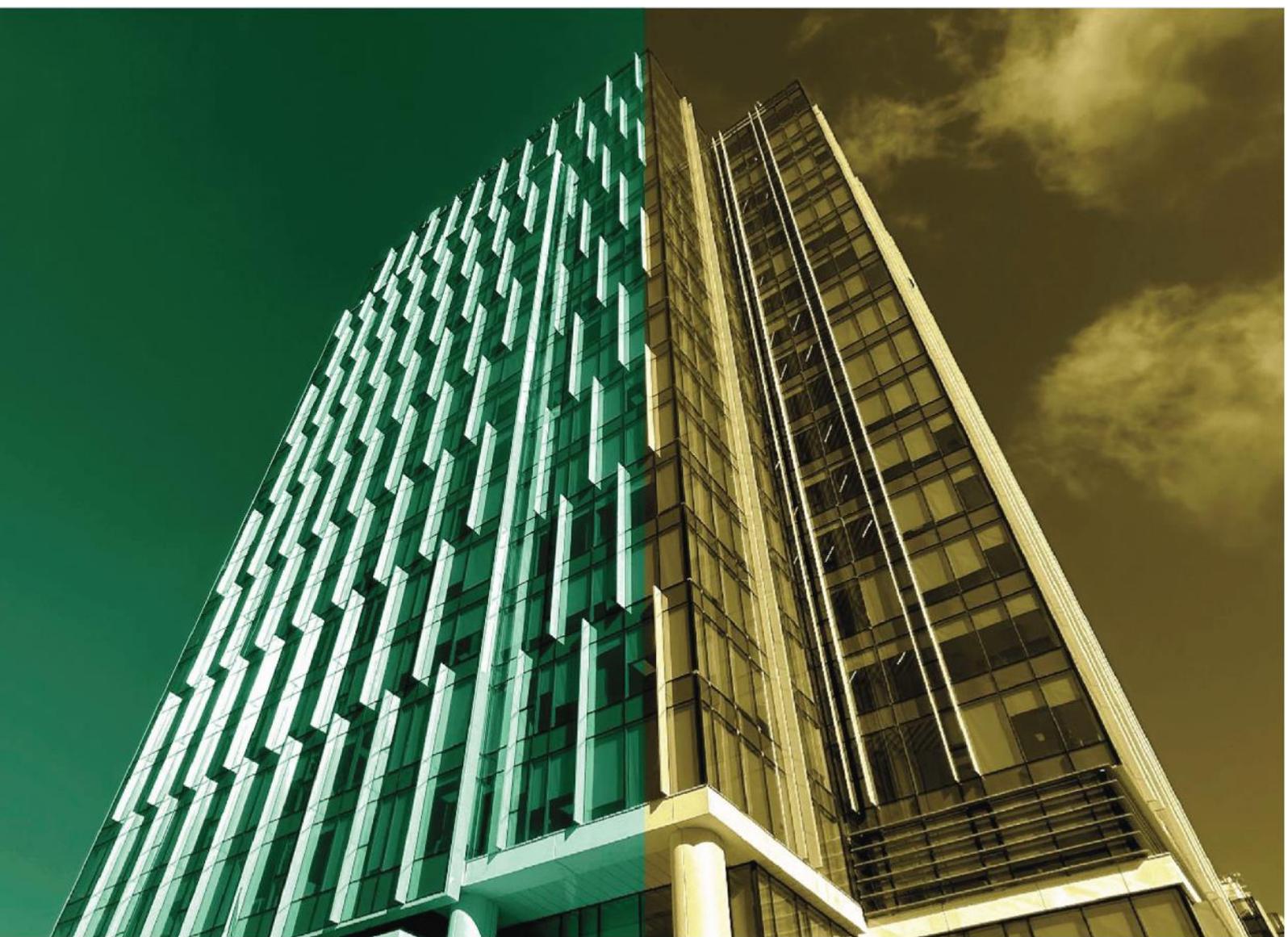


ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Август 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.

Документ публикуется в электронной версии на официальном интернет-ресурсе Национального Банка на казахском, русском и английском языках. Прогноз и анализ макроэкономических показателей подготовлен на основе статистической информации по состоянию на **14 августа 2025 года**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 29 АВГУСТА 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	10
1.4. 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. Нео-классическая модель роста для Казахстана	11
Бокс 2. Оценка влияния внешних и производственных цен на продовольственную инфляцию	18
Бокс 3. Историческая динамика кредитования бизнеса к ВВП: факторы и ограничения при анализе показателя	30

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 29 АВГУСТА 2025 ГОДА

Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка Республики Казахстан принял решение сохранить базовую ставку на уровне 16,5% годовых с коридором +/- 1 п.п. Текущее решение основано на результатах прогнозного раунда, в рамках которого обновлены прогнозы основных макроэкономических показателей и оценка баланса рисков инфляции.

Годовая инфляция в июле сохранилась на уровне 11,8%. Продолжился рост продовольственной и непродовольственной компонент, тогда как сервисная компонента впервые с начала года замедлилась. В результате вклад продовольственных товаров в годовую инфляцию превысил вклад сектора услуг, который ранее оставался основным драйвером.

Месячная инфляция замедлилась до 0,7%. Показатели устойчивой части инфляции также несколько замедлились – базовая и сезонно очищенная инфляция составили 0,8%. Несмотря на замедление, их значения остаются повышенными и указывают на сохраняющееся инфляционное давление на фоне продолжения тарифных реформ, фискального стимулирования и устойчивого потребительского спроса, поддерживаемого, в том числе, высокими темпами роста розничного кредитования.

Инфляционные ожидания населения в июле выросли до 14,2%. Краткосрочные ожидания остаются волатильными, долгосрочные – демонстрируют рост.

Давление на цены со стороны внешнего сектора сохраняется. Мировые цены на продовольствие растут. Инфляция в России остается на высоких уровнях. Внешние монетарные условия, по сравнению с прошлым прогнозным раундом в мае, немного ухудшились на фоне ожидания более медленного темпа снижения ставки ФРС. Риторика ЕЦБ остается осторожной из-за высокой неопределенности, связанной с торговыми конфликтами. Цена на нефть марки Brent в базовом сценарии осталась на уровне 60 долл. США за баррель в среднем до конца прогнозного периода.

Прогноз инфляции уточнен на 2025 год. В среднесрочном периоде прогнозные оценки не изменились. В 2025 году инфляция ожидается в пределах 11-12,5%, в 2026 году – 9,5-11,5%, в 2027 году – 5,5-7,5%. Уточнение прогноза связано с ценовыми всплесками на отдельных продовольственных рынках, более высоким проинфляционным давлением со стороны спроса. Сдерживающее влияние на инфляцию будут оказывать проводимая умеренно жесткая денежно-кредитная политика и планируемые меры фискальной консолидации. Риски прогноза связаны с поддержанием фискальной дисциплины, усилением внутреннего спроса, ускорением внешней инфляции, незаякоренностью инфляционных ожиданий, а также вторичными эффектами от повышения регулируемых цен и НДС.

Прогноз роста экономики Казахстана на 2025 год улучшен до 5,5-6,5%. Прогноз на 2026 год сохранен на уровне 4-5%. С 2027 года темпы роста ВВП будут стремиться к равновесному уровню.

Отсутствие значимого замедления темпов инфляции в ближайшие месяцы будет являться основанием для ужесточения складывающихся денежно-кредитных условий, способствующих возвращению инфляции к траектории устойчивого снижения к среднесрочной цели в 5%. На основании этого Комитет по денежно-кредитной политике рассмотрит целесообразность повышения базовой ставки на ближайших заседаниях.

I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

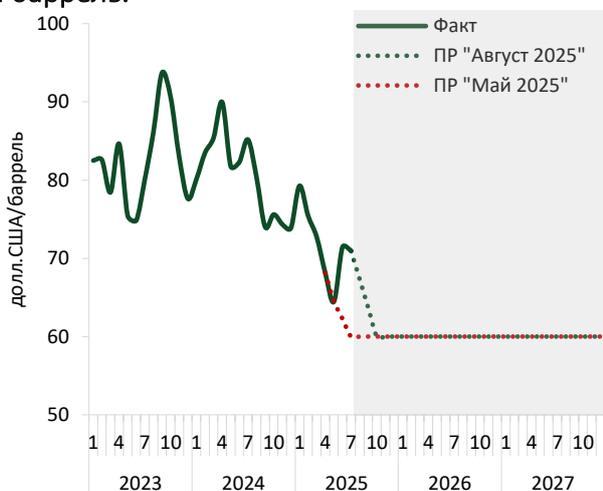
1.1. Ключевые внешние предпосылки прогноза макроэкономических показателей

1.1.1. Товарные рынки

Прогресс в торговых переговорах с США снизил опасения по спросу и поддержал рост мировых цен на нефть, которые формировались между базовым и оптимистичным сценариями предыдущего прогнозного раунда. Несмотря на усиление позитивных факторов, ожидания по будущей траектории цен остались прежними: в среднесрочной перспективе нефть будет торговаться около 60 долларов США за баррель.

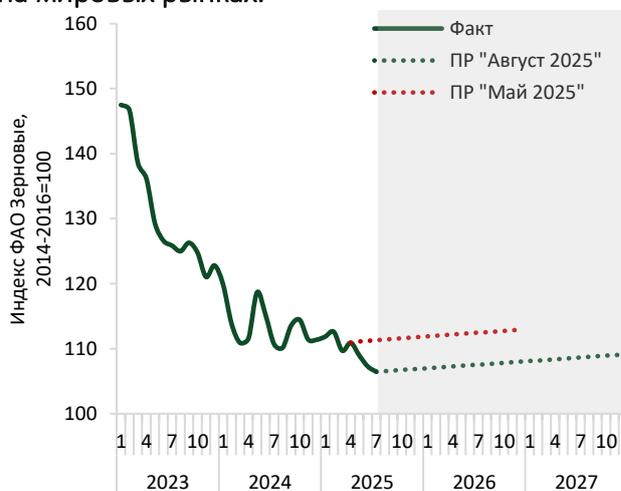
В июне-июле 2025 года цена на Brent превысила 70 долларов США за баррель. Поддержку оказали прогресс в торговых переговорах, высокий сезонный спрос, геополитическая напряженность и опасения введения новых санкций против России. Более выраженному росту препятствовало ускоренное наращивание добычи странами ОПЕК+. На прогнозном горизонте ожидается постепенное снижение цен на фоне профицита на рынке. Основными драйверами роста добычи станут США, Бразилия, Канада и Гайана. Спрос будет расти умеренно, главным образом за счет Индии и Китая. Ключевыми рисками снижения цен остаются торговые разногласия крупнейших экономик, усиливающие рыночную волатильность и опасения по поводу спроса. Согласно прогнозам, к октябрю т.г. цена Brent снизится до 60 долларов за баррель и сохранится на этом уровне до конца прогнозного периода (график 1).

График 1. Базовый сценарий по цене на нефть марки Brent сохранен на уровне 60 долл. США за баррель.



Источник: EIA, Consensus Ecs., расчеты НБРК

График 2. Сбалансированный рынок зерновых будет сдерживать ценовое давление на мировых рынках.



Источник: UN FAO, расчеты НБРК

Фактическая динамика цен на зерновые оказалась ниже прогнозов. Ожидается, что на всем прогнозном горизонте рост цен на зерновые останется умеренным.

Зерновые в июле снизились на 0,8% м/м и 3,8% г/г. Падение цен на пшеницу и сорго было вызвано высоким сезонным предложением, однако более глубокое снижение сдерживалось неблагоприятной погодой в Северной Америке и ограниченными поставками из Европы и Черноморского региона. Кукуруза подорожала из-за засушливых условий в Восточной Европе и Украине, а также сокращения экспорта из Аргентины и Бразилии. Цены на рис продолжили падать на фоне высокого предложения и вялого спроса. По прогнозам ожидается, что цены на зерновые продолжат умеренный рост. Производство существенно увеличится, прежде всего

в Индии, Пакистане, Бразилии и Вьетнаме. Спрос также будет расти, но более умеренными темпами, что приведет к небольшому увеличению мировых запасов (график 2).

1.1.2. Глобальное экономическое развитие и страны-торговые партнеры

Поддержка глобальной промышленной активности, прежде обеспечиваемая ожиданиями новых торговых пошлин США, ослабла. Тем не менее, рост экономики Китая и ЕС превзошел ожидания, тогда как рост в России резко замедлился.

Глобальная деловая активность продолжает расширяться, при этом сектор услуг с начала года достиг максимальных значений. В промышленности, напротив, наблюдается снижение выпуска, новых заказов и экспорта. Недавний рост производства был связан с ускорением поставок перед введением тарифов в США, однако этот эффект ослабевает.

Экономическая активность в Китае и ЕС оказалась выше ожиданий. В Китае рост поддержали меры господдержки, ускорение промышленного производства, активная внешняя торговля и низкая безработица. В ЕС положительный вклад внесли инвестиции, экспорт и рост государственных расходов. В России на фоне санкций и высокой процентной ставки охлаждение экономики продолжается, а снижение внутреннего спроса замедляет рост.

МВФ немного повысил прогноз мировой экономики на фоне смягчения торговых разногласий и сильных макропоказателей в начале года: ожидается рост на 3,0% в 2025 году и 3,1% в 2026 году¹. Прогноз по Китаю улучшен благодаря сильным результатам первого полугодия и смягчению торговых условий с США². По ЕС прогноз существенно не изменился: восстановление будет поддерживаться инвестициями, фискальным стимулированием и снижением процентной ставки. По России ожидается дальнейшее замедление на фоне низких цен на нефть, санкций, ограничений на рынке труда и слабой динамики в реальном секторе (график 3).

