



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



# ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Ноябрь 2025



## **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 макроэкономических показателей подготовлен на основе статистической информации по состоянию на **13 ноября 2025 года**.

# ОГЛАВЛЕНИЕ

---

<b>РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 28 НОЯБРЯ 2025 ГОДА</b>	<b>4</b>
<b>I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ</b>	<b>5</b>
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	11
<b>II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ</b>	<b>13</b>
2.1. Инфляция	13
2.2. Внутренний сектор	15
2.3. Фискальная политика	22
<b>III. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ</b>	<b>25</b>
3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики	25
3.1.1. Процентный канал	25
3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)	26
3.1.3. Валютный канал	29
3.2. Денежная масса	29
<b>БОКСЫ</b>	
Бокс 1. Влияние проведения концертов зарубежных исполнителей в Астане и Алматы на потребительскую активность	18
Бокс 2. Участие Казахстана в глобальных цепочках создания стоимости	20
Бокс 3. Альтернативные источники финансирования: роль расчетов с контрагентами	27
Бокс 4. Анализ наличных денег в обращении (M0)	30

## РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 28 НОЯБРЯ 2025 ГОДА

**Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка принял решение сохранить базовую ставку на уровне 18% годовых с коридором +/- 1 п.п. Решение основывается на результатах прогнозного раунда. В рамках заседания Комитета обновлены прогнозы по инфляции и экономическому росту, а также проведена комплексная оценка текущих макроэкономических тенденций и баланса рисков.**

Инфляционное давление в экономике сохраняется и обусловлено расширением спроса, темпы которого все еще опережают возможности отечественного предложения. Инфляция в октябре несколько замедлилась за счет административного снижения тарифов на ЖКУ. При этом, базовая инфляция значительно не снизилась. Инфляция по продовольственной и непродовольственной компонентам продолжила ускоряться. Краткосрочные инфляционные ожидания выросли и остаются волатильными.

Для стабилизации инфляционных ожиданий и снижения инфляции требуется продолжительная умеренная жесткость денежно-кредитных условий. В условиях высокой базовой инфляции, разъякоренных инфляционных ожиданий, а также неопределенности влияния налоговой реформы на спрос при расширении квазифискального стимулирования в следующем году Национальный Банк не видит пространства для снижения базовой ставки до конца первого полугодия 2026 года.

Прогнозы по инфляции на 2025 год были уточнены и несколько повышены – она ожидается в пределах 12,0-13,0%, на 2026 год – диапазон прогноза расширен до 9,5-12,5%.

Пересмотр связан с более высокими инфляционными ожиданиями и фактической инфляцией, которая складывается выше предыдущих прогнозов. Обновленные прогнозы учитывают более медленный рост регулируемых цен в рамках пересмотра его темпов по схеме «инфляция + 5%» в 2026–2027 годах. Расширение диапазона прогнозов в 2026 году отражает возросшую неопределенность в оценках. Она связана с фактической реализацией налоговой реформы и ее влиянием на совокупный спрос, а также планируемым ростом финансирования со стороны квазибюджетного сектора и его воздействием на экономику.

Прогноз инфляции на 2027 год сохранен. Ожидается ее замедление до 5,5-7,5%.

Постепенное замедление инфляции на прогнозном горизонте будет обеспечиваться сдерживающей денежно-кредитной политикой, налогово-бюджетной консолидацией и мерами, предусмотренными в рамках Программы совместных действий. Проинфляционное влияние будут оказывать усиление спроса на фоне квазифискального стимулирования, дальнейшая либерализация рынка ГСМ и возобновление роста тарифов после I квартала 2026 года.

Риски прогноза инфляции связаны с усилением внутреннего спроса, ускорением внешней инфляции, повышенными инфляционными ожиданиями, а также вторичными эффектами от повышения регулируемых цен по ГСМ и НДС. Еще один важный фактор неопределенности – это финансирование экономики со стороны АО НИХ «Байтерек». Значительный объем квазифискального вливания может усилить инфляционное давление и частично нивелировать эффект предстоящей фискальной консолидации республиканского бюджета.

Прогноз ВВП на 2025 год улучшен с уточнением предыдущих прогнозов до 6-6,5%. Прогноз на 2026 год составит 3,5-4,5% ввиду высокой базы 2025 года и более сдержанным потребительским спросом на фоне налогово-бюджетной реформы и бюджетной консолидации. В 2027 году рост экономики ожидается в диапазоне 4,0-5,0%.

Национальный Банк продолжит оценивать темпы замедления инфляции, реакцию внутреннего спроса, а также эффективность реализации совместных мер, предусмотренных Комплексной программой и Комплексом мер по снижению инфляции.

