рост экономики в первом квартале 2025 года происходил на фоне расширения как сырьевого, так и несырьевого секторов.

Вклад отраслей и налогов в реальный рост ВВП*

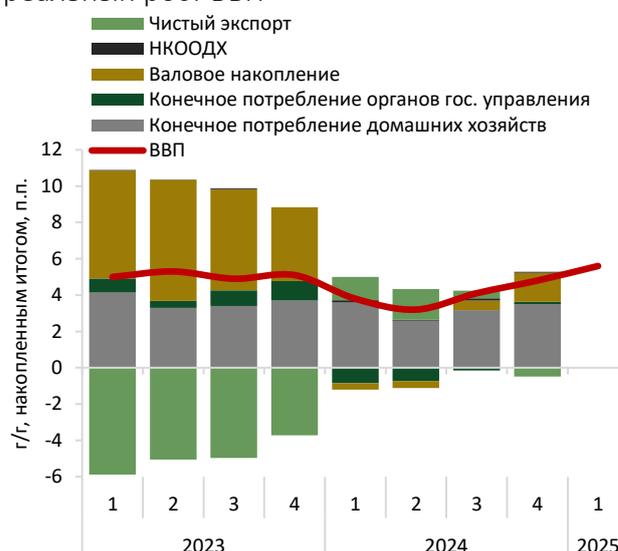


Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

*вклад отраслей в ВВП представлен накопленным итогом

График 13. Несмотря на увеличение вклада валового накопления, потребительский спрос остается основным драйвером роста экономики.

Вклад компонентов совокупного спроса в реальный рост ВВП



В начале 2025 года ключевым фактором ускорения экономического роста стало досрочное расширение добычи на месторождении Тенгиз. Это обеспечило опережающую динамику в горнодобывающей промышленности и обусловило положительное влияние на сопряженные сектора, включая оптовую торговлю и трубопроводный транспорт.

Параллельно с сырьевым импульсом, ускорению темпов роста экономики способствовали активные инвестиции в несырьевые отрасли. Масштабная реализация инфраструктурных проектов стимулировала рост в обрабатывающей промышленности и строительстве. Высокими темпами развивается машиностроение вследствие роста производства сельскохозяйственной техники, железнодорожных локомотивов и вагонов, а также легковых автомобилей. Пищевая промышленность демонстрирует устойчивый рост, чему способствует расширение экспорта продовольственных товаров.

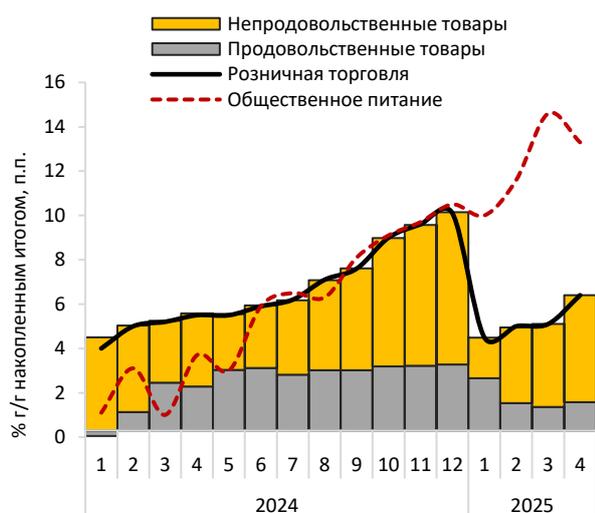
Помимо крупных инвестиционных проектов, строительная активность расширяется благодаря жилищному строительству, возведению общеобразовательных школ, а также модернизации дорожной инфраструктуры и инженерных сетей (электро-, водоснабжение) по всей территории республики.

Сектора торговли и транспорта сохраняют положительную динамику, чему способствует рост товарооборота как по продовольственным, так и непродовольственным товарам. Это отражает устойчивость внутреннего спроса, а также улучшение логистических связей и повышение эффективности транспортной инфраструктуры.

После существенного ускорения в конце 2024 года потребительский спрос в начале текущего года демонстрировал признаки охлаждения, вернувшись к среднеисторическим значениям. Однако, в марте-апреле 2025 года спрос населения на потребительские товары и услуги вновь усилился, что подтверждается данными по розничной торговле и динамикой крупных покупок. По итогам января-апреля 2025 года розничные продажи увеличились на 6,1% г/г в реальном выражении. Основной вклад в рост обеспечил спрос на непродовольственные товары, вызванный в том числе увеличением количества сделок купли-продажи жилья в эти месяцы. Приобретение недвижимости со стороны населения сопровождалось повышением спроса на товары и услуги для ремонта и обустройства жилья. Заметное ускорение также отмечается в динамике услуг в сфере общественного питания (график 14).

Запуск льготных программ автокредитования и акций со стороны банков второго уровня обусловил рост спроса на автомобили с февраля 2025 года. Так, по данным БНС, в апреле 2025 года количество зарегистрированных авто выросло на 5,2% в годовом выражении (график 15).

График 14. Рост розничного товарооборота и общественного питания подтверждает ускорение спроса к концу первого квартала 2025 года.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

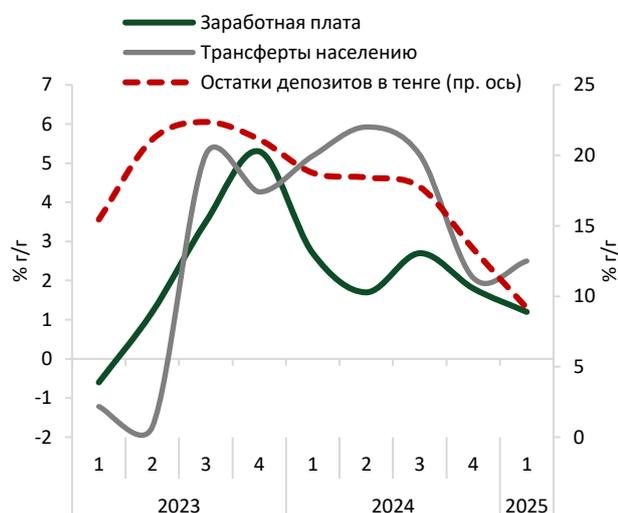
График 15. Повышение спроса со стороны населения также проявляется в динамике крупных покупок, в том числе – автомобилей и жилья.