Инфляция во многих странах остается выше целевого уровня. Ожидается, что ценовое давление со стороны ЕС и Китая будет постепенно снижаться, тогда как в России оно сохранится повышенным дольше, чем предполагалось ранее.

Инфляция во многих странах с конца прошлого года существенно не изменилась и остается выше целевых уровней. У торговых партнеров Казахстана наибольшее давление сохраняется в России, где годовой рост цен почти вдвое выше таргета. В Китае июльский рост цен после четырех месяцев дефляции, вероятно, окажется временным. В ЕС инфляция близка к цели, а в ряде крупных стран уже ниже нее.

Прогнозы по инфляции в целом не изменились. В Китае во второй половине года ожидается стабилизация цен, но из-за слабого спроса инфляция останется низкой. В ЕС рост цен будет медленнее прежних ожиданий на фоне снижения цен на энергоносители и продовольствие. В России достижение таргета может затянуться из-за высоких инфляционных ожиданий, ослабления рубля и ограничений на стороне предложения (график 4).

На фоне сохраняющихся рисков из-за торговых разногласий центральные банки придерживаются осторожного подхода.

ФРС США на последнем заседании оставила ставку без изменений, сохранив сдержанную риторику. Ожидается, что ставка ФРС США на прогнозном горизонте будет снижаться более сдержанными темпами. ЕЦБ также сохранил ставку, и, по мнению рынка, приостановил цикл смягчения, поскольку инфляция приблизилась к целевому уровню, а неопределенность, связанная с торговыми пошлинами, сохраняется. ЦБ РФ в июле 2025 года снизил ставку до 18%, продолжив начатый в июне 2025 года цикл смягчения. На фоне ослабления

¹ МВФ «Перспективы развития мировой экономики», Июль 2025

² Consensus Ecs.

инфляционного давления и признаков охлаждения потребительской активности не исключается дальнейшее снижение на ближайших заседаниях.

График 3. Агрегированный внешний ВВП* – Улучшение прогнозов по Китаю и ЕС несколько поддержало внешний спрос на экспорт, однако в целом его ожидаемые темпы роста остаются умеренными.

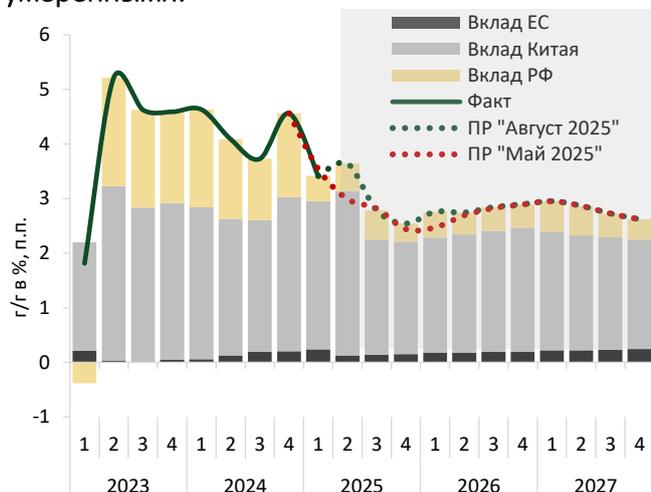
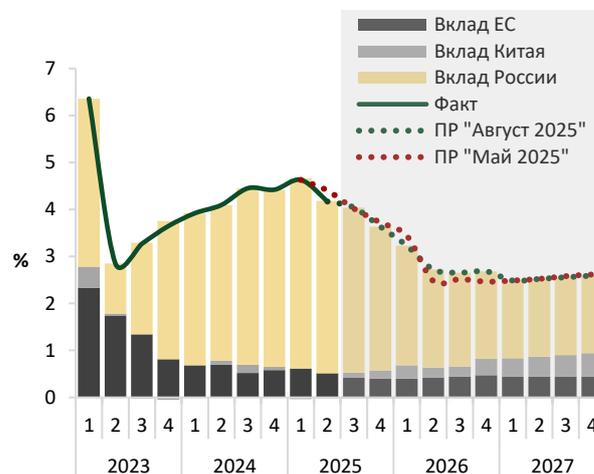


График 4. Агрегированная внешняя инфляция** – Высокая инфляция в России останется основным источником внешнего ценового давления.



*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

1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию

Текущая динамика инфляции в целом соответствует прогнозам НБРК. Основные предпосылки прогноза остаются на уровне предыдущего прогнозного раунда «ПР Май 2025». Высокая инфляция по-прежнему обусловлена устойчивым внутренним спросом, ростом цен на регулируемые услуги и шоками на отдельных продовольственных рынках. Прогноз по инфляции на 2025 год был уточнен. В среднесрочном периоде прогнозные оценки не изменились. Прогноз инфляции на 2025 год оценивается в диапазоне 11-12,5%. В 2026 году инфляция будет в коридоре 9,5-11,5%, в 2027 году – 5,5-7,5% (график 5, таблица 1).

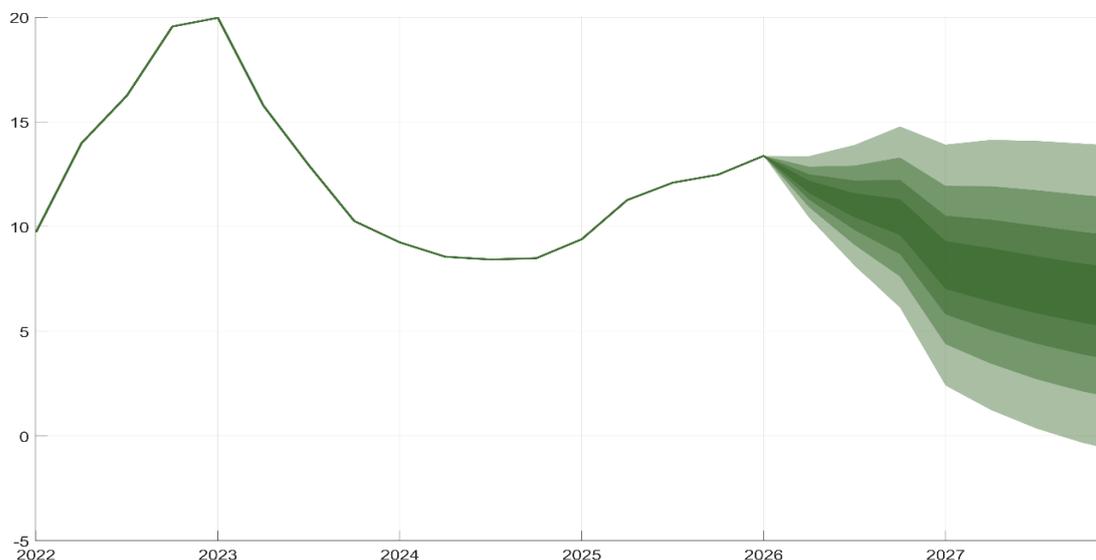
Существенный рост цен наблюдается на продовольственные товары, которые согласно прогнозам, будут оставаться под давлением высоких мировых цен и удорожания цен производителей.

Непродовольственная инфляция будет формироваться под воздействием совокупности факторов, включая рост цен на ГСМ, что приведет к увеличению издержек производителей как напрямую, так и через подорожание транспортных и логистических услуг. Важным проинфляционным фактором на краткосрочном горизонте также выступают сохраняющаяся стимулирующая фискальная политика и рост потребительского кредитования, поддерживающие высокий уровень внутреннего спроса.

Инфляция в сфере услуг останется повышенной. Несмотря на замедление роста тарифов на жилищно-коммунальные услуги в рамках программы «Тариф в обмен на инвестиции», регулируемые коммунальные услуги сохраняют проинфляционное воздействие. Дополнительное давление будет исходить от удорожания рыночных услуг на фоне роста издержек и устойчивого потребительского спроса. Кроме того, предстоящее повышение ставки НДС может привести к опережающему росту потребления и цен, усилив инфляционные

ожидания и оказав дополнительное проинфляционное воздействие на все компоненты инфляции.

График 5. Прогноз инфляции на 2025 год уточнен, на среднесрочный период остался без изменений (г/г, %).



Источник: факт – БНС АСПР РК, прогноз – НБРК

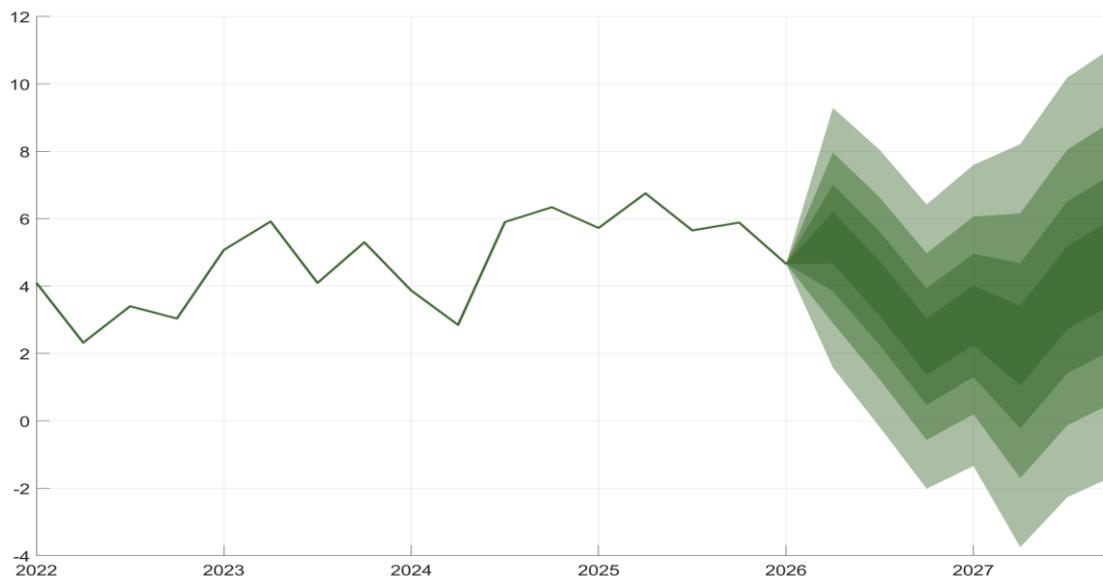
В начале 2026 года ожидается ускорение инфляции в связи с повышением ставки НДС с 12% до 16%. Наибольшее влияние ожидается на непродовольственную и сервисную инфляцию, тогда как эффект на продовольственную инфляцию будет ограниченным в связи с налоговыми льготами для сельхозпроизводителей. В течение 2026 года также продолжится реализация программы повышения тарифов на регулируемые коммунальные услуги.

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. При этом ввиду реализации реформ на рынке ГСМ и в сфере регулируемых услуг на повышение которых НБРК не будет реагировать ужесточением своей политики (прямой эффект), инфляция не достигнет таргета к концу среднесрочного горизонта. В то же время, если не учитывать влияние этих временных факторов, сезонно-очищенная квартальная базовая инфляция будет формироваться вблизи среднесрочной цели НБРК 5% к концу 2027 года.

Текущая высокая экономическая активность обусловила пересмотр прогноза по росту ВВП на 2025 год в сторону повышения до 5,5-6,5% (график 6, таблица 1).

Во втором квартале 2025 года реальный рост экономики Казахстана составил 6,8% в годовом выражении, превысив прогнозные оценки Национального Банка. Ключевым драйвером ускорения стало более существенное, чем ожидалось, расширение инвестиционной активности в ненефтяном секторе. Объем инвестиций в основной капитал во втором квартале текущего года увеличился на 30,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Увеличение инвестиций также обусловило более высокий, чем предполагалось, рост реального импорта. В связи с этим, прогнозы по темпам роста валового накопления основного капитала и импорта в реальном выражении были пересмотрены в сторону повышения.

График 6. 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 факторами экономического роста в Казахстане будут внутренний потребительский спрос, инвестиционная активность в несырьевых отраслях и нефтяной экспорт.

Ключевым драйвером роста остается внутреннее потребление. Ожидается сохранение текущих высоких темпов роста потребления домашних хозяйств до конца года в условиях повышенных инфляционных ожиданий на фоне предстоящего повышения ставки НДС в 2026 году. Дополнительную поддержку потреблению окажут кредитование и меры фискального стимулирования. Ускорение потребительского спроса сверх равновесного уровня сохраняет проинфляционное давление в экономике.

Рост валового накопления продолжится, чему будет способствовать реализация инвестиционных проектов в обрабатывающей промышленности, транспорте, образовании и сфере ЖКХ. При этом инвестиционная активность будет поддерживать развитие ненефтяного сектора экономики.

Рост внутреннего спроса, в том числе на фоне реализации инвестиционных проектов, будет способствовать увеличению объемов импорта.

Экспорт продолжит расти благодаря увеличению объемов добычи нефти, обусловленному расширением производственных мощностей на месторождении Тенгиз. При этом, темпы роста ненефтяного экспорта, по прогнозам, останутся слабо положительными в условиях умеренного внешнего спроса.

На среднесрочном периоде пересмотрены вниз ожидания по объемам производства нефти (2026-2027 гг.). Следовательно, прогнозируется замедление темпов роста экономической активности на 2026-2027 годы. Дополнительным фактором более слабого роста ВВП будет сдержанный рост потребительского спроса на фоне фискальной консолидации. При этом реализуемые инвестиционные проекты в экономике, реформы в сфере ЖКУ «Тариф в обмен на инвестиции» будут поддерживать рост накопления основного капитала. Более сдержанная динамика импорта ввиду фискальной консолидации будет поддерживать умеренные темпы роста ВВП. Таким образом рост экономики в 2026 году оценивается в пределах 4-5%.

В 2027 году экономика Казахстана, на фоне фискальной консолидации и стабилизации добычи нефти, будет стремиться к своим равновесным значениям и рост ВВП будет в диапазоне 3,5-4,5%.