## I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

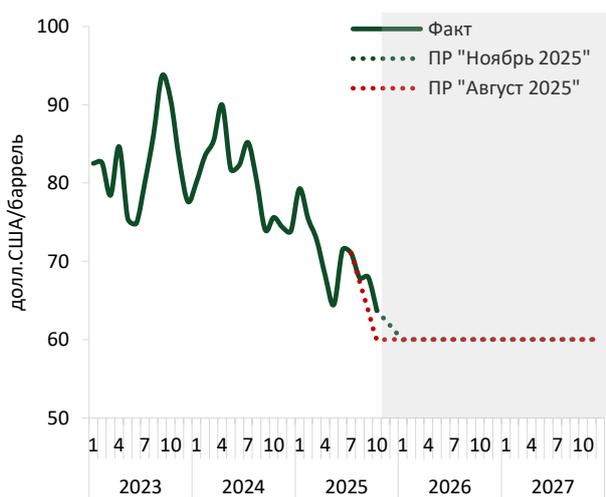
### 1.1. Ключевые внешние предпосылки прогноза макроэкономических показателей

#### 1.1.1. Товарные рынки

Несмотря на опасения переизбытка нефти и эпизодические обострения в торговых отношениях между США и Китаем, цены на нефть марки Brent остаются близкими к базовому сценарию предыдущего прогнозного раунда. Ожидается, что в течение прогнозного периода рынок нефти будет находиться вблизи балансового состояния. Учитывая, что прогнозы по ценам на нефть не изменились существенно с прошлого прогнозного раунда, в рамках прогнозного раунда «Ноябрь 2025» прежние допущения были сохранены.

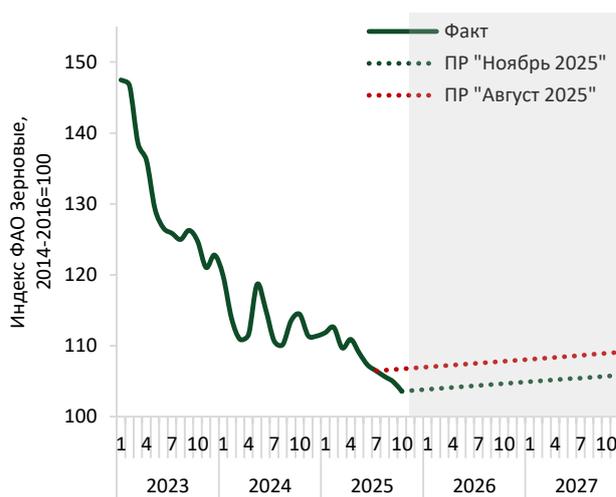
В последние два месяца цены на нефть марки Brent колебались в диапазоне 64-68 долларов США за баррель. Рост цен поддерживался высоким спросом из Китая, улучшением торговых отношений между крупными странами, умеренной нефтедобычей стран ОПЕК+ и выходом сильных макроданных по крупным странам-импортерам нефти. В то же время сдерживающее влияние оказывали геополитические и торговые риски, а также опасения по поводу переизбытка нефти на рынке. Ожидается, что в течение прогнозного периода добыча нефти продолжит увеличиваться в странах Латинской Америки (Бразилия, Аргентина и Гайана) на фоне расширения производственных мощностей. Страны Ближнего Востока, как ожидается, продолжат постепенно ослаблять ранее введенные ограничения. Добыча нефти в США останется на текущих высоких уровнях. Спрос на нефть, по прогнозам, будет постепенно увеличиваться, при этом основной вклад в рост обеспечат Китай и Индия. Ожидается, что цены на нефть с текущих значений снизятся до 60 долларов США за баррель и будут удерживаться на этом уровне до конца прогнозного периода (график 1).

График 1. Базовый сценарий сохранен без изменений – 60 долл. США за баррель.



Источник: EIA, Consensus Ecs., расчеты НБРК

График 2. На прогнозном горизонте цены на зерновые будут расти умеренными темпами.



Источник: UN FAO, расчеты НБРК

**Фактические цены на зерновые сложились ниже ожиданий. На прогнозном горизонте предполагается сохранение умеренного роста цен.**

Структура продовольственного индекса ФАО остается неоднородной: высокие цены на мясо и растительные масла удерживаются на повышенных уровнях, сглаживая общее снижение индекса. Индекс цен на зерновые ФАО в октябре 2025 года снизился на 1,3% (м/м) и был на 9,5% ниже уровня прошлого года. Снижение индекса отражает высокий урожай в странах-

экспортерах и благоприятные виды на новый сезон, что формирует фактические цены ниже наших ожиданий. По прогнозам, предложение пшеницы будет опережать спрос, что приведет к росту запасов и окажет понижающее давление на цены. В то же время более слабый доллар США будет частично поддерживать котировки. На прогнозном горизонте ожидается плавный и умеренный рост цен на зерновые (график 2).