Наряду с реальным ростом заработных плат и трансфертов источниками финансирования потребления домашних хозяйств выступили сбережения населения (график 16). Так, темпы прироста остатков депозитов населения в национальной валюте в реальном выражении продолжили замедление. В условиях отсутствия значительного притока по депозитам населения в иностранной валюте накопленные средства могли быть использованы на потребление товаров и услуг в первом квартале 2025 года.

Темпы роста кредитования населения в реальном выражении замедлились в первом квартале текущего года. Снижение наблюдалось по ипотечным займам и кредитам на прочие цели. Вместе с тем, реальная выдача кредитов на потребительские цели демонстрировала рост, ускорившись до 11,3% г/г в годовом выражении в марте 2025 года. Таким образом, потребительское кредитование также оказало поддержку спросу (график 17).

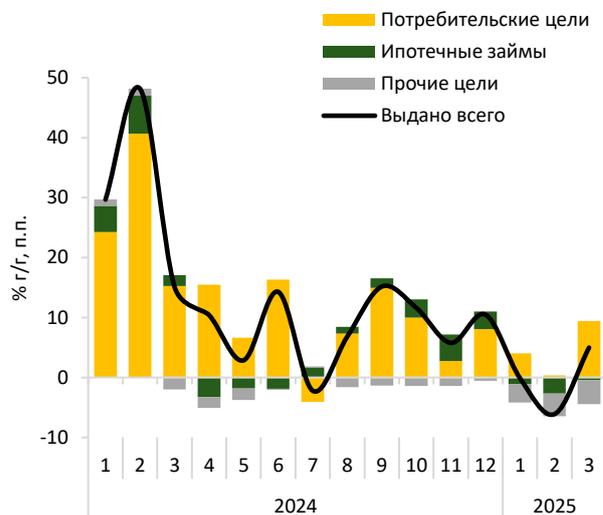
График 16. Источниками финансирования потребления выступили реальные заработные платы, трансферты и сбережения населения. Квартальный рост в реальном выражении



Источник: БНС АСПР РК, Министерство Финансов РК, НБРК

График 17. Кредитование на потребительские цели поддержало спрос населения в первом квартале 2025 года.

Вклады категорий займов в темпы роста кредитования населения в реальном выражении



Существенное расширение инвестиционной активности со второй половины 2024 года обусловило рост импортных поставок инвестиционных товаров. В первом квартале 2025 года сохранились положительные темпы роста номинального импорта машин, оборудования и транспортных средств. Кроме того, выросли объемы импорта топливно-энергетических товаров, кожевенного сырья, а также отдельные категории непродовольственных потребительских товаров. Отмечается рост изделий из драгоценных и полудрагоценных металлов.

Номинальный экспорт товаров снизился в первом квартале 2025 года на 11,9% в годовом выражении. Несмотря на увеличение объемов добычи сырой нефти в первом квартале 2025 года, экспорт нефти по данным БНС АСПР РК сократился, что в большей степени связано с временным лагом учета таможенной статистики по экспорту. Между тем, рост экспортных поставок отмечался в категории продовольственных товаров, в частности зерновых культур и сельскохозяйственной продукции.

В первом квартале 2025 года в структуре государственных затрат наблюдалось увеличение затрат на выплату заработных плат, а также рост взносов работодателей и других текущих затрат. В то же время сократились расходы на приобретение услуг и работ, осуществляемые органами государственного управления.

Несмотря на некоторое замедление, инвестиционная активность в экономике в начале 2025 года сохранила положительные темпы роста. Рост был обеспечен увеличением государственных инвестиций. Частные инвестиции продолжили сокращаться преимущественно за счет горнодобывающей отрасли.

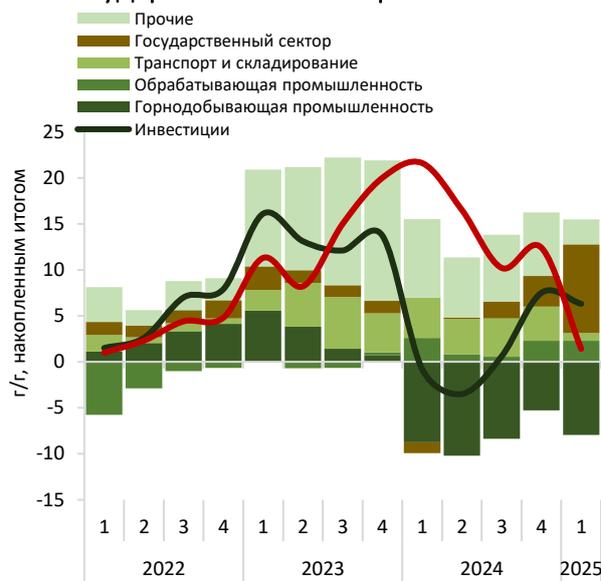
После существенного ускорения в четвертом квартале 2024 года рост инвестиций в основной капитал замедлился до 5,8% г/г в первом квартале 2025 года (график 18). Основной вклад в рост внесло расширение государственных вложений в рамках реализации инфраструктурных программ. Так, одним из основных направлений бюджетного финансирования стала отрасль образования, где объем инвестиций вырос более, чем в шесть раз в результате реализации программы «Комфортная школа» (график 19). Сокращение инвестиций в горнодобывающую

отрасль продолжилось в связи с завершением Проекта будущего расширения на месторождении Тенгиз и соответствующим уменьшением капитальных затрат. Частные инвестиции в несырьевой сектор продолжили замедляться до 1,4% в годовом выражении. В январе-апреле 2025 года рост инвестиций несколько ускорился на фоне низкой базы прошлого года, обновления основных фондов в обрабатывающей промышленности, сфере водоснабжения и операциях с недвижимостью. Частные инвестиции в несырьевой сектор начали постепенно восстанавливаться.