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. С середины 2026 года по мере сокращения фискального стимулирования разрыв выпуска будет стремиться к равновесным значениям, и рост экономики на среднесрочном горизонте будет находиться на уровне своего потенциального значения.

Таблица 1. Прогнозы по базовому сценарию

	2025	2026	2027
ВВП, г/г, %	5,5-6,5 (5-6)	4-5 (4-5)	3,5-4,5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	11-12,5 (10,5-12,5)	9,5-11,5 (9,5-11,5)	5,5-7,5 (5,5-7,5)
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	68 (65)	60 (60)	60 (60)

Таблица 1 (а). Прогнозы по пессимистичному сценарию

	2025	2026	2027
ВВП, г/г, %	5-6 (4,5-5,5)	3,5-4,5 (3,8-4,8)	3,5-4,5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	11,8-13,3 (11,3-13,3)	10,2-12,2 (10,2-12,2)	6-8 (6-8)
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	61 (53)	40 (40)	40 (40)

Таблица 1 (б). Прогнозы по оптимистичному сценарию

	2025	2026	2027
ВВП, г/г, %	5,8-6,8 (5,5-6,5)	4-5 (4-5)	3,5-4,5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	10,5-12 (10-12)	8,5-10,5 (8,5-10,5)	5-7 (5-7)
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	74 (77)	80 (80)	80 (80)

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).

В целом баланс рисков не претерпел существенных изменений по сравнению с прошлым прогнозным раундом, риски инфляции все еще остаются высокими.

Внутренние риски ускорения инфляции остаются высокими. Сохраняются риски незаякорения инфляционных ожиданий ввиду продолжающихся реформ на регулируемые услуги ЖКУ, ожидаемого роста ставки 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. Несколько повысились и риски проинфляционного давления со стороны внутреннего спроса ввиду возможного отклонения от планируемой фискальной

консолидации в целях стимулирования роста экономики, что приведет к сохранению ситуации, когда спрос в экономике превышает ее предложение.

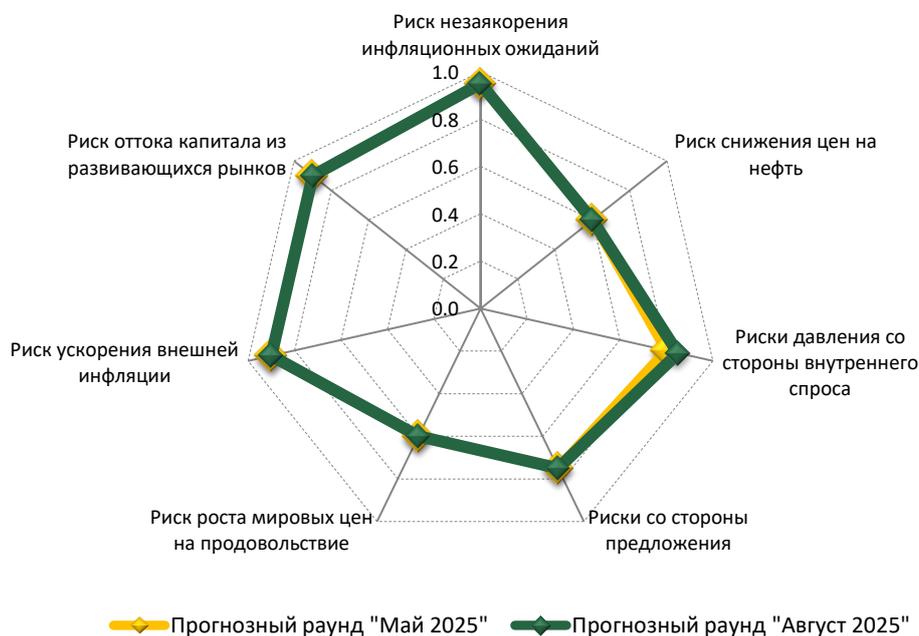
Среди внешних факторов остаются высокими риски снижения цен на нефть, ускорения внешней инфляции и оттока капитала из развивающихся рынков. Так, сохраняющаяся волатильность на мировом нефтяном рынке на фоне геополитической напряженности и неопределенности в спросе со стороны крупнейших экономик повышает 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.

Сохраняющийся высокий риск оттока капитала с формирующихся рынков на фоне роста глобальной неопределенности 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.

График 7. Баланс рисков смещен в проинфляционную сторону.



Бокс 1. Неоклассическая модель роста для Казахстана.

В данном анализе изучаются темпы роста экономики Казахстана в период с 1996 года по 2024 год. Цель состоит в том, чтобы оценить долгосрочные (устойчивые) темпы роста и составить прогноз до 2050 года на основе прогнозов по темпам роста населения. Для этого строится и оценивается модель Рамсея-Касса-Купманса с учетом экзогенных процессов, влияющих на темпы роста технологий и населения. Прогнозы темпов роста ВВП на душу населения и ВВП на душу населения трудоспособного возраста выявили, что все показатели, в среднем, будут ниже устойчивых темпов роста.

Неоклассическая модель роста. Экономика состоит из домохозяйств с численностью населения N_t . Репрезентативное домохозяйство максимизирует свою функцию полезности, оптимально выбирая уровень потребления на душу населения.

$$\max_{C_t} \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t N_t \ln c_t$$

с учетом следующих ограничений

$$\begin{aligned} Y_t &= K_t^\alpha (Z_t L_t)^{1-\alpha} \\ K_{t+1} &= (1 - \delta)K_t + I_t \\ C_t + I_t &= Y_t \end{aligned}$$

Совокупный выпуск Y_t в экономике производится с использованием капитала K_t и населения трудоспособного возраста L_t . Уровень технологии, улучшающий навыки и процессы, определяется как Z_t . Совокупный выпуск используется для потребления C_t и инвестиций I_t . Капитал накапливается за счет новых инвестиций и прошлого капитала, скорректированного на амортизацию. Переменные в модели перенимают тренд роста, заданный стохастическими темпами роста Z_t и N_t . Следовательно, переменные корректируются на $Z_t N_t$, чтобы избавиться от тренда и преобразовать их в показатели на душу населения. Соответственно, функция производства дана как $y_t = k_t^\alpha l_t^{1-\alpha}$, где l_t это доля населения трудоспособного возраста. Изменения в доле населения трудоспособного возраста l_t в модели имеют тот же эффект, что и стационарные технологические шоки. Увеличение l_t увеличивает производство и, следовательно, инвестиции и совокупный выпуск. Далее, уравнение накопления капитала и уравнение ограничения на ресурсы преобразуются следующим образом:

$$\begin{aligned} k_{t+1} \mu_{t+1}^z \mu_{t+1}^n &= (1 - \delta)k_t + i_t \\ c_t + i_t &= y_t \end{aligned}$$

Экономика подвержена трем экзогенным стохастическим шокам: темпам роста технологий, темпам роста населения и динамике доли населения трудоспособного возраста

$$\begin{aligned} \mu_{t+1}^z &= \rho_z \mu_t^z + (1 - \rho_z) \mu^z + \epsilon_t^z \\ \mu_{t+1}^n &= \rho_n \mu_t^n + (1 - \rho_n) \mu^n + \epsilon_t^n \\ l_{t+1} &= \rho_l l_t + (1 - \rho_l) l + \epsilon_t^l \end{aligned}$$

Калибровка и результаты оценок. Некоторые параметры в модели калибруются так, чтобы они соответствовали средним годовым данным, приведенным в PWT 10.01³ для Казахстана, и средним значениям макроэкономических переменных. Коэффициент дисконтирования β установлен равным 0.99, чтобы обеспечить годовую норму прибыли на капитал в размере 5.6%. Норма амортизации $\delta = 0.044$ откалибрована на среднее значение для страны. Устойчивый темп прироста населения $\mu^n = 0.84\%$ соответствует среднему темпу прироста населения в период с 1996 по 2024 год. Параметр доли трудоспособного населения $l = 0.658$ соответствует среднему значению за аналогичный период. Доля капитала в производстве $\alpha = 0.35$ установлена в соответствии с результатами Adilkhanova (2019)⁴. Другие параметры, такие как устойчивый темп роста технологии μ^z , инерционность и шоки стохастических процессов, оцениваются байесовскими методами с использованием наблюдаемых годовых данных по ВВП, общей численности населения и численности трудоспособного возраста в период с 1996 года по 2024 год. Апостериорное модальное значение для устойчивого ежегодного темпа роста технологии, по оценкам, составляет 4,1%, что близко к среднему показателю роста ВВП на душу населения трудоспособного возраста (и на душу населения) за рассматриваемый период. Это говорит о том, что при отсутствии каких-либо шоков, ВВП на душу населения растет на 4,1% в год. Важно отметить, что оценка проводилась на исторических данных, которые включают благоприятные периоды для экономики (2000-2011 годы), когда в среднем ВВП на душу населения рос на 7,5%.⁵ Кроме того, результаты оценки показывают, что шоки, влияющие на технологический процесс, довольно устойчивы. Далее, оцененные высокие показатели устойчивости, связанные с процессами роста

³ Источник: <https://www.ruq.nl/ggdc/productivity/pwt/>

⁴ Adilkhanova, Z. 2019. *Microlevel Analyses of DSGE Model Parameters: Evidence from Kazakhstan*. NAC Analytica Working Paper No. 2.

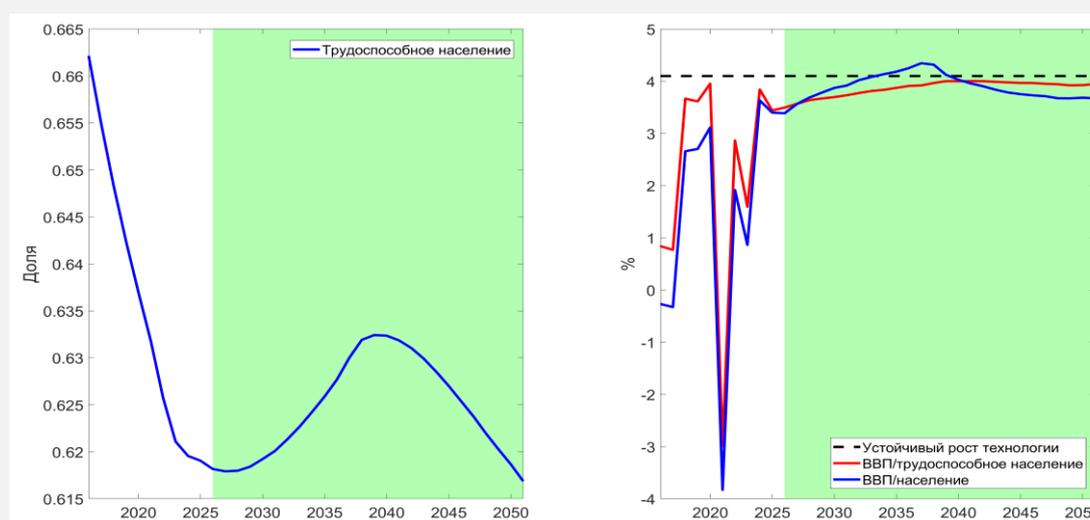
⁵ Средний рост ВВП на душу населения за 2012–2024 годы составил 1,9%.

населения ($\rho_n = 0.89$ and $\rho_l = 0.94$), объясняются медленным изменением динамики численности населения.

Прогноз ВВП и заключение. Для прогноза роста экономики до 2050 года используются прогнозы роста населения UN World Population Prospects⁶. В прогнозах ООН содержатся данные по каждой возрастной категории, поэтому можно экзогенно задать значения для общей численности населения и населения трудоспособного возраста. В левой части приведенного ниже графика 1 показаны исторические значения и прогнозы доли населения трудоспособного возраста на период с 2015 года по 2050 год. В правой части графика 1 показаны исторические значения и прогнозы ВВП на душу населения и ВВП на душу населения трудоспособного возраста. Ожидается, что средний темп роста ВВП на душу населения составит 3,89%. Максимальные значения прогнозируемого роста экономики во второй половине 2030-х годов совпадают с соответствующими значениями доли населения трудоспособного возраста. Прогнозы роста ВВП до 2033 года ниже прогнозируемого устойчивого роста технологии. Причиной такого развития событий является более низкая, чем в среднем, доля населения трудоспособного возраста. Максимальная прогнозируемая доля населения трудоспособного возраста составляет 0,632, в то время как средний показатель за период с 1996 года по 2024 год составляет около 0,658. Фактически, начиная с 2017 года, эта доля оставалась ниже средней. Аналогичные изменения можно увидеть в прогнозах роста ВВП на душу населения трудоспособного возраста (средний показатель – 3,86%). Ожидается, что оба показателя в среднем будут ниже устойчивого роста. Более того, прогнозы роста ВВП на душу населения трудоспособного возраста постоянно ниже устойчивого значения. Соответственно, производительность потенциального работника, будет ниже, чем темпы технологического роста в устойчивом состоянии.

Подводя итог, можно сказать, что ожидаемый экономический рост в Казахстане будет в основном обусловлен ростом численности населения трудоспособного возраста, хотя прогнозируемые показатели ниже среднего. Доля населения трудоспособного возраста будет увеличиваться до конца 2030-х годов и вернется к показателю 2024 года к 2050 году. При отсутствии экономических и структурных изменений, которые улучшают навыки, процессы производства и приводят к технологическому прогрессу, темпы роста ВВП на душу населения, в среднем, не будут превышать оцененного долгосрочного значения в 4,1%. То есть, для ускорения технологического прогресса нужны качественные инвестиции в человеческий капитал и в инновации.

График 1: Прогнозы роста населения и экономики



⁶ Источник: <https://population.un.org/dataportal/home?df=ee4516a9-bf18-4f14-89d3-f66ca2fef0a3>

1.4. Прогноз текущего счета платежного баланса

При базовом сценарии дефицит текущего счета платежного баланса в 2025-2027 годах будет складываться выше уровней прошлого года. Это будет обусловлено сценарным снижением цен на нефть и высоким потреблением импортной продукции.