### 1.1.2. Глобальное экономическое развитие и страны-торговые партнеры

**Фактическая экономическая активность в Китае и в ЕС складывается выше прогнозных ожиданий. В России охлаждение экономики продолжается и приводит к более слабым темпам экономического роста, чем ожидалось ранее. На прогнозном горизонте спрос на экспортируемую продукцию, как ожидается, будет умеренным.**

Композитный индекс глобальной деловой активности в октябре 2025 года продолжил рост: увеличиваются объемы производства и количество новых заказов как в секторе услуг, так и в промышленности на фоне стабильного экономического роста стран.

В Китае опережающие поставки поддержали высокие темпы внешней торговли, в результате чего экономический рост оказался несколько выше ожиданий. В ЕС рост также оказался выше прогнозов благодаря высокой инвестиционной активности и устойчивому внутреннему спросу. В России экономика под воздействием санкций и структурных ограничений продолжает охлаждаться, сокращаясь быстрее, чем предполагалось ранее.

Согласно последним прогнозам МВФ<sup>1</sup>, мировая экономика в 2025 году замедлится до 3,2%, а в 2026 году стабилизируется на уровне 3,1%. Прогнозы по росту ВВП Китая немного пересмотрены в сторону повышения благодаря более сильной динамике в текущем году на фоне роста экспорта, а также ожиданиям дальнейших стимулирующих мер со стороны правительства<sup>2</sup>. В ЕС ожидается постепенное восстановление экономики, чему будут способствовать сильный внутренний спрос, высокие государственные расходы на оборону, а также климатические инициативы и инфраструктурные проекты. В России экономика, как прогнозируется, продолжит охлаждаться на фоне санкций и сокращения нефтяных доходов. В то же время поддержку экономической активности окажут потребительский и инвестиционный спрос (график 3).

**Внешнее инфляционное давление, как ожидается, останется повышенным, при этом основной вклад будет приходиться на инфляцию в России.**

Инфляция в большинстве стран остается устойчивой и выше целевых уровней, при этом влияние торговых тарифов на цены пока остается умеренным. Среди торговых партнеров Казахстана высокое инфляционное давление наблюдается в России, что связано с ростом цен на топливо, автомобили и продовольствие. В ЕС инфляция остается относительно стабильной и близкой к целевому уровню. В Китае на фоне слабого внутреннего спроса продолжают наблюдаться дефляционные тенденции.

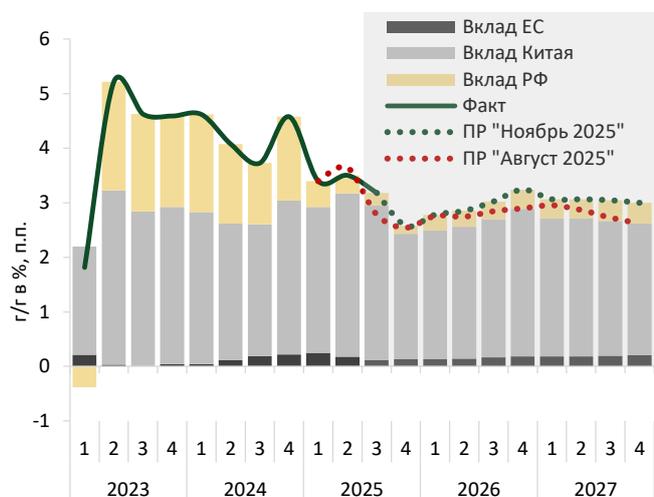
Ожидается, что в Китае на фоне фискальной поддержки, расширения социальных программ и увеличения потребительского кредитования инфляция постепенно восстановится. В ЕС инфляция будет замедляться умеренными темпами. В России инфляция, как и ожидалось, останется выше цели до конца 2026 года на фоне устойчивого внутреннего спроса, роста издержек и высоких инфляционных ожиданий (график 4).