График 18. Инвестиционная активность в экономике замедлилась в начале 2025 года



График 19. Рост инвестиций был обеспечен за счет государственного сектора.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

Замедление роста реальных зарплат на фоне увеличения предложения рабочей силы и роста производительности труда способствовало дезинфляционному влиянию со стороны рынка труда. Вместе с тем, в отдельных отраслях экономики проинфляционное давление сохраняется.

В первом квартале 2025 года предложение рабочей силы продолжило расти, преимущественно за счет роста числа наемных работников. Темпы прироста наемных работников продолжили ускоряться, достигнув максимального значения в 2,3% за последние три года (график 20). В большей степени выросло число наемных работников в сферах электроснабжения, связи, торговли, образования и здравоохранения, развлечения и отдыха. Увеличение занятости в основном связано с расширением государственных расходов на инфраструктуру и мерами по стимулированию внутреннего спроса. При этом, впервые с 2020 года наблюдалось сокращение числа самостоятельно занятых, в частности, лиц, ведущих частную практику.

Темпы роста номинальной заработной платы остаются относительно стабильными четвертый квартал подряд, несколько ускорившись в первом квартале 2025 года до 10,7% в годовом выражении. Годовой рост реальных заработных плат замедлился до 1,2% (график 21). Положительный вклад в рост реальной заработной платы внесли высокие темпы прироста оплаты труда в сфере информации и связи, развлечений и отдыха, торговли, операций с недвижимостью. Одновременно сохраняется тенденция снижения реальных заработных плат в государственном секторе (образование, здравоохранение).

В первом квартале 2025 года в целом по экономике продолжилась тенденция увеличения производительности труда. В ряде отраслей – транспорте, строительстве, сельском хозяйстве

и обрабатывающей промышленности – производительность труда превысила рост реальных заработных плат, что способствует ослаблению инфляционного давления на рынке труда. Вместе с тем, в отдельных отраслях сферы услуг наблюдается обратная тенденция, что может способствовать усилению проинфляционного давления на стоимость предоставляемых услуг.

График 20. Предложение рабочей силы



График 21. Динамика номинальной и реальной заработной платы

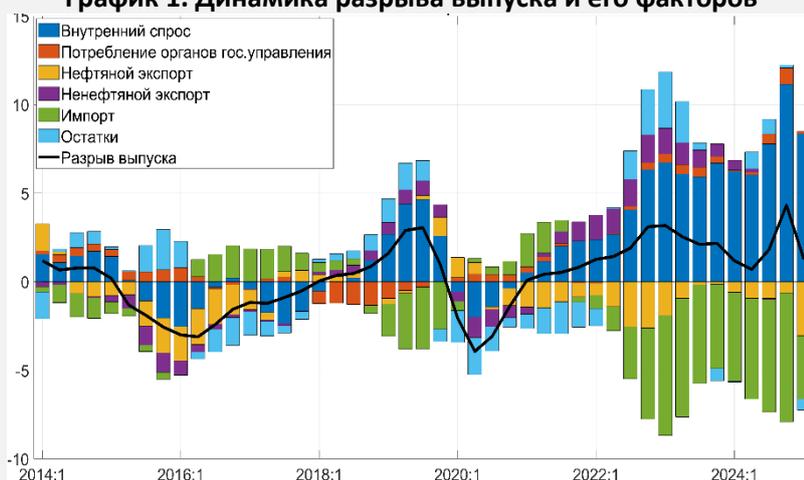


Источник: БНС АСПР РК

Бокс 2. Разрыв выпуска в Казахстане.

Разрыв выпуска является ненаблюдаемой переменной и представляет из себя процентное отклонение фактического уровня ВВП от потенциального. Потенциальный ВВП представляет уровень выпуска товаров и услуг, который экономика может производить при естественном уровне безработицы, в условиях эффективного использования ресурсов, без перегрева экономики и роста инфляции. Величину разрыва выпуска можно оценивать различными методами, начиная от простых статистических методов фильтрации до более сложных экономических моделей. В НБРК в рамках полуструктурной квартальной прогностической модели (КПМ) разрыв выпуска оценивается фильтром Кальмана.

График 1. Динамика разрыва выпуска и его факторов



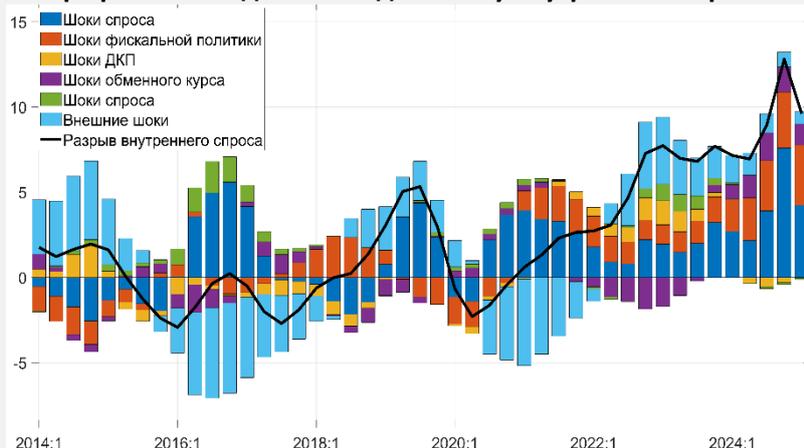
Источник: оценки НБРК на основе данных БНС АСПР РК

Согласно оценкам НБРК, экономика Казахстана в период с 2014 года, за исключением периодов 2015-2017 годов и пандемии 2020 года, развивалась выше своих потенциальных значений (график 1). Начиная с 2021 года, положительный разрыв становится устойчивым на фоне роста внутреннего спроса, который стал ключевым драйвером превышения фактического ВВП над потенциалом. Одновременно импорт усилился, частично компенсируя рост внутреннего

спроса. Нефтяной экспорт развивался ниже потенциала в 2016-2017 годах на фоне нефтяного кризиса и в 2021-2024 годах ввиду геополитических потрясений, ограничений по суточной добыче со стороны ОПЕК+, а также внутренних проблем производителей.

На формирование динамики внутреннего потребления доминирующее влияние оказывают шоки спроса. Согласно анализу структуры шоков (график 2), даже в периоды экономического спада, например, в 2015-2017 годы, вклад этой группы оставался положительным.

