



КОМИТЕТ ПО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Резюме обсуждения решения по базовой ставке, объявленного 29 августа 2025 года

Обсуждения членов Комитета проводились на заседаниях в рамках прогнозного раунда «Август 2025» в период с 25 июля по 29 августа 2025 года.

Прогнозная команда из департаментов денежно-кредитной политики и платежного баланса представила обновленные оценки текущих экономических условий, прогнозы макроэкономических показателей и альтернативные сценарии.

Текущая ситуация

В ходе обсуждения инфляционных процессов члены Комитета отметили, что инфляционное давление остается повышенным и более устойчивым, что не характерно для лета. В июле годовая инфляция удержалась на отметке 11,8%, при этом устойчивые метрики (базовая и сезонно-очищенная) замедлились до 0,8% м/м, но остаются выше среднегодовых значений. Инфляционные ожидания населения в июле выросли до 14,2%. Отмечено расхождение факта и прогноза в продовольственной компоненте, в частности по мясу, фруктам, маслам и жирам, что обусловлено шоками предложения.

Во внутреннем контуре обсуждались признаки перегретого спроса: потребление поддерживается высокими темпами розничного кредитования. Разрыв выпуска, по оценкам, остается в положительной зоне и в 2025-2026 годах закрывается медленно, что указывает на превышение темпов роста спроса над предложением и повышает склонность бизнеса перекладывать издержки в цены. Поддержку спросу в 2025 году обеспечивают фискальные факторы и высокая инвестиционная активность, тогда как эффект фискальной консолидации ожидается позже, начиная с 2026 года.

Внешний фон остается проинфляционным: рост мировых цен на продовольствие и все еще высокая инфляция в России транслируются во внутренние цены. Дополнительно, ужесточились внешние монетарные условия по сравнению с майским прогнозированным раундом за счет пересмотра рыночных ожиданий по траектории снижения ставки ФРС. Члены КДКП согласились, что отчасти это обусловлено влиянием тарифной политики, эффекты которой будут «просачиваться» в цены с лагом. При этом члены комитета отметили, более мягкую риторику ФРС по сравнению с июлем и повышение вероятности снижения ставки, на фоне пересмотра статистики на рынке труда в США.

Курсовой канал усилил давление: недавнее ослабление тенге, в том числе к рублю, формирует «импортируемое» давление на цены и смягчает фактические денежно-кредитные условия. В прогнозах по внешним счетам зафиксировано углубление дефицита текущего счета, предпосылки по нефти сохраняются умеренными.

В совокупности члены Комитета подчеркнули, что баланс рисков остается смещенным в проинфляционную сторону.

Прогнозы

Комитет принял решение уточнить прогнозы на 2025 год, при этом среднесрочные траектории сохранены. Инфляция в 2025 году ожидается в диапазоне 11-12,5% (ранее – 10,5-12,5%); в 2026 году – 9,5-11,5% (без изменений); в 2027 году – 5,5-7,5% (без изменений). Устойчивая часть инфляции приблизится к целевому уровню 5% к концу прогнозного горизонта.

Прогноз экономического роста на 2025 год повышен до 5,5-6,5% на фоне высоких текущих темпов, устойчивого потребительского спроса и активных инвестиций; оценка на 2026 год сохранена на уровне 4-5%. Дополнительно отмечалось, что в 2025-2026 годах рост поддерживается внутренним спросом и нефтяным сектором, а далее будет возвращаться к потенциальным уровням на фоне фискальной консолидации.

Дискуссия о базовой ставке

После рассмотрения текущих условий, обновленных прогнозов и альтернативных сценариев Комитет перешел к обсуждению решения по базовой ставке. В рамках обсуждения были высказаны два подхода:

- повысить ставку и удерживать ее некоторое время, создавая предпосылки для более быстрого снижения в будущем;
- сохранить ставку, дав жесткий сигнал о длительном удержании и готовности к поднятию базовой ставки при повышении инфляции.

