



КОМИТЕТ ПО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Резюме обсуждения решения по базовой ставке, объявленного 5 июня 2025 года

Обсуждения членов Комитета проводились на заседаниях в рамках прогнозного раунда «Май 2025» в период с 21 мая по 5 июня 2025 года.

Представителями прогнозной команды из департаментов денежно-кредитной политики и платежного баланса были представлены анализ текущих внешних и внутренних экономических условий, а также обновленные прогнозы макроэкономических показателей. Также отдельная информация предоставлялась департаментами монетарных операций и финансовой стабильности и исследований.

Текущая ситуация

В ходе обсуждения инфляционных процессов в стране члены Комитета отметили, что, несмотря на замедление месячной инфляции и ее устойчивой части, в годовом выражении инфляция ускоряется и складывается выше прогнозов. Отдельные члены Комитета обратили внимание на то, что месячная инфляция крайне высока для данного месяца. По их словам, это рекордно высокий показатель мая с 2009 года (за исключением 2022 года). Вместе с тем, ряд членов Комитета отметил, что динамика сезонно очищенной аннуализированной месячной инфляции после длительного периода ускорения замедлилась. По их мнению, это может указывать на некоторое смягчение внутреннего ценового давления, но все еще сохраняющуюся высокую инфляционную среду.

Комитет оценил внешний инфляционный фон как неблагоприятный. Это связано с высокой инфляцией в России и продолжающимся ростом мировых цен на продовольствие на фоне высокого спроса и колебаний валютных курсов из-за торговой политики США.

Обсуждая внутренние факторы инфляции, Комитет заметил, что сохраняется проинфляционное давление на фоне высоких темпов роста экономики (предварительно 6% за январь–апрель т.г.) и активизации потребительского спроса и, соответственно, более положительного разрыва выпуска по сравнению с предыдущими оценками. Обеспокоенность Комитета вызвало усиление потребительского спроса в апреле, в частности рост оборотов по платежным картам, активизация розничного товарооборота, особенно в сегменте непродовольственных товаров, возобновление интереса к крупным покупкам — в частности, к легковым автомобилям, в том числе на фоне льготных программ, рост количества сделок купли-продажи на рынке жилья.

Прогнозы

Комитет согласился с прогнозной командой в вопросе целесообразности пересмотра прогнозов на 2025-2026 годы, обусловленного ростом цен на продовольствие и услуги (в частности на рыночные) на фоне усиливающегося внутреннего спроса. Инфляция в 2025 году ожидается в диапазоне 10,5-12,5% (ранее – 10-12%), в 2026 году – 9,5-11,5% (9-11%). Согласно прогнозам, устойчивая часть инфляции приблизится к целевому уровню 5% к концу прогнозного горизонта. Прогноз экономического роста на 2025 год был пересмотрен в сторону повышения до 5-6%. Это отражает более раннее, чем предполагалось, увеличение добычи нефти на

месторождении Тенгиз, повышенные темпы роста в несырьевых секторах экономики, устойчивую инвестиционную активность при расширении внутреннего спроса. На 2026 год прогноз уточнен до 4-5% с учетом обновленной внешней и внутренней конъюнктуры, включая снижение цен на сырьевых рынках.

Дискуссия о базовой ставке

После рассмотрения текущих условий и обновленных прогнозов Комитет перешел к обсуждению решения по базовой ставке, в ходе которого высказаны следующие мнения:

- повысить базовую ставку;
- сохранить базовую ставку и коммуницировать жесткий сигнал рынку.

Предложения о снижении базовой ставки как в текущем заседании, так и в перспективе ближайших решений не прозвучали. Участники отметили, что пространство для смягчения денежно-кредитной политики в настоящий момент отсутствует.