График 2. Вклад шоков в динамику внутреннего спроса



Источник: оценки НБРК

В 2020 году, на фоне пандемии, разрыв внутреннего спроса опустился в отрицательную зону, однако благодаря сильному и положительному импульсу со стороны шоков спроса (например, потребительское кредитование, рост реальных зарплат) и фискальной политики, он быстро восстановился. С 2021 года усиливается роль фискальной политики, которая становится

одним из ключевых драйверов роста внутреннего потребления, что отражает устойчивость фискального стимулирования.

Внешняя конъюнктура также оказывает существенное влияние в периоды снижения спроса – она выступала основным источником кризисных явлений в 2016-2017 годах и в период пандемии. Однако, начиная с 2022 года, вклад внешних шоков становится положительным благодаря улучшению глобальной экономической среды и восстановлению цен на нефть.

Влияние шоков денежно-кредитной политики (ДКП) на внутренний спрос менее выражено, но становится ощутимым в периоды усиления инфляционного давления. К примеру вклад ДКП в 2024 году стал отрицательным, отражая ужесточение монетарной политики, направленное на ограничение перегрева экономики и снижение инфляции.

Таким образом, на текущий момент положительный разрыв выпуска характеризуется сочетанием все еще сильного внутреннего спроса, расширяющейся активности в нефтяном секторе при умеренно сдерживающей ДКП и продолжающегося фискального стимулирования, что в совокупности может свидетельствовать о потенциально перегретой экономике.

2.3. Фискальная политика

В первом квартале 2025 года существенно улучшился баланс государственного бюджета на фоне высоких налоговых поступлений и неполного освоения затрат.

Исходя из предварительных данных МФ РК, в первом квартале 2025 года фискальная политика была менее стимулирующей, чем в 2024 году. Отмечено существенное улучшение состояния государственного бюджета. Так, общий баланс сложился с профицитом в 0,3% к ВВП, тогда как нефтяной баланс сформировался в районе долгосрочной цели на уровне 5,3% к ВВП (график 22). Основным фактором улучшения фискальной позиции стал опережающий рост налоговых поступлений. Увеличение экономической активности, ослабление курса тенге, а также эффект низкой базы по корпоративному подоходному налогу и налогу на добавленную стоимость в связи с авансовыми платежами и возвратами экспортерам способствовали росту налоговых доходов на 18,9% в годовом выражении. Суммарное перевыполнение плана по налоговым поступлениям превысило 500 млрд. тенге, что существенно превышает показатели начала 2024 года. Перевыполнение зафиксировано по всем основным статьям налогов, за исключением НДС, по которому наблюдался незначительный недобор.

При этом, затраты росли более умеренными темпами ввиду неполного освоения средств на сумму около 1 трлн. тенге. Рост общих затрат составил 9,5% г/г. В расходной части увеличилась доля текущих затрат, главным образом, за счет роста трансфертов физическим лицам и

обслуживания внутреннего долга (график 23). В то же время общий объем затрат к ВВП значительно не изменился.

В разрезе уровней бюджета положительная динамика государственного бюджетного баланса может объясняться перевыполнением доходной части местных бюджетов по сравнению с планом, что компенсирует больший дефицит республиканского бюджета.

График 22. Дефицит госбюджета, в % от ВВП

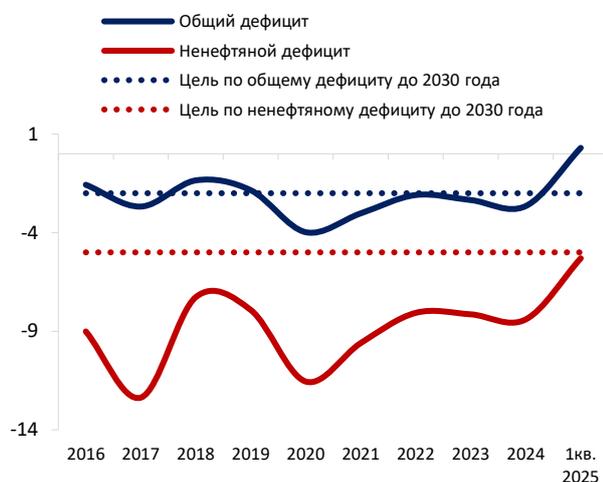
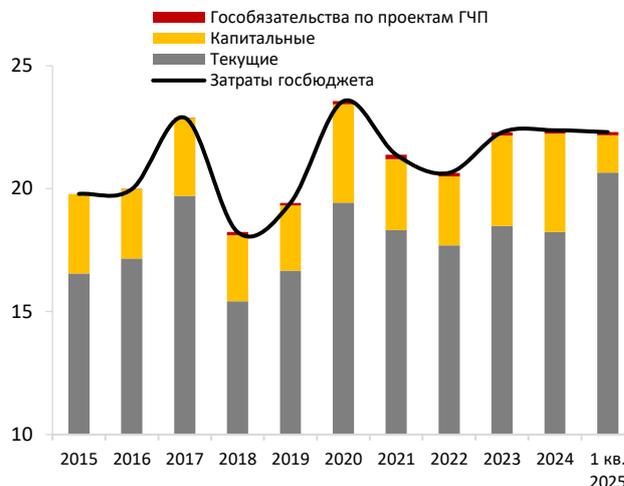


График 23. Структура затрат госбюджета, в % от ВВП



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 НБРК

Бокс 3. Влияние государственных расходов на долгосрочный рост экономики.

Государство играет ключевую роль в формировании и поддержании макроэкономической стабильности, стимулировании роста и обеспечении общественного блага. Через механизмы фискальной политики государство влияет на спрос и предложение, перераспределяет ресурсы, инвестирует в инфраструктуру и человеческий капитал. Кроме этого, одной из функций государства в экономике является контрциклическое регулирование экономики, которое заключается в сокращении разрыва выпуска, т.е. минимизации отклонения фактического ВВП от производственного потенциала экономики. В данном случае мерами такой политики, как правило, являются снижение налогов и увеличение расходов в периоды экономического спада и, наоборот, увеличение налогов и сокращение расходов в периоды экономического бума. В Казахстане налоговая политика характеризуется статичностью большей части налогов, при которой ставки налогов не меняются, за исключением ввода льготных условий для отдельных налогоплательщиков. Соответственно, контрциклическая бюджетная политика может быть реализована через регулирование дефицита бюджета путем повышения (в периоды спада) или снижения/оптимизации (в периоды бума) расходов в совокупности со встроенными стабилизаторами.