---

<sup>1</sup> МВФ «Перспективы развития мировой экономики», Октябрь 2025

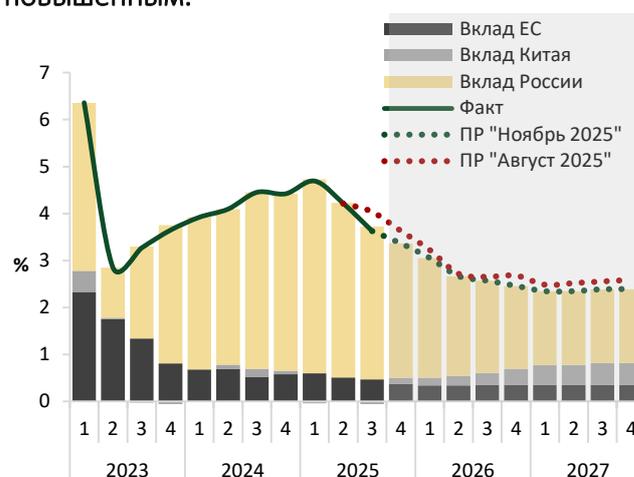
<sup>2</sup> Consensus Ecs.

График 3. Агрегированный внешний ВВП\* – Спрос на экспортируемую продукцию будет расти умеренными темпами.



\*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

График 4. Агрегированная внешняя инфляция\*\* – Внешнее инфляционное давление, как ожидается, останется повышенным.



**В условиях сохраняющейся неопределенности, торговых разногласий и инфляционных рисков внешние монетарные условия в сравнении с предыдущим прогнозным раундом несколько ухудшились.**

На последнем заседании ФРС США ожидаемо снизила ставку на 25 б.п., до 3,75-4,00% годовых. Однако на фоне сохраняющихся инфляционных рисков и признаков охлаждения рынка труда ожидания дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики стали более сдержанными на всем прогнозном горизонте. ЕЦБ сохранил ставку на уровне 2,15% годовых ввиду нахождения инфляции вблизи таргета. Ожидается, что ставки ЕЦБ останутся неизменными в течение продолжительного периода. Банк России снизил ставку до 16,5% годовых. До конца текущего года допускается еще одно снижение при условии дальнейшего замедления инфляции.

## 1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию

Текущая экономическая активность складывается выше ожиданий НБРК в условиях сильного потребительского и инвестиционного спроса, а также роста нефтяного экспорта выше прогноза. Это привело к пересмотру прогноза до конца текущего года: рост ВВП составит 6-6,5%. На фоне складывающейся высокой базы 2025 года, темпы роста экономики на 2026 год пересмотрены в сторону незначительного снижения до 3,5-4,5%. Рост ВВП на 2027 год составит 4-5% (график 5).

Пересмотр годовых прогнозных значений на 2025 год в сторону повышения обусловлен более выраженной потребительской активностью и ускорением динамики нефтяного экспорта. Дополнительный вклад внесло уточнение официальных данных по ВВП за второй квартал 2025 года: квартальный рост был пересмотрен с 6,8% до 7,0% г/г.

В третьем квартале 2025 года основными драйверами роста экономики выступили совокупный спрос, а также нарастающие темпы роста нефтяного экспорта. Показатели добычи нефти превысили ранее ожидаемые уровни, что обусловило пересмотр прогнозов по экспортным поставкам в сторону повышения. Потребительская активность также усилилась, чему могло способствовать оживление на рынке жилья.

График 5. Прогноз роста ВВП на 2025-2026 годы уточнен с учётом сохранения текущей высокой динамики внутреннего спроса и ускорения добычи нефти (г/г, %).



Источник: прогнозы НБРК

До конца 2025 года ожидается, что основными факторами экономического роста в Казахстане останутся внутренний потребительский и инвестиционный спрос в условиях реализации квазифискального стимулирования, а также более высокий, чем ожидалось, нефтяной экспорт. Более высокие темпы роста потребления домашних хозяйств будут обусловлены повышенными инфляционными ожиданиями, связанными с предстоящим повышением ставки НДС в 2026 году. В четвертом квартале текущего года ожидается ускорение темпов роста инвестиционной активности, что связано с реализацией запланированных на 2025 год инвестиционных проектов.

Рост внутреннего спроса будет способствовать увеличению объемов импорта, что будет вносить отрицательный вклад в рост ВВП. Экспорт, по оценкам, в четвертом квартале текущего года будет продолжать демонстрировать высокие темпы роста, чему будет способствовать увеличение объемов добычи нефти на фоне расширения производственных мощностей на месторождении Тенгиз. Дополнительный вклад в усиление экспортной динамики внесет увеличение экспорта зерна в условиях более высоких, чем ожидалось, показателей урожая зерновых культур в 2025 году.