Члены Комитета, придерживавшиеся мнения о необходимости повышения базовой ставки, предлагали обсудить возможность повышения на 25, 50 и 100 базисных пунктов, обосновывая это нарастанием давления как со стороны внешнего сектора (рост мировых цен на продовольствие и высокой инфляцией в России), так и внутри страны (ускорение годовой инфляции, высокие темпы роста экономики, сильный потребительский спрос в условиях повышенных инфляционных ожиданий и все еще высоких темпов потребительского кредитования). Одно из обоснований повышения ставки – предотвращение дальнейшего ускорения текущей инфляции (месячных ее темпов в предстоящие месяцы). Обсуждая темпы роста кредитования, один из участников внес уточнение, что темпы кредитования корпоративного сектора демонстрируют ускорение, тогда как динамика кредитования розничного сектора демонстрирует отдельные признаки замедления, но темпы все еще высоки.

Отдельные участники акцентировали внимание на том, что инфляционные ожидания по предварительным оценкам в мае снова возросли. По их мнению, Комитет должен отреагировать на рост годовой инфляции, который складывается выше предыдущих оценок, обновленные более высокие прогнозы инфляции и, в особенности на тот факт, что достижение таргета в 5% на прогнозном горизонте откладывается. Выражена обеспокоенность переносом достижения таргета на более продолжительное время, что может свидетельствовать о недостаточной жесткости монетарной политики. При этом отмечалось, что так как экономика проходит этап реформ регулируемых цен, важность приобретает мониторинг и реакция денежно-кредитной политики на базовую инфляцию, которая очищена от временных факторов. По прогнозам, базовая инфляция достигнет цели 5% уже к концу 2027 года. В ходе дискуссии члены Комитета и участники обсуждения при сохранении базовой ставки на текущем заседании, предлагали дать четкий сигнал рынку, подготовив их к возможному повышению ставки на предстоящих заседаниях.

Члены Комитета, которые поддерживали сохранение текущего значения базовой ставки, обосновывали свою позицию тем, что некоторые позитивные тенденции в инфляционных процессах все же наблюдаются. Несколько замедлилась месячная инфляция и показатели устойчивой части. По мнению участников, это в том числе является результатом своевременного повышения базовой ставки до 16,5% в марте т.г. В поддержку один из участников заметил, что иностранные инвесторы положительно оценили решительные действия НБРК.

По мнению некоторых членов, ожидаемое ослабление фискального импульса в результате повышения налогов и сокращения целевых трансфертов также позволяют сохранять базовую ставку на текущем уровне. К тому же, кроме базовой ставки необходимо учитывать и дополнительные меры, принимаемые Национальным Банком. Так, механизм зеркалирования

операций с золотом вносит значимый вклад в сдерживание инфляции, стерилизуя денежную массу и не нарушая при этом баланс на валютном рынке. Также планируется изменение параметров МРТ, что усилит дезинфляционное воздействие политики.

Отдельный блок обсуждения составили вопросы кредитования, в особенности кредитование физических лиц. Членами Комитета отмечено, что его высокие темпы связаны с развитием цифровизации и доступностью различных программ банков, предлагающих покупки в рассрочку. Это снижает чувствительность ставок по потребительским кредитованиям к изменению базовой ставки. При этом розничное кредитование играет значимую роль в формировании инфляции, усиливая спрос, в том числе на импортные товары. В свете этого, по мнению участников, очень важны макро- и микропруденциальные меры НБРК и АРРФР, принимаемые по охлаждению потребительского кредитования и ужесточению требований к нему, в том числе изменение порядка расчета коэффициента долговой нагрузки, активизация секторального контрциклического буфера капитала и др.

Ведется работа по калибровке дополнительных макропруденциальных инструментов для укрепления финансовой стабильности. Макропруденциальные меры носят сонаправленный характер с монетарной политикой, в комплексе способствуя финансовой и ценовой стабильности, усиливая дезинфляционный эффект процентных инструментов в рамках денежно-кредитной политики.

В ходе дискуссии большинство членов Комитета сошлись во мнении, что необходимо поддерживать базовую ставку на текущем уровне продолжительное время – ближайшие 2-3 решения или вплоть до конца года, так как инфляционное давление все еще устойчиво. Обсуждая жесткость сигнала денежно-кредитной политики, некоторые участники отметили, что нельзя исключать и вероятность дополнительного ужесточения денежно-кредитной политики. По их мнению, во внешнем секторе существует высокая неопределенность, в частности на рынке нефти и в глобальной торговой политике, и необходимо быть готовыми при необходимости отреагировать на реализацию внешних рисков. Также отмечена необходимость совместной антиинфляционной работы с Правительством РК.