Сторонники повышения ставки предлагали разные варианты, основные сводились к повышению ставки на 50 или 100 базисных пунктов. Часть членов Комитета, выступавших за повышение базовой ставки, исходила из того, что инфляционное давление остается устойчивым, а баланс рисков смещен в проинфляционную сторону. По их оценке, для закрепления уверенности в соответствии фактической инфляции ее прогнозной траектории требуется более выраженная жесткость условий уже сейчас.

Отмечалось, что летний период не дал привычного сезонного снижения цен: месячные темпы и устойчивые метрики удерживаются выше средних значений для этого времени года. Это трактовалось как признак высокой «вязкости» цен и того, что недавнее замедление больше было связано с разовыми факторами, а не с реальным охлаждением спроса.

Топливо рассматривалось как ключевой фактор для роста цен и ожиданий. В базовом прогнозе на 2025-2026 годы учтено повышение цен на ГСМ на 12,5% г/г (аналогично росту в 2023 году), при этом, по мнению отдельных членов, есть риск более быстрой фактической динамики, что усиливает требования к четкому антиинфляционному сигналу.

Ряд членов Комитета указывал на перегрев спроса, заметный положительный разрыв выпуска, ускорение продаж и услуг на фоне сильных кредитного и инвестиционного импульсов.

Акцентировалось внимание на роли валютного канала. В частности, рыночная динамика тенге, по их оценке, подкрепляется более слабыми показателями текущего счета и ростом инвестиционного импорта, что ведет к большей волатильности и смягчению фактических ДКУ. Для компенсации предлагалось повысить жесткость денежно-кредитных условий.

Кроме того, отдельно обсуждался альтернативный сценарий менее выраженного ослабления рубля. При его реализации РЭОК смещается в зону недооценки, что на прогнозном горизонте смягчает фактические денежно-кредитные условия. В такой конфигурации более крепкий рубль будет усиливать импортируемую инфляцию. В этих условиях, сценарий более крепкого рубля признан одним из проинфляционных рисков.

Отдельным аргументом выступала трансмиссия: краткосрочные ставки денежного рынка в последние месяцы находятся у нижней границы коридора, денежные агрегаты растут быстрыми темпами, денежно-кредитные условия с учетом реальной ставки и реального курса ближе к мягкой, чем к сдерживающей.

Наконец, указывалось на сигналы финансового рынка, где повышенные доходности на длинном конце кривой и структура спроса на государственные бумаги трактовались как запрос на более явное подтверждение приоритета снижения инфляции.

По совокупной оценке, сторонников повышения перечисленные обстоятельства – стойкость базовой инфляции, чувствительность корзины к ГСМ при риске более быстрого роста цен на бензин, перегретый спрос, смягчение денежно-кредитных условий из-за

ослабления тенге, эффективность трансмиссии и рыночные индикаторы, образуют согласованную аргументацию в пользу ужесточения политики, чтобы охладить перегрев, укрепить якорение ожиданий и снизить будущую «цену» дезинфляции.

Часть членов Комитета, выступавших за сохранение ставки, указывают на то, что инфляция в целом движется в рамках прогнозов: июньская и июльская годовая инфляция – 11,8% – укладывалась в траекторию прогноза НБ, а помесечные темпы базовой инфляции несколько замедлились (до 0,8% в июле). Кроме того, среднесрочные прогнозы инфляции были подтверждены членами КДКП на прежнем уровне.

Некоторые участники предлагали опереться на уже запущенный расширенный набор мер, за пределами базовой ставки: пересмотр условий МРТ, зеркалирование золотовалютных операций, макро- и микропруденциальные меры. Основной аргумент – дать времени этим решениям проявиться и точно добавить фактической жесткости через повышение эффективности инструментов денежного рынка. Это, по их мнению, позволит усилить трансмиссию без избыточного ужесточения денежно-кредитных условий. В частности, по операционному ориентиру констатировалось, что в последние месяцы TONIA часто формировалась у нижней границы коридора, а средний спред к базовой ставке приближался к (-)0,9 п.п. В связи с этим обсуждались практические меры по улучшению трансмиссии: более активная стерилизация ликвидности и повышение эффективности управления ликвидностью квазигоссектора для снижения перекосов на денежном рынке. Эти меры носят сопоставимый характер с монетарной политикой и в комплексе усиливают ее дезинфляционный эффект.