По сравнению с предыдущими оценками прогноз текущего счета был пересмотрен в сторону некоторого ухудшения (таблица 2) ввиду переоценки импорта в сторону увеличения.

Таблица 2. Прогноз текущего счета платежного баланса

	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (f)	2026 (f)	2027 (f)
Текущий счет, в % ВВП	-6,5%	-1,4%	2,8%	-3,6%	-1,8%	-3,9% (-3,8%)	-4,3% (-4,0%)	-4,3% (-3,8%)
<i>Справочно: текущий счет в млрд. долл. США</i>	-11,1	-2,7	6,4	-9,4	-5,0	-11,6 (-10,9)	-13,4 (-11,8)	-14,1 (-11,3)

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

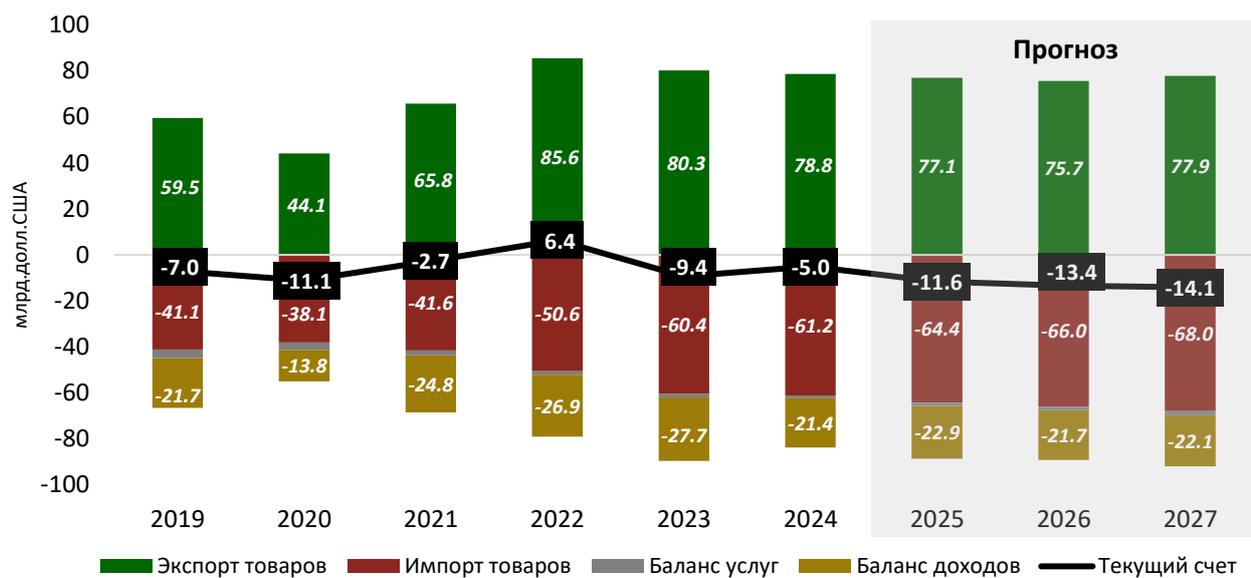
Экспорт товаров на прогнозном горизонте будет оставаться ниже уровней прошлого года. Более низкие уровни экспорта будут обусловлены сценарным снижением цен на нефть по сравнению с 2024 годом. При этом, рост добычи на месторождении Тенгиз частично компенсирует отрицательный ценовой эффект. В свою очередь, объемы ненефтяного экспорта будут оставаться стабильными, в основном, за счёт устойчивого внешнего спроса на казахстанскую металлическую и сельскохозяйственную продукцию, в частности на зерновые и продукты их переработки. В итоге, экспорт товаров сократится с 27,8% к ВВП (78,8 млрд. долл. США) в 2024 году до 23,8% к ВВП (77,9 млрд. долл. США) в 2027 году (график 8).

Импорт товаров на прогнозном горизонте продолжит рост. Высокие объемы импорта будут обусловлены нарастающим спросом населения и бизнеса в условиях недостаточности объемов внутреннего производства для его покрытия, высокой степенью вовлеченности импортной составляющей в казахстанские производственные цепочки, а также реализацией государственных программ и мер по поддержке экономики. Источником финансирования устойчивого спроса на импорт, наряду с личными и заемными средствами, будут государственные расходы. В результате, импорт товаров достигнет 68 млрд. долл. США или 20,8% к ВВП в 2027 году.

Баланс доходов останется в зоне умеренно глубокого дефицита. Чистая прибыль, причитающаяся прямым иностранным инвесторам, будет высокой ввиду увеличения объемов нефтедобычи и роста цен на металлы. Таким образом, в 2025-2027 годах дефицит баланса доходов будет составлять (-)6,8%-(-)7,7% к ВВП ((-)21,7-(-)22,9 млрд. долл. США).

Дефицит баланса услуг углубится на прогнозном горизонте, поскольку импорт услуг будет расти быстрее экспорта. Основным фактором увеличения импорта услуг станет рост числа поездок за рубеж ввиду запуска новых и учащения существующих международных авиарейсов из Казахстана. В то же время, рост транзитных грузоперевозок через территорию страны, а также увеличение числа въездов нерезидентов в Казахстан, преимущественно из приграничных стран, окажут поддержку экспорту услуг. Таким образом, дефицит баланса услуг на прогнозном периоде составит (-)0,5%-(-)0,6% к ВВП ((-)1,4-(-)1,9 млрд. долл. США).

График 8. Декомпозиция текущего счета платежного баланса



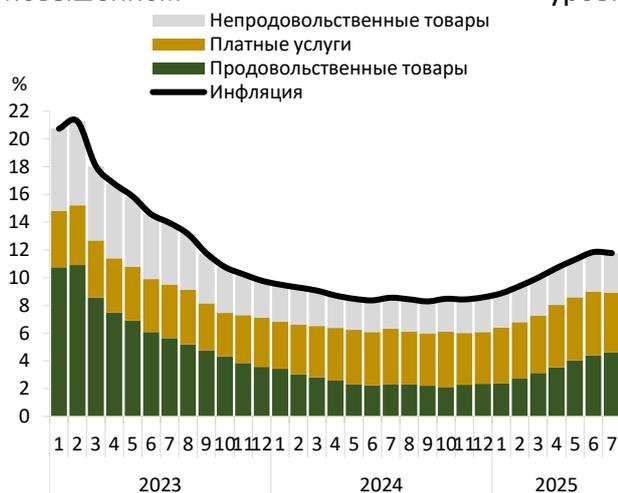
Источник: прогноз НБРК

II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Инфляция

В июле годовая инфляция осталась на уровне прошлого месяца, составив 11,8%. Ускорение продовольственной инфляции было компенсировано замедлением темпов роста цен на платные услуги, тогда как непродовольственная инфляция незначительно ускорилась.

График 9. Годовая инфляция сохраняется на повышенном уровне.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

После продолжительного периода ускорения годовая инфляция стабилизировалась на уровне предыдущего месяца и в июле 2025 года составила 11,8% (график 9). Высокий уровень инфляции поддерживается проинфляционным давлением со стороны внешних и внутренних факторов. К внешним факторам относятся рост мировых цен на отдельные виды продовольствия, все еще высокая инфляция в России, а также укрепление рубля по отношению к тенге. Среди внутренних факторов стоит выделить устойчивый потребительский спрос, поддерживаемый ростом

потребительского кредитования и мерами фискального стимулирования, повышенные и волатильные инфляционные ожидания. Кроме того, наблюдается удорожание цен на продукцию производителей в обрабатывающей промышленности, отдельные виды сельскохозяйственной продукции на фоне роста издержек производства.

Главным драйвером высокой инфляции является продовольственная компонента, где годовой рост цен в июле 2025 года составил 11,2%. Рост цен на продукты питания обусловлен удорожанием отдельных видов продовольственных товаров таких как мясо, масла и жиры, сахар, кофе, чай и какао. Это связано с высокими объемами экспорта, ростом стоимости импортной продукции и увеличением цен производителей. В частности, повышение мировых цен на мясо и растительные масла стимулировало рост их экспорта, что привело к сокращению предложения на внутреннем рынке. Дополнительное давление на цены продовольственных товаров оказывает укрепление российского рубля по отношению к тенге и высокая инфляция в РФ, что сопровождается ростом цен оптовых продаж на продовольственные товары, поставляемые из стран СНГ (в большей степени из РФ).

Существенный вклад в инфляцию продолжает вносить рост цен на услуги. Между тем, в июле 2025 года годовой рост цен на услуги замедлился до 14,9% против 16,1% в июне. Реализация программы «Тариф в обмен на инвестиции» продолжается, но более сдержанными темпами в июле 2025 года, что несколько ограничило рост сервисной инфляции в целом. На фоне устойчивого потребительского спроса сохраняется высокий рост цен на отдельные рыночные услуги. Во втором квартале 2025 года высокий рост цен (без учета сезонного фактора) был отмечен на услуги больниц, сбора мусора, организацию комплексного отдыха, услуги в сфере отдыха, развлечений и культуры, ремонт автомобилей, чистку, ремонт и прокат одежды, парикмахерских, общественного питания, транспорта, а также страхование.

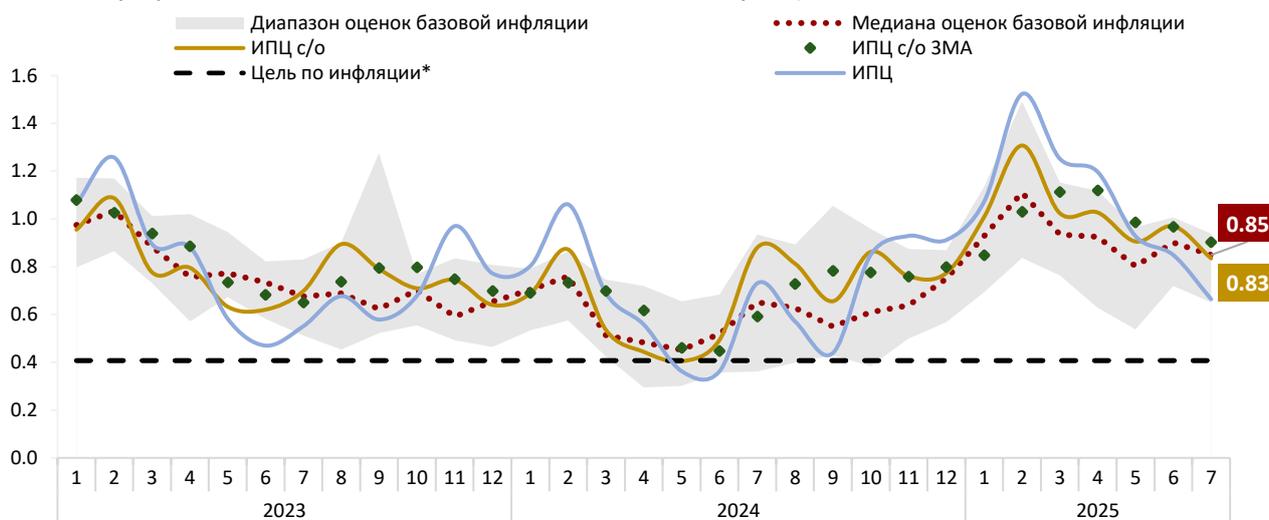
Годовая инфляция на непродовольственные товары составила 9,5% в июле 2025 года, продолжая вносить наименьший вклад в общую инфляцию. В июне-июле текущего года, с

учетом сезонной корректировки, наибольшее удорожание отмечено на ГСМ, бытовые приборы, медикаменты, инструменты и технику, используемые в садоводстве, аудиовизуальное оборудование, а также предметы личного ухода. Удорожание непродовольственных товаров связано с ослаблением курса тенге и сохранением высокого потребительского спроса.

В июле 2025 года сезонно очищенная и базовая инфляция замедлились по сравнению с прошлым месяцем, но они сохраняются на повышенном уровне, что свидетельствует об устойчивом проинфляционном давлении в экономике.

В июле 2025 года сезонно скорректированная инфляция составила 0,8% в месячном выражении (1% в июне), что соответствует аннуализированному росту на уровне 10,5% (12,3%) (график 10). Медианная оценка базовой инфляции сложилась на уровне 0,8% в месячном выражении (0,9% в июне), или 10,7% (11,4%) в аннуализированном пересчете. Основными факторами данной динамики послужили рост производственных издержек и импортных цен, устойчивый потребительский спрос, а также высокие мировые цены на продовольствие. Высокий уровень базовой и сезонно очищенной инфляции указывает на то, что рост цен носит широкий и устойчивый характер. Это затрагивает значительный круг товаров и услуг, отражая сохраняющееся давление со стороны внутреннего спроса. Таким образом, даже при исключении волатильных компонентов и регулируемых услуг фиксируются повышенные темпы инфляции, что свидетельствует о значимых проинфляционных процессах в экономике.

График 10. Различные показатели месячной инфляции остаются повышенными.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

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

Примечание: исторические оценки могут пересматриваться.

Краткосрочные инфляционные ожидания продолжают оставаться волатильными на фоне высокого уровня неопределенности, при этом долгосрочные оценки демонстрируют рост.