Для Казахстана затраты³ государственного бюджета выросли с 11,3 трлн. тенге в 2018 году до 30,3 трлн. тенге в 2024 году. Их уровень относительно ВВП увеличился с 18,4% до 22,6%. Более половины затрат приходится на образование, здравоохранение и социальную помощь. Растет доля обслуживания долга.

Текущие затраты (заработная плата, взносы работодателей, текущие трансферты, приобретение запасов, работ и услуг), стимулируя спрос, в большей степени влияют на циклические колебания ВВП. В то время как капитальные затраты (приобретение и капитальный ремонт ОС, капитальные затраты на развитие) нацелены на увеличение производственного потенциала экономики. За период с 2007

³ Затраты не включают бюджетные кредиты и приобретение финансовых активов

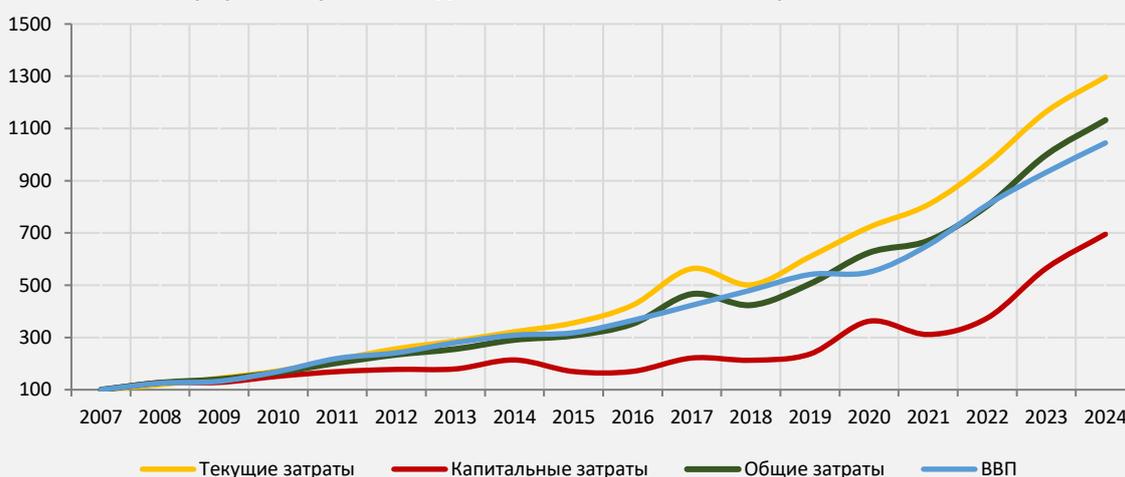
года по 2024 год экономика Казахстана в номинальном выражении увеличилась в 10,4 раза. При этом текущие затраты выросли в 13 раз, а капитальные затраты – всего в 7 раз (график 1). Хотя краткосрочные стимулы через текущие расходы поддерживают экономическую активность, их доминирование в структуре бюджета делает экономику менее устойчивой к шокам и менее конкурентоспособной.

В этом контексте расходы бюджета можно разделить на производительные и непроизводительные. Производительные расходы способствуют накоплению физического и человеческого капитала (расходы на образование, здравоохранение, на строительство, развитие инфраструктуры) и стимулируют долгосрочный рост экономики. Непроизводительные расходы (расходы на оборону, общественный порядок, государственные услуги, социальную помощь и социальное обеспечение), наоборот, оцениваются как менее эффективные с точки зрения долгосрочного развития экономики (но безусловно необходимые с общегосударственной точки зрения).

Кроме того, высокие объемы трансфертов из Национального фонда (с 2020 года размер трансфертов превышает 4 трлн.тенге ежегодно) не сопровождаются более качественным развитием экономики Казахстана с точки зрения ее диверсификации. Согласно индексу экономической сложности⁴, Казахстан занимал 85-е место в 2007 году, однако к 2023 году опустился на 89-е место в рейтинге.

Продолжающееся активное вливание денег в экономику, после минования кризисов, разгоняет спрос, а при отстающем росте предложения (когда расходы бюджета растут быстрее доходов и экономической активности) увеличивает инфляционное давление, перегревая экономику, в меньшей степени способствуя сбалансированному долгосрочному росту экономики.

График 1. Затраты госбюджета и ВВП в номинальном выражении, 2007=100



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК на основе данных МФ РК

⁴ Индекс Экономической Сложности (Economic Complexity Index), разработанный Гарвардским университетом, оценивает сложность и разнообразность товаров страны в корзине экспорта. Значение индекса для Казахстана составляет -0,4 в 2007 году и 2023 году.

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 ставки по корпоративным вкладам отреагировали более оперативно.

Депозиты в банковском секторе показали рост на фоне роста тенговых вкладов и переоценки валютных за счет курсовой переоценки.

Стоимость корпоративного кредитования в целом следовала за динамикой базовой ставки, ставки по потребительским кредитам продолжили формироваться под влиянием доли рассрочек. Значительных изменений в ипотечных ставках не наблюдалось.

Общие темпы роста кредитования сохранились на высоком уровне.

Денежная масса выросла за счет расширения кредитного канала и внешних активов.