В итоге, по мнению сторонников неизменной базовой ставки указанные факторы свидетельствуют о целесообразности сохранения текущей жесткости денежно-кредитных условий, а возможное дальнейшее их ужесточение требует накопления дополнительных наблюдений, прежде всего по данным за август-сентябрь. При этом члены Комитета, выступавшие за сохранение ставки, поддержали общее мнение о необходимости сохранения жесткого сигнала о готовности действовать при росте инфляции.

Большинство членов Комитета сошлись, что базовую ставку целесообразно удерживать на текущем уровне продолжительное время, сохраняя жесткий сигнал и ориентируясь на поступающие данные, поскольку инфляционное давление остается повышенным. Одновременно подчеркивалась готовность к дополнительному ужесточению при усилении проинфляционных рисков.

По итогам обсуждений Комитет принял решение сохранить базовую ставку на уровне 16,5% годовых с коридором +/- 1 п.п. Решение опирается на уточненные прогнозы и оценку баланса рисков; при сохраняющемся инфляционном давлении Национальный Банк будет поддерживать умеренно жесткие условия длительное время, чтобы закрепить тренд на снижение инфляции и стабилизировать ожидания. При отсутствии в ближайшие месяцы заметного замедления инфляции Комитет рассмотрит возможность повышения базовой ставки на ближайших заседаниях. Дополнительная жесткость ДКП будет обеспечиваться мерами по МРТ, микро- и макропруденциальными мерами, повышением эффективности операционного ориентира (TONIA).

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 и 2027 годов данные оценки повысились, для 2026 года – не изменились.

Мнение каждого члена Комитета основывалось на информации, имевшейся на момент проведения заседания. Это оценка характера денежно-кредитной политики, которая, по

мнению членов Комитета, 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.

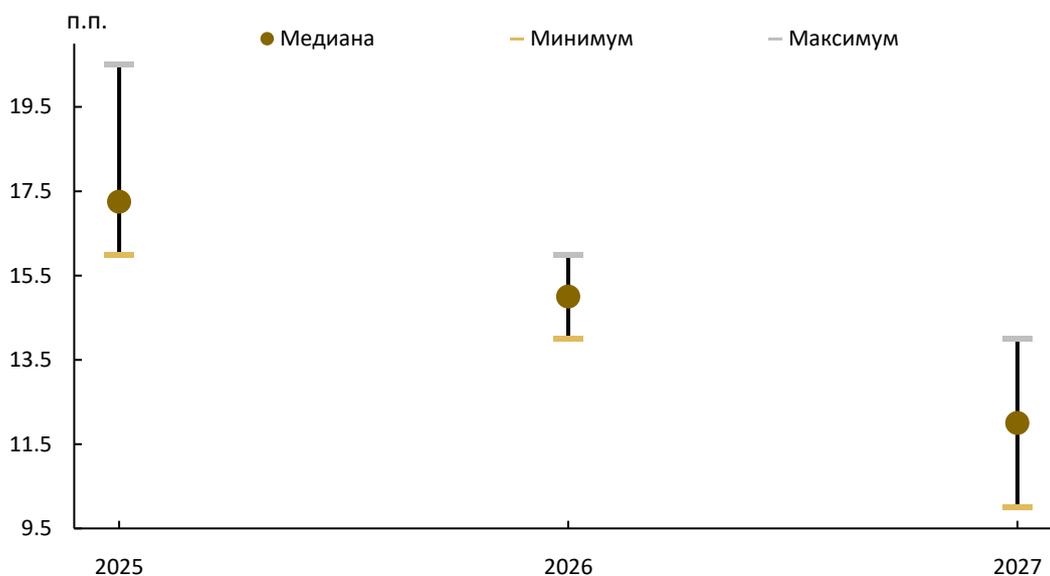
Таблица 1. Оценки траектории базовой ставки

Показатель	Медиана			Диапазон		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Базовая ставка на конец года, %	17,25 (16,5)	15,0 (15,0)	12,0 (11,4)	16,0-20,5 (14,0-18,5)	14,0-16,0 (13,0-17,0)	10,0-14,0 (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 03 сентября 2025 года.