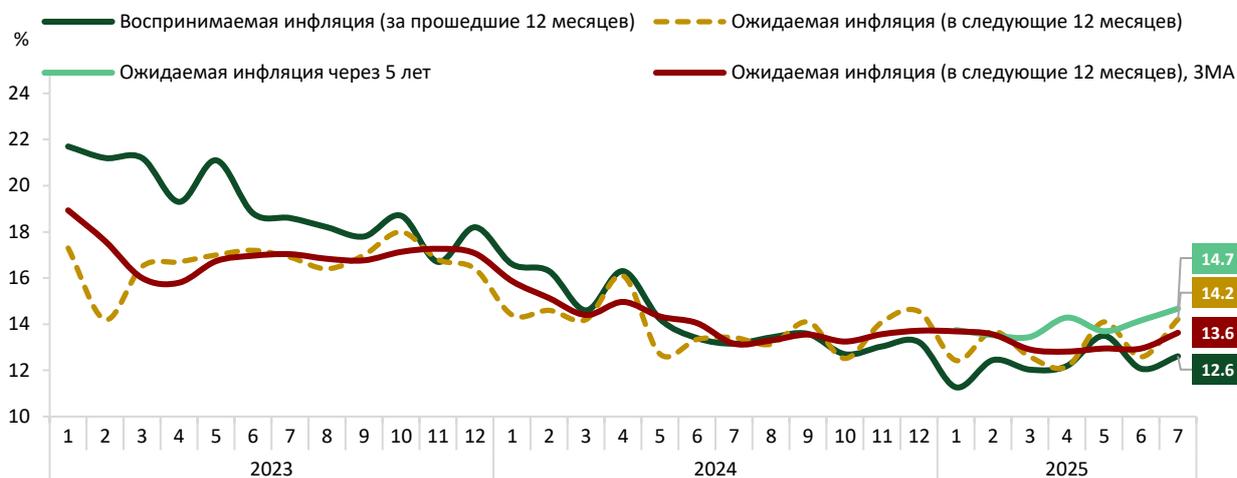
В июле 2025 года инфляционные ожидания населения на горизонте 1 года выросли до 14,2% с 12,6% в июне (график 11). Сглаженный трехмесячный показатель продолжает находиться в диапазоне 12-14% и в июле 2025 года составил 13,6%. Во втором квартале 2025 года респонденты среди факторов будущего роста цен чаще всего указывали изменение цен на продукты питания, коммунальные услуги, бензин и дизельное топливо, а также изменение обменного курса. Количество упоминаний о планируемом повышении НДС в 2026 году несколько снизилось по сравнению с первым кварталом 2025 года, однако остается значительным.

Инфляционные ожидания через 5 лет также увеличились, достигнув 14,7%. При этом в ответах респондентов сохраняется более высокая неопределенность в отношении инфляции через 1

год по сравнению с долгосрочными ожиданиями. Это указывает на то, что уверенность респондентов в долгосрочных прогнозах остается выше, чем в краткосрочных.

Одновременно увеличилась и воспринимаемая инфляция. С начала 2025 года ее динамика волатильна и не демонстрирует признаков устойчивого замедления. Учитывая сохраняющуюся высокую фактическую инфляцию и отмечаемые факторы будущего роста цен, инфляционные ожидания населения продолжают формироваться на повышенном уровне.

График 11. Инфляционные ожидания остаются повышенными



Источник: FusionLab: опрос населения

Бокс 2. Оценка влияния внешних и производственных цен на продовольственную инфляцию.

В условиях открытой экономики Казахстан продолжает испытывать существенное влияние со стороны внешней ценовой конъюнктуры, особенно в сфере продовольственных товаров. За последние пять лет доля импорта продуктов питания в потреблении находилась в пределах 21-25%⁷, что свидетельствует о значительном внешнем влиянии на внутренние инфляционные процессы. В этих условиях динамика цен в странах-партнерах и изменение обменного курса тенге оказывают прямое воздействие на динамику продовольственной инфляции. Особое значение имеет ценовая ситуация в России, на которую приходится около 46% всего продовольственного импорта Казахстана в 2024-2025 годы⁸. Это делает внутренние цены чувствительными к колебаниям рубля и динамике цен на российском рынке.

Для оценки влияния ключевых факторов на продовольственную инфляцию в Казахстане использовалась модель, близкая к импортно-ценовой версии кривой Филлипса. Результаты анализа с января 2015 года по май 2025 года показали, что доминирующим фактором остается инерционность инфляции, указывая на высокую степень автокорреляции (коэффициент корреляции = 0,54, $p < 0,01$). Это свидетельствует об устойчивости инфляционного давления и существенном влиянии инфляционных ожиданий.

Инфляция в России (0,38, $p < 0,01$) и обменный курс тенге к доллару США (0,027, $p < 0,01$) оказались статистически значимыми внешними факторами продовольственной инфляции в Казахстане. Это отражает высокую степень ценовой трансмиссии между экономиками, имеющими тесные торговые и логистические связи. Ослабление обменного курса тенге, в свою очередь, оказывает давление на потребительские цены через удорожание импортных товаров.

⁷ Расчет произведён на основе данных БНС АСПиР РК «Ресурсы и использование отдельных видов продукции и сырья в Республике Казахстан» и весов ИПЦ. Расчёт на 2025 год выполнен на основе данных за январь–апрель 2025 года.

⁸ Доля импорта продовольственных товаров из РФ в общем объеме импорта продовольственных товаров. Расчеты на основе данных БНС АСПиР РК.

Отдельные категории продовольственных товаров также продемонстрировали высокую чувствительность к динамике потребительских цен в России, в большей степени это подсолнечное масло, сахар, кондитерские изделия, алкогольные напитки и молочная продукция.

Учитывая высокую долю отечественного производства в потреблении продовольствия, важную роль в формировании потребительских цен на продукты питания играют цены производителей. Анализ трансмиссии цен производителей в потребительские цены показал, что характер и скорость ценовой трансмиссии зависят от сложности цепочек производства и сбыта.

Для товаров с коротким циклом и низкой сложностью производства (хлеб, мясо, яйца) отклик потребительских цен на рост цен производителей носит практически мгновенный характер. Это связано с ограниченными возможностями хранения, относительно простыми технологиями и минимальным числом промежуточных этапов.

Для продукции с более сложной технологической цепочкой (макаронные изделия, питьевое молоко) рост цен производителей проявляется в потребительских ценах с лагом около двух месяцев, при этом эффект затухает постепенно. Это отражает формирование более глубоких и устойчивых производственно-сбытовых цепочек, способных смягчать краткосрочные ценовые шоки. Так, например, по мере расширения внутреннего производства подсолнечного масла колебания издержек передаются на потребительский уровень постепенно и менее резко.

Таким образом, результаты подтверждают наличие статистически значимой связи между внешними ценовыми шоками и динамикой продовольственной инфляции в Казахстане. Кроме того, ценовая трансмиссия от внутреннего производства в потребительские цены во многом зависит от структуры и развитости производственно-сбытовых цепочек.

Эффективное сдерживание продовольственной инфляции требует сочетания мер по заякорению инфляционных ожиданий, повышению устойчивости внутреннего производства, развитию конкурентной среды и рыночной инфраструктуры, расширению каналов сбыта и логистики, а также стимулированию притока инвестиций и технологий в агропромышленный комплекс.

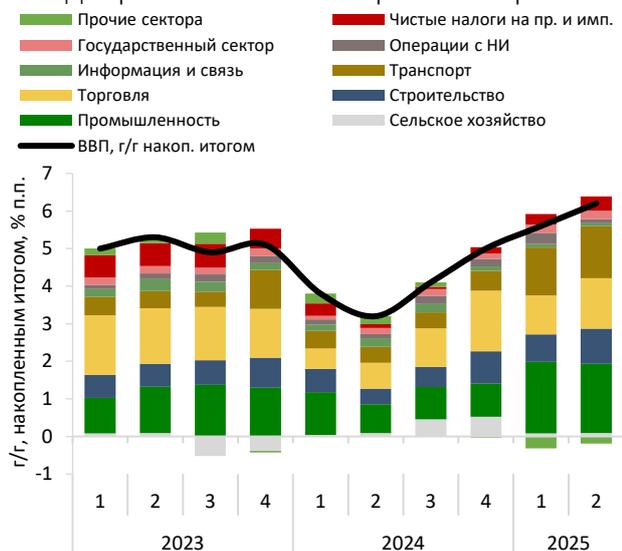
2.2. Внутренний сектор

Экономика Казахстана в первом полугодии 2025 года продемонстрировала устойчивый рост, превысив ожидания Национального Банка: по итогам шести месяцев прирост реального ВВП составил 6,2%, во втором квартале – 6,8% в годовом выражении. Стремительное расширение деловой активности было обеспечено более интенсивной, чем прогнозировалось, реализацией инвестиционного спроса в несырьевом секторе, наращиванием добычи и экспорта нефти. Потребление домашних хозяйств сохранило высокие темпы роста, наблюдаемые в конце первого квартала 2025 года. В свою очередь, превышение совокупного спроса своих равновесных значений создает повышательное давление на цены в экономике (графики 12, 13).

Основной вклад в рост экономики во втором квартале 2025 года продолжил вносить несырьевой сектор. Расширение строительной отрасли на 17,0% г/г (первый квартал 2025 года – 15,0% г/г) во втором квартале произошло благодаря реализации крупных инфраструктурных проектов, модернизации систем жилищно-коммунального хозяйства, а также строительству и ремонту автодорог. Дополнительный вклад в рост обеспечили жилищное строительство и возведение школ по всей республике. Несмотря на небольшое замедление темпов роста во втором квартале текущего года, обрабатывающая промышленность продолжила вносить положительный вклад в рост экономики за счет увеличения производства в машиностроении, нефтепереработке и легкой промышленности. Производство продовольственных товаров также демонстрирует рост на фоне расширения экспортных поставок и повышения внешних цен, что свидетельствует о растущей конкурентоспособности отечественной продукции.

График 12. В первом полугодии 2025 года рост экономики был обеспечен расширением деловой активности во всех ключевых отраслях.

Вклад отраслей и налогов в реальный рост ВВП



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

Вклад нефтяного сектора в совокупный выпуск увеличился. Нарращивание объемов добычи нефти на месторождении Тенгиз продолжилось во втором квартале текущего года и обусловило рост горнодобывающей отрасли на 10,8% г/г (первый квартал 2025 года – 6,1% г/г). Рост производства и экспорта нефти сопровождался увеличением услуг трубопроводного транспорта и оптовой торговли.

Рост сектора услуг отражает устойчивый спрос со стороны населения, который усилился во втором квартале текущего года. Об этом свидетельствует динамика розничной торговли, рост активности на рынке жилья и автомобилей, а также объемы услуг общественного питания и транспорта.

Темпы роста розничного товарооборота в реальном выражении ускорились до 8,2% г/г во втором квартале 2025 года (первый квартал 2025 года – 4,8% г/г). Основной вклад в рост внес сегмент непродовольственных товаров, торговля которыми увеличилась на 9,5% г/г в реальном выражении (5,2% г/г). В июле 2025 года тенденция роста торговли продолжилась. Услуги общественного питания во втором квартале текущего года увеличились на 13,8% г/г, ускорившись в июле 2025 года до 15,6% г/г (графики 14, 15).

Рост покупок непродовольственных товаров поддерживается активностью на рынках автомобилей и жилья. По данным БНС АСПИР, количество зарегистрированных автомобилей во втором квартале текущего года выросло на 3,3% г/г. Количество операций по купле-продаже жилья увеличилось на 9,3% г/г (первый квартал 2025 года – 1,1% г/г), что повысило спрос на товары и услуги для дома (графики 16, 17).

Стоит отметить, что рост спроса на крупные покупки во многом обеспечивается кредитованием. Спрос на авто демонстрирует ускорение в условиях введения льготных программ автокредитования и акций БВУ. На рынке недвижимости ипотека по-прежнему остается одним из ключевых инструментов финансирования спроса на жилье. Таким образом, в условиях сокращения реальных доходов населения, замедления темпов роста реальных заработных плат и трансфертов источником роста потребления населения остаются кредиты банков.

График 13. Потребительский и инвестиционный спрос остаются основными драйверами роста экономики.

Вклад компонентов спроса в реальный рост ВВП



График 14. Рост розничного товарооборота подтверждает ускорение спроса во втором квартале 2025 года.

Вклад компонентов розничного товарооборота в рост



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 15. Повышение спроса домохозяйств также подтверждается ростом объема предоставленных услуг в сфере общественного питания.

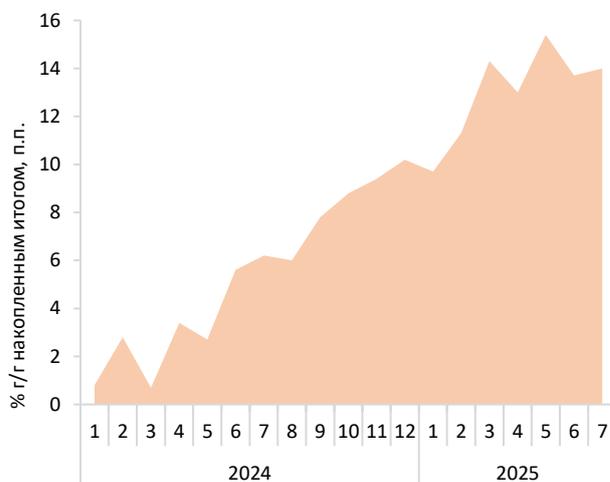
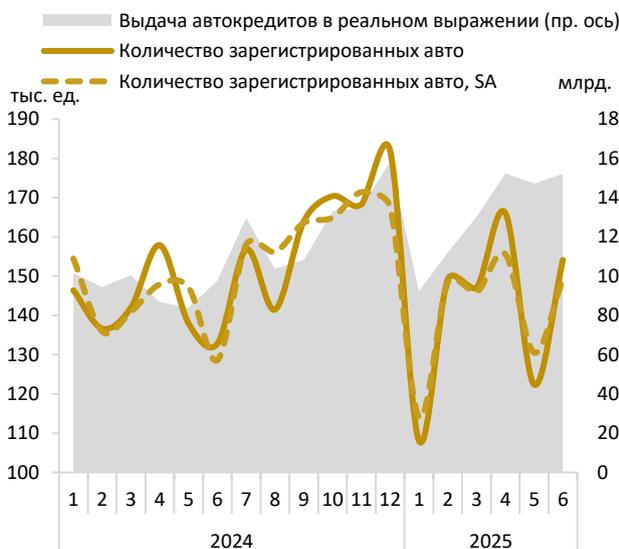


График 16. Рост спроса наблюдается на рынке авто. Ускорение роста покупок автомобилей соответствует динамике выдачи автокредитов.