3.1.1. Процентный канал

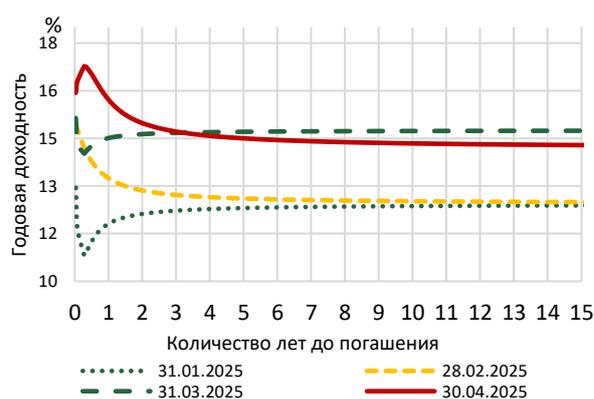
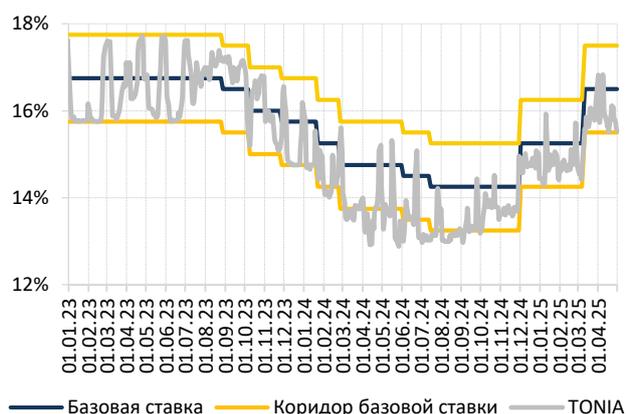
Ставки денежного рынка формировались внутри коридора базовой ставки.

В период с февраля по апрель 2025 года ставки денежного рынка оставались в пределах процентного коридора и продемонстрировали рост в марте вслед за повышением базовой ставки (график 24). Средний спред между TONIA и базовой ставкой за этот период составил (-) 0,5 п.п.

Доходности ГЦБ в апреле выросли по всей кривой на фоне повышения базовой ставки и роста инфляционных ожиданий участников рынка.

По итогам апреля 2025 года безрисковая кривая доходности сместилась вверх на всем отрезке по сравнению с январем, приняв инвертированную форму (график 25). Краткосрочные доходности выросли сильнее по сравнению со ставками средне- и долгосрочного сегмента.

График 24. Коридор процентных ставок и ставка TONIA



Источник: НБРК, КФБ

Повышение базовой ставки привело к увеличению депозитных ставок, особенно по корпоративным вкладам в тенге (с 14,1% в январе до 15,4% в апреле 2025г.). Ставки по вкладам физических лиц выросли более умеренно – на 0,5 п.п. до 14,0% (график 26). Трансмиссия денежно-кредитной политики на розничные депозиты сдерживается временным лагом и изменениями в регулировании: с марта 2025 года КФГД отменил предельные ставки по всем депозитам населения, сохранив при этом механизм повышенных взносов за превышение рыночного уровня.

Ставки по кредитам бизнесу следовали за изменениями базовой ставки.

Корпоративные кредитные ставки. Средневзвешенная ставка по кредитам бизнесу в национальной валюте с января по апрель 2025 года увеличилась на **0,3** п.п. на фоне повышения базовой ставки в марте т.г. (график 27). Ставки для крупных и средних предприятий более заметно отреагировали на повышение базовой ставки (рост на **1,1** п.п. и **1,3** п.п., соответственно), менее выраженный рост наблюдался по кредитным ставкам малому бизнесу (на **0,4** п.п.).

Розничные кредитные ставки практически сохранились на прежнем уровне. Ставки по потребительским кредитам продолжают формироваться под влиянием изменения доли рассрочек в общем объеме потребительских кредитов. В феврале-апреле 2025г. ставка по потребительским кредитам находилась в пределах 19-21%. Ипотечные ставки значительно не изменились и находятся в диапазоне 10-11% (график 27).

График 26. Ставки по депозитам в национальной валюте, %

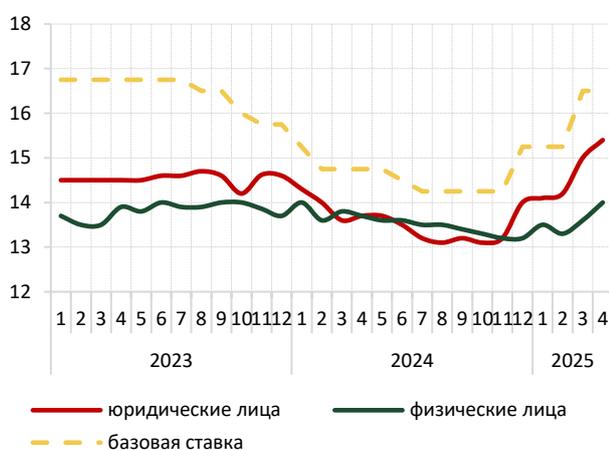
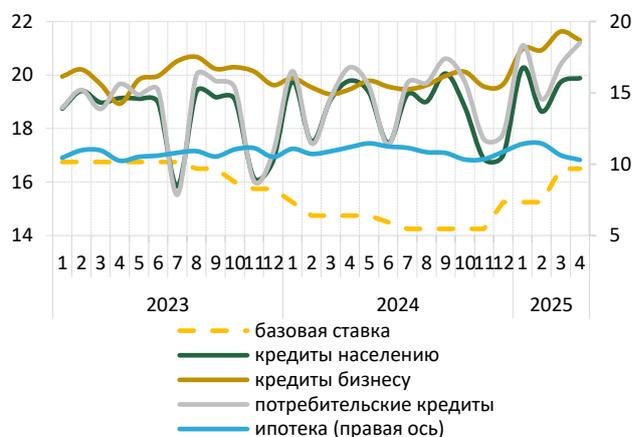


График 27. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)

Кредитный портфель банков вырос за год на 20,4% в апреле 2025 года за счет продолжающегося роста кредитования населения и бизнеса (график 28).

Спрос на кредиты населению продолжает оставаться высоким (рост кредитов населению в апреле т.г. на 22,4% г/г), несмотря на замедление роста потребительских займов.

В апреле т.г. рост ипотечного портфеля составил 12,7% в годовом выражении. В марте т.г. в рамках программы «Наурыз» осуществлялся сбор заявок на льготную ипотеку. По ожиданиям, это будет способствовать росту ипотечного кредитования в последующие месяцы 2025 года.

В апреле 2025 года наблюдается высокая активность в кредитовании субъектов крупного и среднего бизнеса.