По итогам обсуждений Комитет принял решение сохранить базовую ставку на уровне 16,5% годовых с коридором +/- 1 п.п. 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%. Комитет не исключает возможности повышения базовой ставки при необходимости.

Оценка траектории базовой ставки

По итогам принятого решения члены Комитета представили свои оценки наиболее вероятной траектории базовой ставки на 2025-2027 годы (таблица 1, график 1). По сравнению с предыдущим прогнозным раундом для 2025-2026 годов данные оценки повысились, для 2027 года – существенно не изменились.

Мнение каждого члена Комитета 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 Комитета удерживать ее на таких уровнях. Комитет в коммуникации решений будет объяснять факторы и предпосылки их принятия, в том числе в случае отклонения от ранее оцененной траектории ставки.

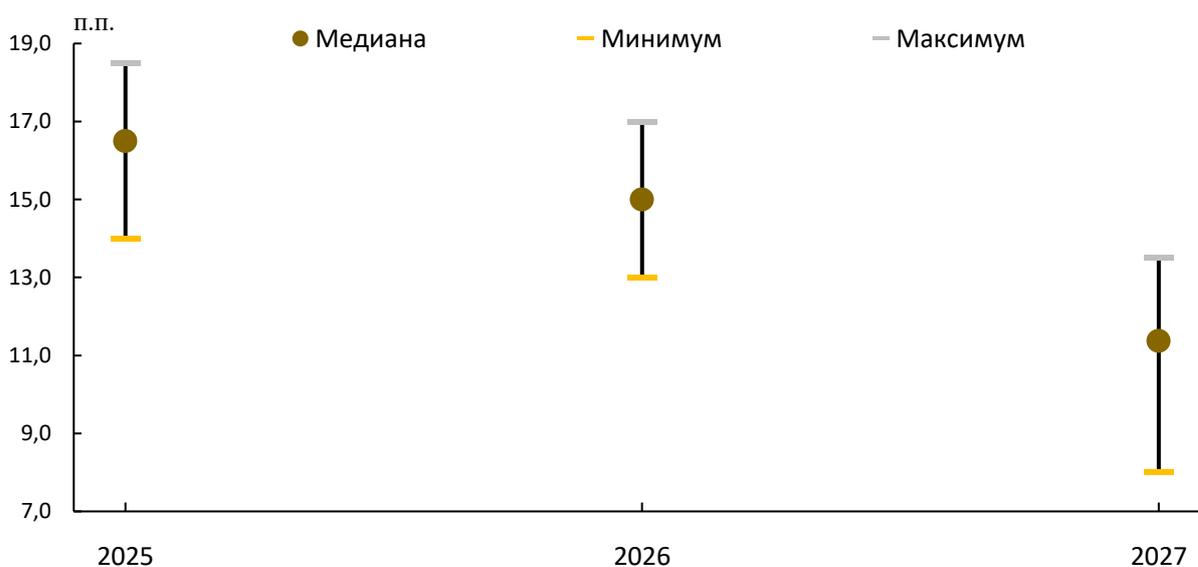
Таблица 1. Оценки траектории базовой ставки

Показатель	Медиана			Диапазон		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Базовая ставка, на конец года, %	16,5 (16,0)	15,0 (14,0)	11,4 (11,5)	14,0-18,5 (14,5-18,0)	13,0-17,0 (12,0-17,0)	8,0-13,5 (8,0-13,5)

Примечания:

1. В случае если членом Комитета представлен интервал оценок, в качестве точки ряда для определения медианы принималось среднее значение этого интервала.
2. Диапазон показателя включает оценки всех членов Комитета 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 Комитета



Источник: оценки членов Комитета

Более полная информация о факторах принятого решения и прогнозах представлена в Докладе о денежно-кредитной политике, опубликованном на официальном интернет-ресурсе Национального Банка 11 июня 2025 года.