Источник: БНС АСПР РК, НБРК

График 17. Рост сделок купли-продажи жилья поддерживается ипотечным кредитованием.



После сокращения в первом квартале текущего года объем выданных кредитов населению во втором квартале 2025 года увеличился на 7,5% г/г в реальном выражении. Основным источником прироста остается потребительское кредитование, реальные темпы роста которого ускорились до 8,1% г/г. Значительное ускорение зафиксировано в ипотечном сегменте – годовой рост составил 41,4% в реальном выражении (графики 18, 19).

График 18. В условиях сокращения реальных доходов населения, замедления темпов роста реальных зарплат и трансфертов основным источником потребления остаются кредиты банков.

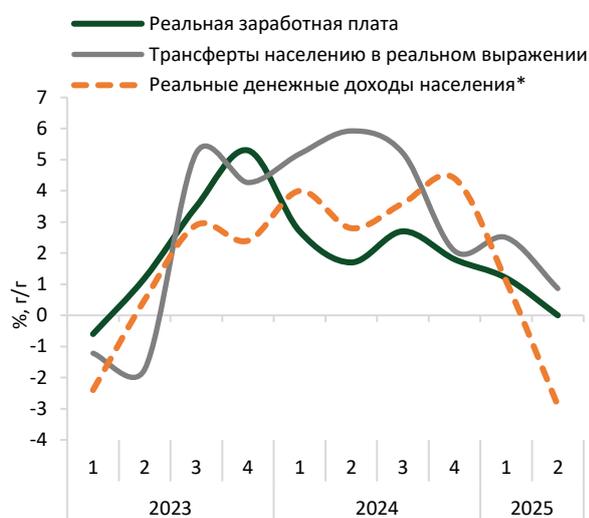
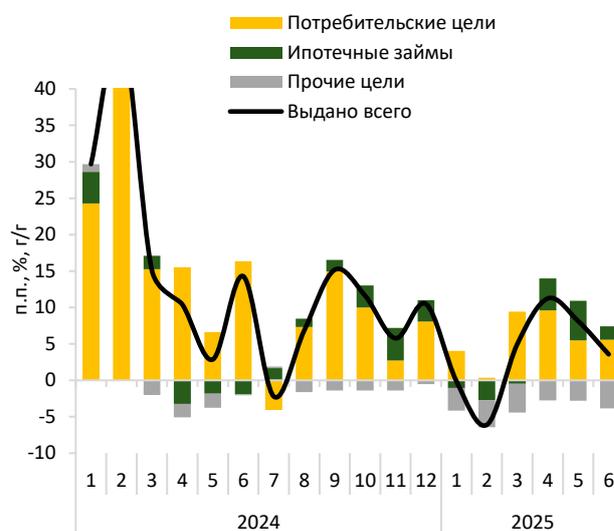


График 19. Основным драйвером роста выдачи займов населению остается потребительское кредитование, в реальном выражении.



*предварительные данные за 2 квартал 2025 г.

Источник: БНС АСПР РК, НБРК, МФ РК

Во втором квартале 2025 года отмечался рост импорта инвестиционных товаров ввиду существенного расширения инвестиционной активности. Отмечалось увеличение импорта машин, оборудования, транспортных средств, приборов и аппаратов. Также наблюдался рост импорта металлов и изделий из них, кожевенного сырья, текстиля и других товарных категорий. Увеличение экспорта товаров в реальном выражении во втором квартале 2025 года в основном связано с ростом поставок топливно-энергетических товаров. Дополнительный вклад обеспечил экспорт продуктов животного и растительного происхождения, а также готовых продовольственных товаров.

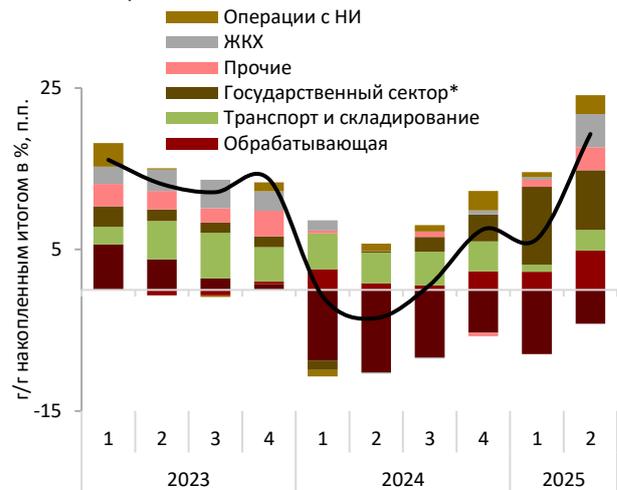
В структуре государственных расходов во втором квартале 2025 года зафиксировано увеличение затрат на товары и услуги. При этом, отмечается небольшое сокращение расходов на приобретение запасов и снижение расходов на заработные платы в реальном выражении. Инвестиционная активность существенно расширилась вследствие активизации как государственных, так и частных инвестиций. Основной вклад в рост инвестиций во втором квартале 2025 года внесло увеличение капитальных вложений в обрабатывающую промышленность, транспорт, недвижимость и сферу жилищно-коммунального хозяйства.

По итогам первого полугодия 2025 года темпы роста инвестиций в основной капитал в реальном выражении ускорились до 19,3% г/г с 8,0% в 2024 году. Во втором квартале 2025 года инвестиции выросли на 30,1% г/г в результате значительного прироста как частных, так и государственных инвестиций в несырьевые сектора экономики. Существенный рост частных инвестиций наблюдается в отраслях обрабатывающей промышленности, транспорте, операциях с недвижимостью. Доля государственного финансирования в общем объеме инвестиций в основной капитал повысилась до 21,9% (первое полугодие 2024 года – 14,6%). Основными направлениями бюджетного финансирования капитальных вложений стали инфраструктурные проекты в сфере образования, транспорта и модернизации объектов жилищно-коммунального хозяйства (графики 20, 21).

График 20. Инвестиционная активность в экономике ускорилась во втором квартале 2025 года



График 21. Рост инвестиций был обеспечен как государственными, так и частными инвестициями



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

Государственный сектор включает образование, здравоохранение, госуправление и оборона

В условиях расширения деловой активности спрос на рабочую силу растет, однако это не отражается в росте реальных заработных плат, что ограничивает инфляционное давление со стороны рынка труда. Во втором квартале 2025 года рост рабочей силы составил 1,1% г/г за счет увеличения числа наемных работников и снижения безработного населения. Продолжилась тенденция снижения количества самостоятельно занятых. Увеличение наемных работников отмечается в сфере услуг, в частности в торговле, здравоохранении, проживании и питании, предоставлении прочих услуг (график 22).

Темпы роста номинальной заработной платы ускорились во втором квартале 2025 года до 11,3% г/г. Между тем, реальный уровень заработных плат остался неизменным (0%) впервые за последние два года. Рост спроса на рабочую силу на фоне расширения деловой активности не отражается в увеличении реальных заработных плат работников в целом по экономике (график 23). Таким образом, повышение предложения рабочей силы и рост занятости не приводит к росту реальных заработных плат, что ограничивает инфляционное давление на внутренние цены со стороны рынка труда.

График 22. Предложение рабочей силы увеличилось во втором квартале 2025 года в условиях роста занятого и снижения безработного населения.

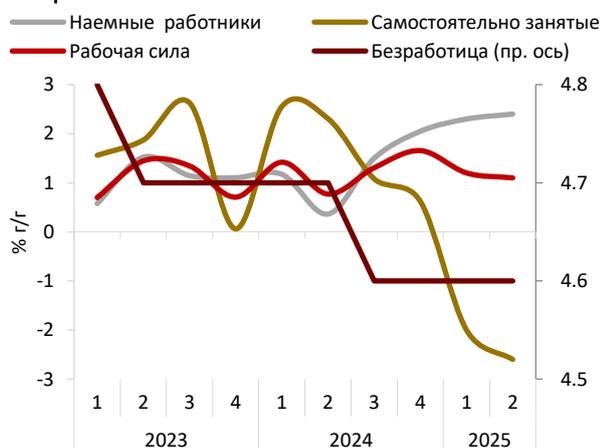
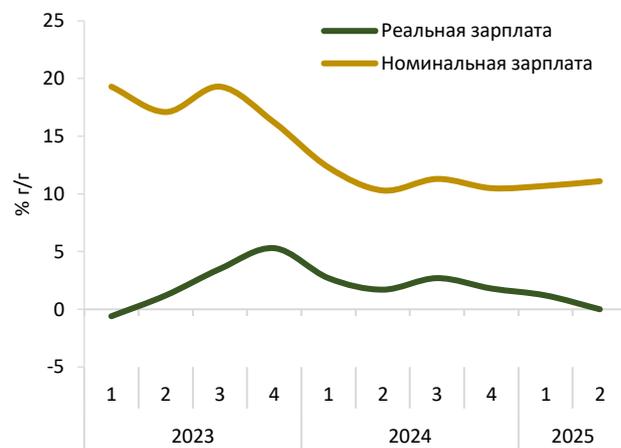


График 23. Несмотря на рост номинальной заработной платы, реальные зарплаты остались неизменными во втором квартале 2025 года.



Источник: БНС АСПР РК

2.3. Фискальная политика

Во втором квартале наблюдается более активное фискальное стимулирование по сравнению с предыдущим кварталом ввиду ускорения роста затрат.

По предварительным данным, во втором квартале 2025 года общий дефицит госбюджета с учетом сезонной корректировки составил 2,3% от ВВП, дефицит без учета нефтяных поступлений – 7,9% от ВВП (график 24). В структуре дефицита вырос вклад нефтяных доходов. Ненефтяной структурный дефицит заметно увеличился вследствие ускоренного роста первичных расходов, что указывает на проциклический, стимулирующий характер бюджетной политики, направленной на поддержку внутреннего спроса (график 25).

График 24. Дефицит госбюджета во втором квартале 2025 года увеличился, SA, в % от ВВП

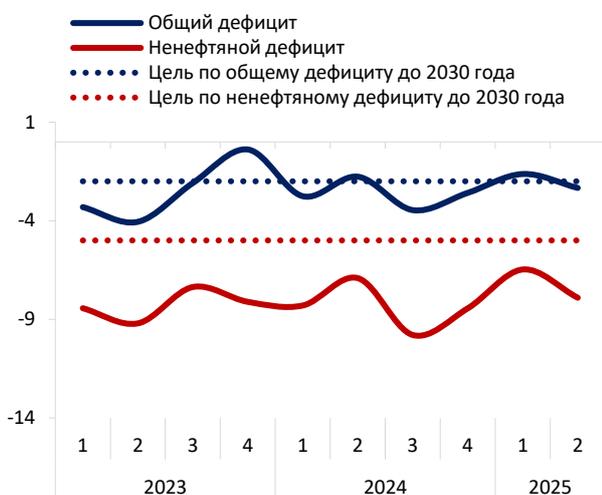


График 25. Расширение дефицита бюджета наблюдается на фоне роста ненефтяного структурного дефицита.

Декомпозиция дефицита госбюджета, SA, в % от ВВП



Источник: МФ РК, БНС АСПР РК, расчеты НБРК

В доходной части наблюдается восходящая динамика реальных налоговых поступлений с начала 2024 года (график 26). Во втором квартале 2025 года наблюдается ускорение роста налоговых поступлений на фоне более высокой экономической активности и низкой базы прошлого года. После значительного недобора в 2023-2024 годах, с начала 2025 года ситуация с исполнением по налогам складывается положительно. Превышение над планом госбюджета за первое полугодие составляет около 500 млрд. тенге (график 27). Данная динамика позволила частично компенсировать рост расходов и сгладить давление на бюджет.

В расходной части наблюдается ускорение реального роста затрат после замедления в начале года (график 28). Основными драйверами выступили расходы в сферах транспорта, здравоохранения, образования и ЖКХ. При этом увеличились как текущие, так и капитальные расходы (график 29). Вместе с тем, в первом полугодии зафиксировано неосвоение бюджетных средств на сумму 1,2 трлн. тенге. Смещение данной бюджетной нагрузки на второе полугодие в условиях положительного разрыва выпуска несет в себе риски дальнейшего перегрева экономики и роста инфляционного давления.