Кредитование бизнеса со стороны банков второго уровня продолжило расти двузначными темпами в марте т.г. (на 17,3% г/г) преимущественно за счет ускорения роста кредитования крупных и средних предприятий на фоне реализации инвестиционных проектов предприятиями реального сектора. Кредитование малых предприятий в апреле т.г. несколько замедлилось до 10,4% г/г.

Депозитный рынок демонстрирует активный рост и чувствительность к изменениям базовой ставки.

По состоянию на конец апреля 2025 года депозиты в депозитных организациях в годовом выражении увеличились на 20,5%. Основной вклад в рост внесли депозиты в национальной валюте (19,9% г/г), что отражает сохранение их привлекательности на фоне существенного

дифференциала процентных ставок между депозитами в тенге и валютными вкладами (график 29). Одновременно отмечается увеличение валютных депозитов на 22,6% г/г, обусловленное в большей мере эффектом курсовой переоценки, и в меньшей степени – притоком новых средств. Несмотря на сезонное снижение, норма сбережений домохозяйств⁵ сохраняется вблизи максимальных уровней. Также в марте–апреле т.г. наблюдалось увеличение доли сберегающего населения после снижения с ноября 2024 года. Таким образом, поведение депозитного рынка в условиях текущей денежно-кредитной политики демонстрирует чувствительность к процентным стимулам и поддерживает функционирование механизма трансмиссии.

График 28. Кредиты экономике от БВУ (портфель), г/г, %

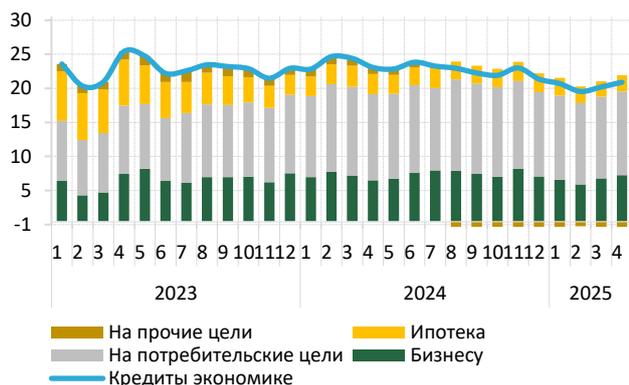


График 29. Депозиты резидентов в депозитных организациях, г/г, %



Источник: НБРК

Долларизация депозитов сохраняется вблизи исторического минимального уровня.

В апреле 2025 года уровень долларизации депозитов практически не изменился кв/кв и составил 22,8% (22,7% в январе 2025г.). Долларизация депозитов корпоративного сектора немного выросла (рост на 0,бп.п.) на фоне усиления глобальной неопределенности, вызванной изменениями во внешней политике США, а также ввиду валютной переоценки. Долларизация депозитов физлиц продемонстрировала снижение до 20,2% (20,5% в январе 2025г.)

3.1.3. Валютный канал

Курсовая динамика складывается под воздействием внешних и внутренних факторов.

В апреле по сравнению с январем тенге укрепился на 1,1% преимущественно из-за внутренних факторов (график 30). Поддержку оказали продажи валюты со стороны НФ и квазигосударственного сектора, а также зеркалирование операций по покупке золота. Существенным фактором являлось снижение сезонного спроса на иностранную валюту в феврале. В марте-апреле наблюдалось небольшое ослабление тенге, обусловленное снижением мировых цен на нефть на фоне введения тарифов США на импорт и ожиданий замедления глобальной торговли.

⁵ (Совокупные доходы домохозяйств- совокупные расходы домохозяйств)/совокупные доходы домохозяйств

График 30. Обменный курс тенге к доллару США, тенге за один доллар США



Источник: КФБ

3.2. Денежная масса

Рост денежного предложения поддерживается сохраняющимся расширением кредитного канала и увеличением внешних активов.

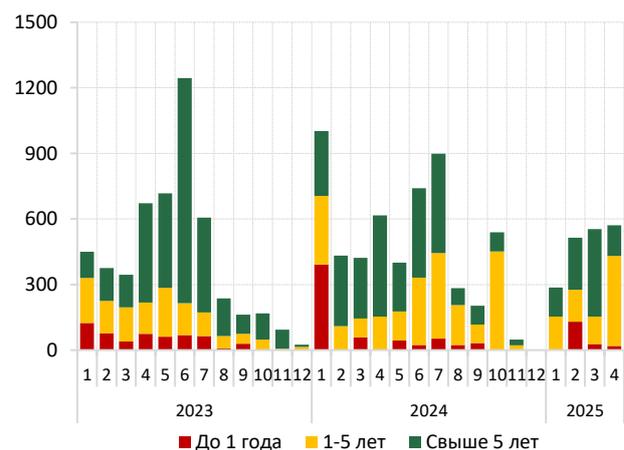
В апреле 2025 года общий объем денежной массы в годовом выражении увеличился на 20,6%, тенговой массы – на 20,1% (график 31). Основными источниками увеличения денежного предложения стали кредитный канал и рост внешних активов ввиду привлечения внешнего долга Правительством. В то же время вклад фискального канала снизился по сравнению с предыдущими периодами. Этому способствовало снижение активности банков по покупке ГЦБ, а также накопление средств на счетах Правительства. Вместе с тем, за январь-апрель 2025 года объем выпуска ГЦБ МФ снизился на 22,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (график 32). По мере освоения бюджетных средств ожидается их последующее направление в экономику, что будет оказывать повышательное влияние на денежную массу.

График 31. Денежная масса, г/г, %



Источник: НБРК, КФ

График 32. Объем выпуска ГЦБ МФ РК, млрд. тенге



Бокс 4. Влияние денежно-кредитной политики на сбережения населения и цены жилья.