График 26. Налоги госбюджета в реальном выражении показывают ускорение роста во втором квартале 2025 года, г/г, в %

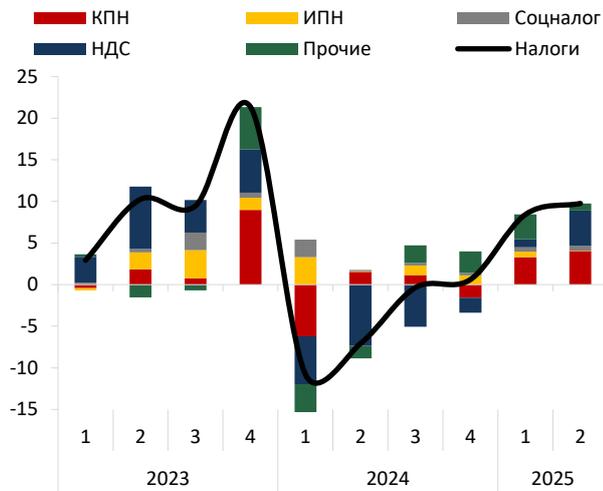
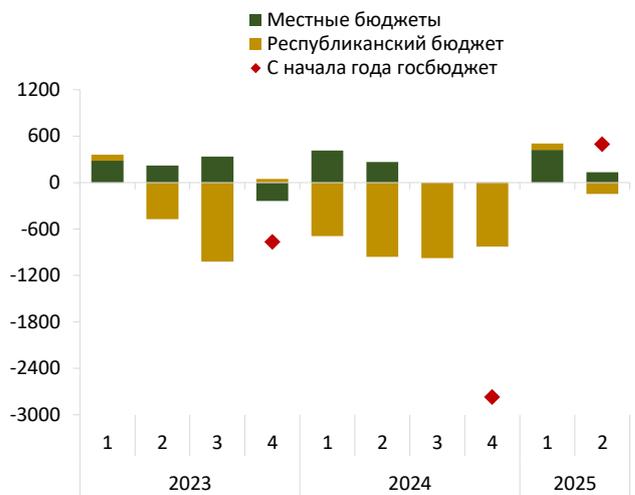


График 27. Исполнение плана по налогам в 2025 году в большей степени обеспечивается местными бюджетами, за квартал в разрезе уровней бюджетов, млрд. тенге



Источник: МФ РК, расчеты НБРК

График 28. Рост затрат госбюджета в реальном выражении ускорился во втором квартале 2025 года, г/г, в %

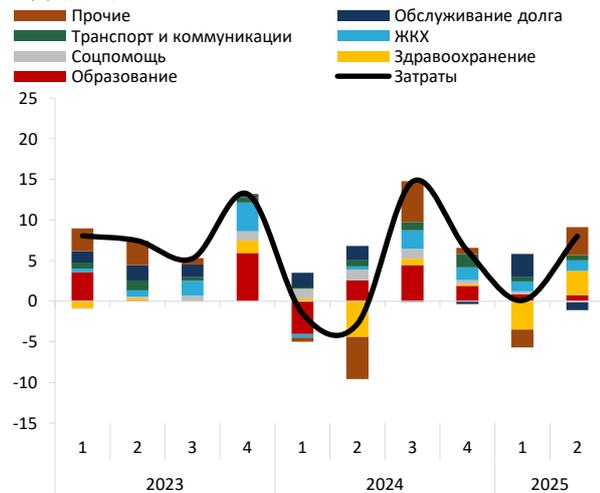
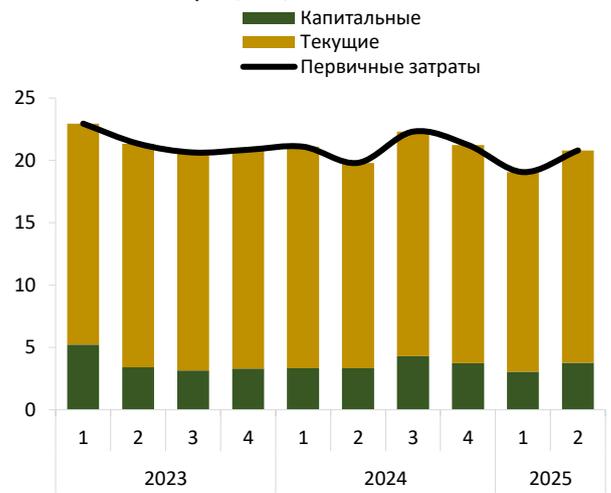


График 29. Первичные затраты госбюджета увеличиваются на фоне роста как текущих, так и капитальных затрат, SA, в % от ВВП



Источник: МФ РК, БНС АСПР РК, расчеты НБРК

III. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Ставки денежного рынка формировались преимущественно у нижней границы коридора базовой ставки. Депозитные ставки для корпоративного сегмента не изменилась, в розничном сегменте отмечен рост с временным лагом.

Ставки по корпоративным кредитам практически не изменились, тогда как ставки по потребительским кредитам продолжили формироваться под влиянием доли рассрочек. Ставки по ипотечным кредитам незначительно снизились, формируясь в большей степени под воздействием льготных программ.

Положительная динамика депозитов продолжает формироваться под влиянием роста тенговых вкладов и эффекта переоценки валютных депозитов.

Общие темпы роста кредитования со стороны банков сохранились на двузначном уровне. Темпы роста по потребительским займам стабилизировались, при этом темпы ипотечного кредитования демонстрируют ускорение. Продолжается активное кредитование крупных и средних предприятий.

Ослабление тенге к доллару и рублю усиливает проинфляционное давление через валютный канал.

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

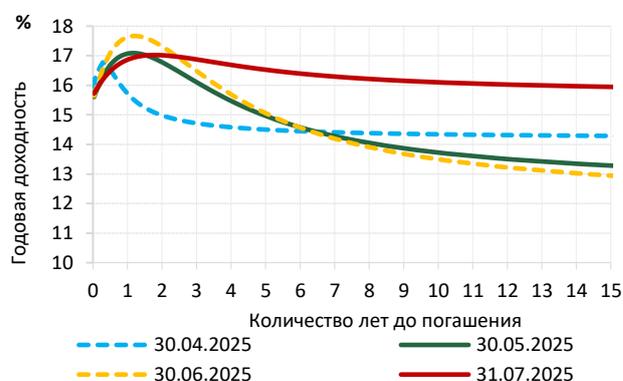
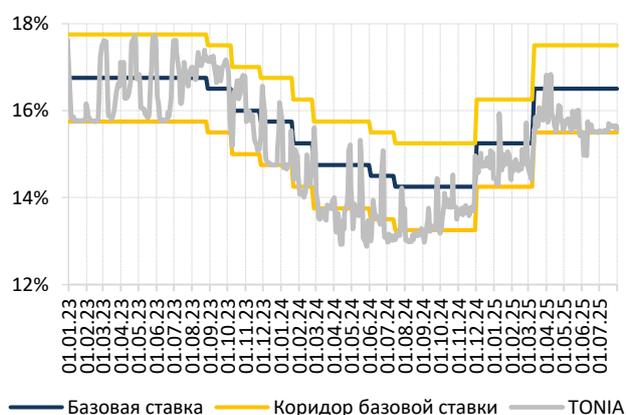
3.1.1. Процентный канал

Ставки денежного рынка формировались у нижней границы коридора.

Ставки денежного рынка с мая по июль 2025 года формировались преимущественно у нижней границы коридора, снижаясь в отдельные периоды ниже установленного диапазона (график 30). Такая динамика ставок была обусловлена ростом ликвидности у квазигосударственных компаний в рамках программы по финансированию экономики, а также снижением спроса на ликвидность со стороны участников рынка. Спред между базовой ставкой и ставкой TONIA в среднем за май-июль составил (-)0,9 п.п. (за период февраль-апрель – (-) 0,5 п.п.).

Доходности ГЦБ в июле выросли практически по всем сегментам кривой. Безрисковая кривая доходности приобрела практически прямую форму (график 31). Максимальные значения по-прежнему фиксируются на горизонтах от одного до двух лет, тогда как относительно более пологая динамика на длинных сроках при сохранении высоких уровней доходности отражает ожидания сохранения инфляционного давления и наличие повышенной премии за риск.

График 30. Коридор процентных ставок и ставка TONIA



Источник: НБРК, КФБ

Сохранение базовой ставки на прежнем уровне поддерживает депозитные ставки на высоких значениях. Ставки по корпоративным депозитам продолжили формироваться в соответствии с траекторией базовой ставки, которая оставалась неизменной в течение мая - июля т.г. (график 32), отражая их высокую чувствительность к условиям денежно-кредитной политики. В сегменте розничных депозитов наблюдался небольшой рост ставок (с 14,0% в апреле до 14,3% в июле т.г.), происходивший с временным лагом на фоне поэтапной корректировки ценовых условий и усиления банковской конкуренции за средства населения.

Общие ставки по кредитам бизнесу практически не изменились.

Корпоративные кредитные ставки. В июне средневзвешенная ставка по кредитам бизнесу в национальной валюте практически не изменилась кв/кв (график 33). При этом ставки для крупных и средних предприятий немного выросли, тогда как несколько снизилась стоимость кредитования для субъектов малого бизнеса.

Розничные кредитные ставки продемонстрировали снижение кв/кв. Ставки по потребительским кредитам продолжают формироваться под влиянием изменения доли рассрочек в общем объеме потребительских кредитов. Вследствие активной выдачи льготных ипотечных займов ипотечная ставка продемонстрировала незначительное снижение (график 33).

График 32. Ставки по депозитам в национальной валюте, %

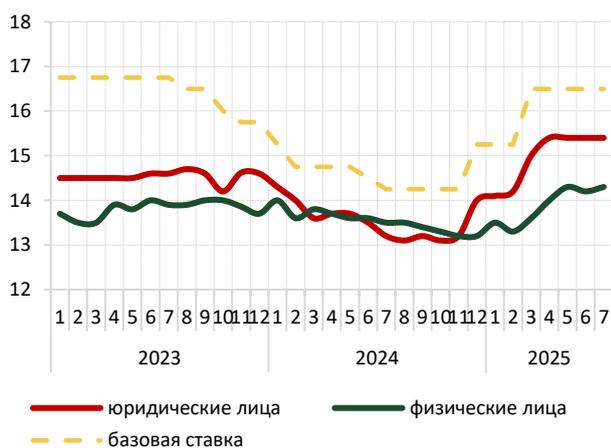
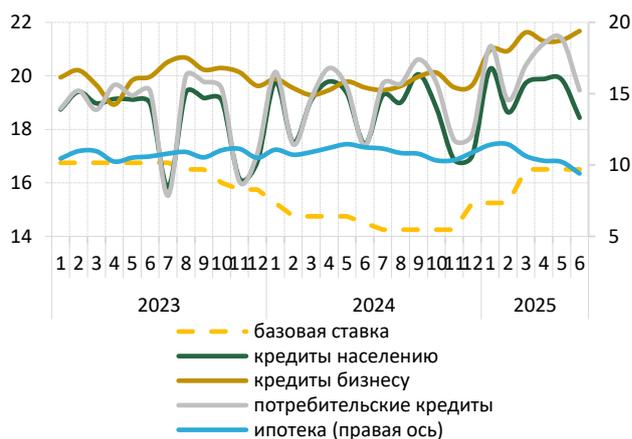


График 33. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)

Кредитный портфель банков вырос за год на 20,7% в июне 2025 года за счет продолжающегося роста кредитования населения и бизнеса (график 34).

Спрос на кредиты среди населения сохраняется на высоком уровне (рост в июне на 23,0% г/г), при этом темпы роста потребительских займов стабилизировались на уровне более 30%.

В июне рост ипотечного кредитования ускорился до 14,7% г/г на фоне реализации льготных программ, включая «Наурыз» и «Наурыз Жұмыскер».

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

Кредитование бизнеса со стороны банков второго уровня продолжило расти двузначными темпами в июне (на 17,0% г/г) преимущественно за счет ускоренного роста кредитования крупных и средних предприятий на фоне реализации инвестиционных проектов. Кредитование малых предприятий в июне т.г. несколько замедлилось (до 6,7% г/г).

Привлекательность тенговых вкладов, поддерживаемая действующими процентными

ставками, способствует активному росту объемов депозитов.

Депозиты в депозитных организациях увеличились на 16,1% г/г по состоянию на конец июля (график 35). Рост общих депозитов формировался в основном за счет вкладов в национальной валюте (на 15,7% г/г), что указывает на сохранение предпочтений в пользу тенговых депозитов в условиях наличия существенного процентного дифференциала. Положительная динамика депозитов в иностранной валюте (рост на 17,8% г/г) объясняется главным образом курсовой переоценкой, тогда как приток новых средств выступал в качестве второстепенного фактора. Норма сбережений домохозяйств⁹ увеличилась в 1 квартале 2025 года, продолжая находиться около исторических максимальных значений. Высокий показатель нормы сбережений коррелирует с долей семей, имеющих сбережения¹⁰. После снижения с пика в октябре 2024 года доля сберегающего населения увеличилась до 25,7% в июле 2025 года. Таким образом, текущая динамика депозитов и сбережений свидетельствует о передаче сигналов денежно-кредитной политики через процентный канал трансмиссионного механизма.

График 34. Кредиты экономике от БВУ (портфель), г/г, %

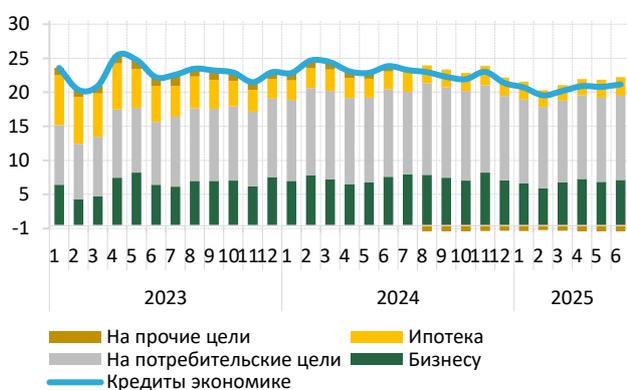


График 35. Депозиты резидентов в депозитных организациях, г/г, %



Источник: НБРК

Долларизация депозитов сохраняется вблизи исторических минимальных отметок.

В июле уровень долларизации депозитов несколько снизился по сравнению с апрелем, составив 22,2% (22,8% в апреле). По депозитам юридических лиц зафиксировано небольшое повышение доли валютных вкладов (на 1,0 п.п.) на фоне ослабления национальной валюты. Вместе с тем, долларизация депозитов физических лиц снизилась до 18,6% (20,2% в апреле), обновив историческое минимальное значение.

3.1.3. Валютный канал

Ослабление тенге усиливает проинфляционное давление.

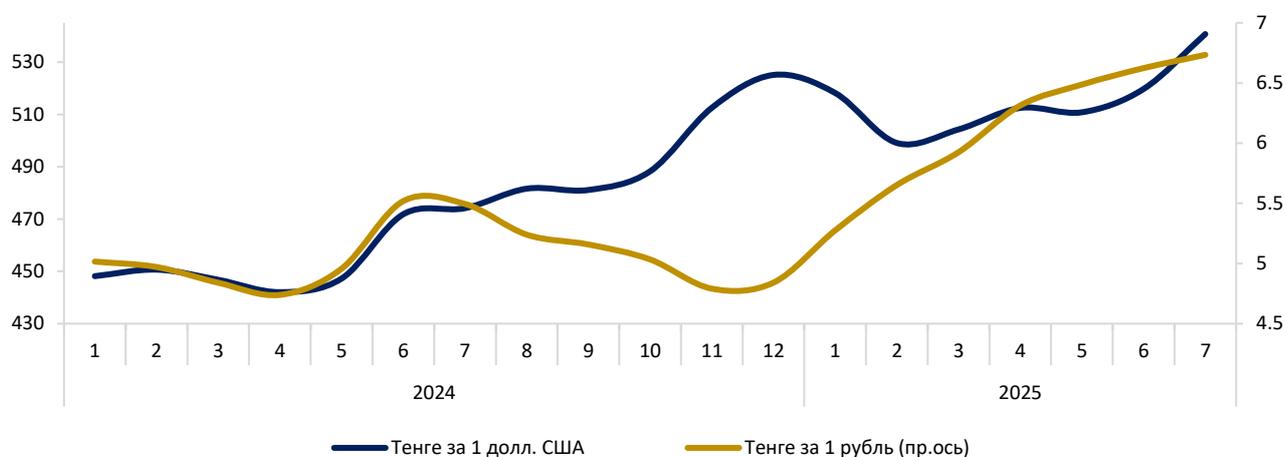
В июле по сравнению с апрелем тенге к доллару США ослаб на 5,5%, к рублю - на 6,7%. Обесценение было связано преимущественно с внутренними факторами, при этом внешние условия оставались относительно благоприятными. Поддержку тенге оказали продажи валюты со стороны НФ и квазигосударственного сектора, зеркалирование операций по покупке золота. Давление на курс формировалось на фоне роста спроса на иностранную валюту под влиянием рыночных, в том числе сезонных факторов на фоне активного освоения бюджетных средств, увеличением выездного туризма и конвертацией средств для выплаты дивидендов по депозитарным распискам крупными компаниями. Одновременное

⁹ Показатель, рассчитанный на основе данных БНС АСПИР РК по следующей формуле: (совокупные доходы домохозяйств - совокупные расходы домохозяйств)/совокупные доходы домохозяйств

¹⁰ В соответствии с опросами населения по инфляционным ожиданиям (<https://nationalbank.kz/ru/page/inflyacionnyye-ozhidaniya>)

ослабление национальной валюты к доллару США и к рублю усиливает имеющееся проинфляционное давление в экономике через валютный канал (график 36).

График 36. Динамика курса тенге к доллару США и российскому рублю



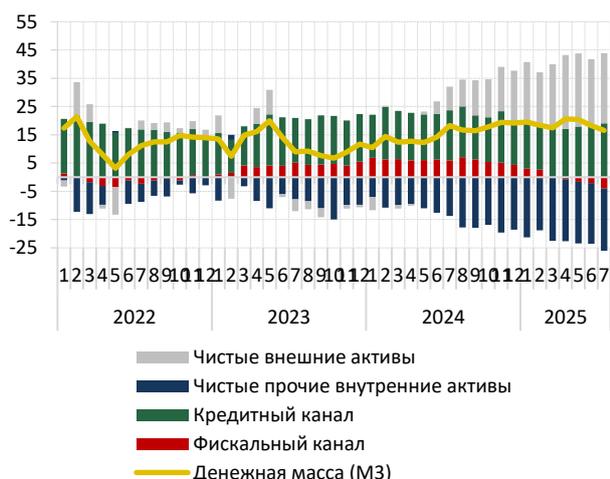
Источник: КФБ

3.2. Денежная масса

Замедление темпов роста денежного предложения.

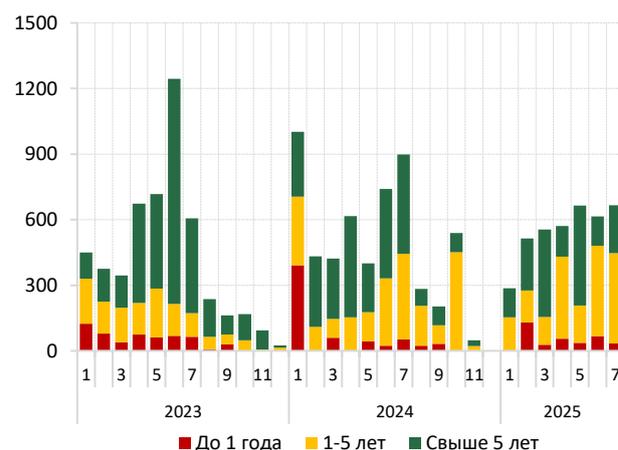
В июле темпы роста общей денежной массы и тенговой составляющей незначительно замедлились в годовом выражении до 16,6% и 16,3%, соответственно (график 37). При этом рост денежного предложения поддерживался расширением кредитования, а также увеличением внешних активов вследствие привлечения Правительством внешнего займа для финансирования дефицита бюджета. В то же время, в мае-июле объем выпуска ГЦБ МФ РК снизился на 4,6% г/г (график 38). Сокращение обусловлено преимущественно долгосрочным сегментом свыше 5 лет (на 25,4%), тогда как в краткосрочном сегменте до 1 года в сегменте от 1 до 5 лет зафиксирован рост (на 14,7% и 19,9%, соответственно).

График 37. Денежная масса, % г/г



Источник: НБРК, КФБ

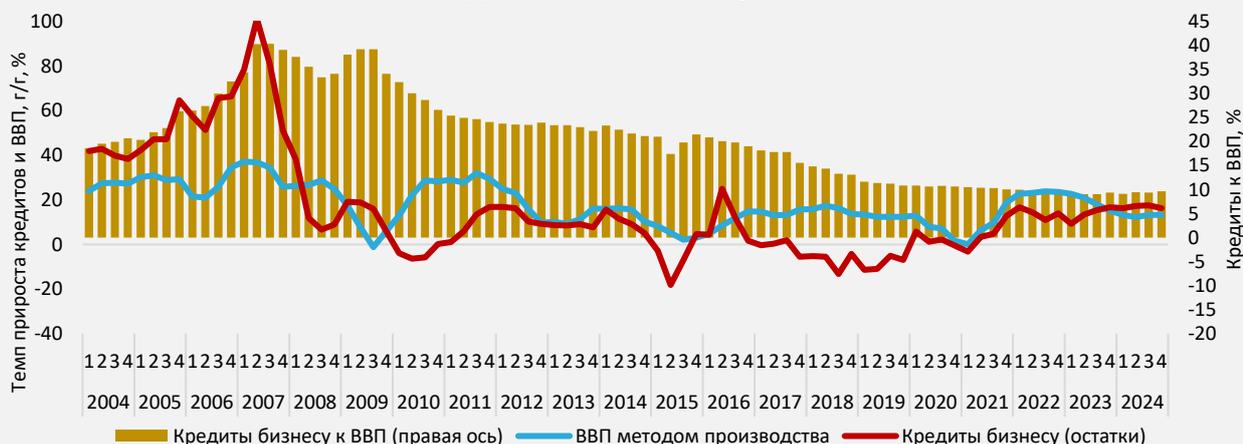
График 38. Объем выпуска ГЦБ МФ РК, млрд. тенге



Бокс 3. Историческая динамика кредитования бизнеса к ВВП: факторы и ограничения при анализе показателя.

Динамика кредитования бизнеса в Казахстане в целом коррелирует с изменением ВВП, однако отличается более высокой волатильностью. В начале 2000-х годов соотношение кредитов бизнесу к ВВП достигло пикового значения 40% в 2007 году, в значительной мере за счет роста кредитования строительства и торговли, что происходило на фоне ипотечного бума и притоков внешнего финансирования. В последующем наблюдалось постепенное снижение показателя, достигнувшего текущих 9,7% к ВВП по итогам 4 квартала 2024 года (рис. 1).

Рис. 1. Динамика банковских кредитов и ВВП



Текущий низкий уровень кредитов к ВВП, особенно по сравнению с другими странами, часто интерпретируется как недостаток инвестиций и длинных денег в экономике. Необходимо отметить, что механическое сравнение банковских кредитов к ВВП с показателем в других странах не всегда точно отражает реальную экономическую ситуацию и может привести к ошибочным или спорным выводам. При интерпретации показателя «кредиты к ВВП» важно учитывать ряд ограничений, поскольку этот показатель формируется под воздействием как кредитного портфеля, так и динамики ВВП.

1. Релевантность показателя «кредиты к ВВП» в условиях преобладания сырьевого сектора и других источников финансирования. ВВП Казахстана во многом формируется за счет сырьевого сектора, который на практике не требует масштабного банковского кредитования и финансируется в основном материнскими компаниями через межфирменные займы, заемные средства от инвесторов и кредитных организаций из-за рубежа. Эти источники не отражаются в банковской статистике Казахстана, что занижает показатель «кредиты к ВВП». На начало 2025 года общая задолженность предприятий составляла 76% от ВВП, из которых на кредиты в расширенном определении приходилось 14%. Таким образом, банковское кредитование является лишь частью системы финансирования бизнеса.

2. Эффект роста номинального ВВП на показатель «кредиты к ВВП». Показатель «кредиты к ВВП» зависит не только от объема кредитования, но и от роста самого ВВП. Например, с 2010 по 2023 годы номинальный ВВП рос быстрее, чем корпоративные кредиты, что во многом объясняется поддержкой государства и в целом благоприятными ценами на нефть. В результате даже при росте кредитования его доля в ВВП снижалась, отражая не сокращение займов, а ускоренный рост экономики в номинальном выражении.

3. Влияние списаний и погашений на кредитование. Показатель «кредиты к ВВП» отражает задолженность (портфель кредитования), которая снижается не только из-за слабой выдачи, но и в результате погашений и списаний, включая очистку балансов банков от проблемных активов. Последствия мирового финансового кризиса привели к накоплению значительного объема неработающих займов в банковской системе, в результате чего с 2017 года была реализована Программа повышения устойчивости банковского сектора, в рамках которой списались неработающие кредиты банков, и, соответственно, очистились банковские балансы, однако с точки зрения статистики это привело к сжатию кредитного портфеля.

4. Шоки динамики кредитования. На динамику кредитования в Казахстане повлияли не только макроэкономические факторы, но и внешние шоки. Так, в 2020 году пандемия COVID-19 вызвала спад деловой активности, и несмотря на меры поддержки, корпоративный портфель сократился на 0,4% г/г. В 2022 году геополитическая напряженность привела к снижению деловой активности и сокращению кредитования со стороны российских дочерних банков (объемы их выдачи упали на 67% г/г), хотя ранее они обеспечивали до четверти от общего выданного кредитного портфеля.

5. Разнонаправленная динамика кредитования по отраслям. В отраслевом разрезе основное снижение корпоративного кредитования относительно ВВП наблюдалась в строительстве, торговле и «других отраслях». В других отраслях, таких как связь, транспорт, сельское хозяйство и промышленность, ярко выраженного нисходящего тренда не наблюдалось. Так, кредитование промышленности исторически не демонстрировало существенного снижения. Более того, динамика кредитов к ВВП с 2021 года демонстрирует признаки стабилизации. Это относится как к общему показателю, так и соответствующим долям кредитования отраслей.

6. Государственные программы финансирования. Значительная часть финансирования экономики в Казахстане осуществляется вне традиционного банковского кредитования через государственные программы, основная часть которых направлена на субсидии, гарантии и льготное кредитование. Например, наиболее заметными получателями государственных (квазигосударственных) кредитов являются отрасли сельского хозяйства, транспорта и обрабатывающей отраслей. Более 2/3 кредитного портфеля сельскохозяйственной отрасли сформировано заемными средствами АО «Аграрная кредитная корпорация» и АО «КазАгроФинанс», а для транспортной и обрабатывающей отраслей за счет кредитов АО «Банк Развития Казахстана» и АО «Фонд развития промышленности» этот показатель составляет более 40%. Однако такие источники не отражаются в банковской статистике по БВУ, из-за чего показатель «кредиты к ВВП» недооценивает реальный уровень финансирования в экономике. Поэтому более репрезентативным может быть показатель расширенного кредитования, включающий кредитование банковского сектора, субъектов квазигосударственного сектора, микрофинансовых организаций и ипотечных организаций¹¹.

7. Собственные средства предприятий и внебанковское финансирование. Кроме заемных средств, важным источником финансирования предприятий являются собственные средства и прибыль, которые обеспечивают 60–70% инвестиций в основной капитал за последние годы. Благодаря этому многие компании способны модернизировать производство и развиваться без значительного привлечения банковских кредитов. Некоторые крупные компании также выходят на фондовый рынок, размещают облигации для привлечения инвестиций, минуя банки.

Таким образом, для объективной оценки показателя «кредиты бизнесу к ВВП» необходимо учитывать влияние номинального роста ВВП, структурные особенности экономики, альтернативные источники финансирования, влияние государственных мер поддержки экономики, макроэкономические и геополитические шоки, а также отраслевые особенности. В этих условиях показатель динамики кредитов к ВВП требует глубокого и всестороннего подхода с учетом всех перечисленных факторов. При этом быстрый вывод на основе исторической динамики показателя может быть в некоторой степени неполноценным.

¹¹ <https://nationalbank.kz/ru/news/kredity-ekonomike-v-rasshirennom-opredelenii/rubrics/2321>