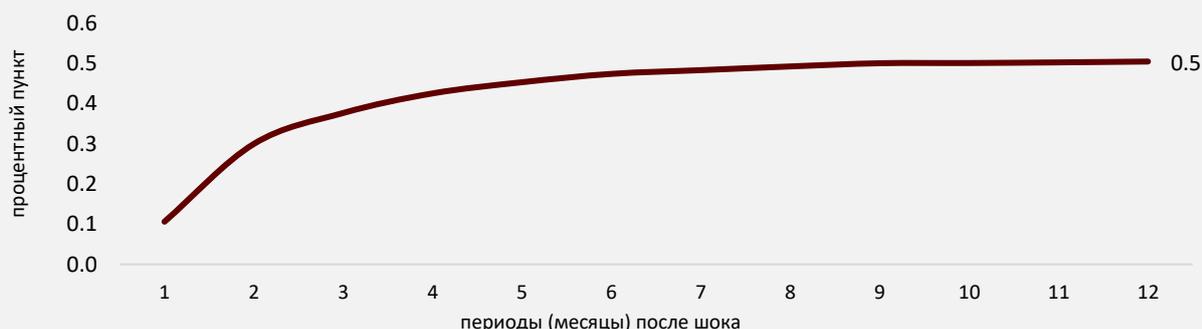
Денежно-кредитная политика (далее – ДКП) в рамках достижения стабильности цен оказывает влияние на поведение экономических агентов, способствуя перераспределению ресурсов между текущим потреблением и будущими сбережениями. В данном процессе особое значение принадлежит эффекту сбережений и каналу благосостояния.

Эффект сбережений. Посредством изменения процентной ставки центральный банк влияет на привлекательность сбережений, таких как депозиты и иные финансовые вложения. В случае ужесточения ДКП повышается склонность к сбережению, что оказывает сдерживающий эффект на потребление и инфляцию.

Действие эффекта сбережений в Казахстане явно прослеживается с конца 2021 года по 2024 год. После повышения базовой ставки с 9,75% в декабре 2021 года до 16,75% в декабре 2022 года и ее сохранения на этих уровнях в 2023-2024 годах произошел рост нормы сбережений (с учетом сезонности), которая достигла своих максимальных значений во втором квартале 2024 года, увеличившись почти в три раза по сравнению со 2 кварталом 2022 года. В 3 и 4 кварталах 2024 года, несмотря на сезонное снижение, норма сбережений оставалась вблизи исторических максимумов. Опрос населения⁶ также показал увеличение доли семей, у кого есть сбережения, до максимальных уровней – 35% (с начала 2023 года) в октябре 2024 года и дальнейшее нахождение показателя на исторически высоких уровнях.

В целом результаты эмпирических оценок за период с 1 квартала 2017 года по 4 квартал 2024 года показывают положительный эффект ставки TONIA (прокси-показатель базовой ставки) на сбережения населения. В частности, однопроцентный положительный шок ставки TONIA приводит к росту нормы сбережений в течение года после шока на 0,5 п.п. накопленно (рисунок 1).

Рисунок 1. Накопленные импульсные отклики нормы сбережений населения на 1п.п. шок ставки TONIA



Канал благосостояния. Изменения стоимости активов (в том числе недвижимости), вызванные мерами ДКП, отражаются на мотивации домохозяйств и предприятий к потреблению. Снижение базовой ставки может увеличить спрос на недвижимость и, как следствие, повысить стоимость жилья. В результате роста цен на жилье население, особенно если они владеют недвижимостью, ощущает себя богаче, что в итоге увеличивает их склонность к потреблению.

В Казахстане связь между ДКП и ценами на жилье наблюдается в отдельных периодах, но наличие искажающих факторов на ипотечном рынке существенно затрудняет определение степени этого влияния. В период с 2016 по 2020 годы значительный вклад в расширение спроса на ипотеку оказывали государственные льготные программы и активное распространение системы жилищных строительных сбережений среди населения. После периода умеренного роста ранее ипотечный портфель банков начал демонстрировать стремительное расширение, несмотря на ужесточение ДКП. Ипотечные займы банков второго уровня увеличились в 2,6 раза - с 2,4 трлн в декабре 2020 года до 6,1 трлн тенге в декабре 2024 года. В итоге средняя стоимость квадратного метра первичного жилья увеличилась в 1,4 раза, вторичного жилья – в 1,5 раз в конце 2024 года по сравнению с началом 2021 года. Импульс высокому росту цен в данном периоде оказало вступление в силу законодательства о досрочном снятии пенсионных накоплений. В результате реализации данной возможности ЕНПФ осуществил выплаты населению с целью улучшения жилищных условий на общую сумму в 3,8 трлн

⁶ Вопрос о сбережениях в рамках опроса населения по инфляционным ожиданиям, проводимого FusionLab на ежемесячной основе

тенге. В целом, высокий спрос на недвижимость объяснялся не только потребностями населения в жилье, но и возросшей привлекательностью недвижимости как направления для инвестирования. С внедрением лимитов по государственным программам, увеличением пороговой суммы для изъятий из ЕНПФ, ужесточением условий по займам Отбасы банка отмечалось постепенное замедление роста цен на рынке недвижимости.

Результаты эмпирических оценок за период с 2015 по 2024 годы демонстрируют наличие отрицательного эффекта⁷ ставки TONIA на средние цены первичного и вторичного жилья. В соответствии с полученными импульсными откликами разных моделей, повышение ставки на 1 п.п. вызывает снижение стоимости одного квадратного метра первичного жилья в диапазоне от 0,08 до 0,12 п.п. накопленно через 12 месяцев (рисунок 2). Реакция цены одного квадратного метра вторичного жилья в ответ на однопроцентное повышение ставки TONIA немного сильнее и колеблется в пределах от 0,10 до 0,15 п.п. накопленно через год (рисунок 2).

Рисунок 2. Накопленные импульсные отклики средней цены на один квадратный метр первичного и вторичного жилья на 1 п.п. шок процентной ставки TONIA*



* Примечание: на графике представлены верхние границы количественных оценок

Таким образом, наряду с другими каналами ДКП, канал благосостояния и эффект сбережений играют ключевую роль в передаче сигналов монетарной политики. Исторические данные и результаты моделирования показывают, что ужесточение ДКП при прочих равных условиях увеличивает склонность к сбережению и способствует снижению цен на жилье. В итоге данные механизмы помогают стабилизации инфляционных процессов в стране (при отсутствии искажающих трансмиссию ДКП факторов).

⁷ Эффект ставки оказывает отложенное влияние на стоимость жилья ввиду присутствия лага между принятием решений НБРК и повышением банками ипотечных ставок