В 2026-2027 годах росту экономики будут способствовать продолжение инвестиционной активности со стороны квазифискального сектора, умеренный потребительский спрос, положительная динамика добычи нефти. В то же время высокая база 2025 года, связанная с рекордными объемами добычи нефти и сильным внутренним спросом, меры фискальной консолидации (рост налоговых поступлений от повышения ставки НДС, отмена ряда налоговых льгот, соблюдение бюджетных правил в части расходов бюджета и выделения трансфертов из НФ РК), а также высокие объемы импорта при реализации инвестиционных проектов будут в некоторой степени ограничивать экономический рост в этот период. В результате, рост экономики в 2026 году замедлится до 3,5-4,5% и ускорится до 4-5% в 2027 году.

**На фоне пересмотра динамики экономической активности в 2025 году разрыв выпуска (процентное отклонение фактического ВВП от потенциального уровня) немного расширился с более медленным закрытием в последующие годы.**

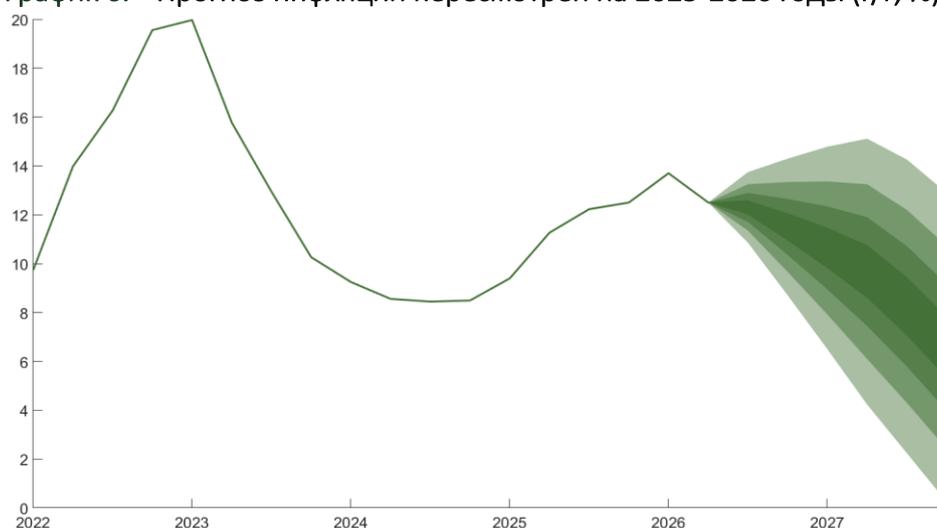
Расширение разрыва выпуска в текущем году сопровождается более выраженным разрывом внутреннего спроса, что приводит к повышенному инфляционному давлению в экономике. К среднесрочному горизонту темпы экономической активности по мере фискальной

консолидации будет постепенно сходить к равновесному уровню и разрыв выпуска достигнет околонулевого уровня.

**Прогноз инфляции на 2025-2026 годы был пересмотрен с учетом ускорения инфляционной динамики в текущем году и повышенных инфляционных ожиданий. Инфляция в 2025 году ожидается в пределах 12,0-13,0%, в 2026 году – 9,5-12,5%, а к 2027 году прогнозируется ее постепенное замедление до 5,5-7,5%. В прогнозах также учитывается более плавное повышение регулируемых тарифов в рамках обновленного графика реформы «инфляция + 5%» на 2026-2027 годы (таблица 1).**

**Более широкий диапазон прогнозов на 2026 год отражает усилившуюся неопределенность, что связано как с предстоящей налоговой реформой и потенциальной реакцией совокупного спроса, так и со значительным увеличением финансирования квазибюджетного сектора, которое будет иметь заметный стимулирующий эффект для экономики (график 6).**

График 6. Прогноз инфляции пересмотрен на 2025-2026 годы (г/г, %).



Источник: прогнозы НБРК

К концу 2025 года ожидается ускорение продовольственной инфляции в связи с удорожанием цен производителей и высокими мировыми ценами на отдельные товары. В конце 2025 года цены на непродовольственные товары будут формироваться под давлением фискального стимулирования, высоких импортных цен и повышенного спроса ввиду предстоящего повышения ставки НДС. В октябре текущего года правительство объявило о моратории на повышение цен на АИ-92, дизельное топливо и регулируемые ЖКУ до конца первого квартала 2026 года. Тем не менее, вторичные эффекты от повышения цен на ГСМ и ЖКУ в 2025 году продолжают оказывать общее проинфляционное давление.

В 2026 году риски ускорения инфляции сохранятся в связи со вступлением в силу решения о повышении ставки НДС с 12% до 16%.

Возобновление мер по либерализации рынка ГСМ и реформы на рынке ЖКУ во втором квартале 2026 года формирует существенное косвенное инфляционное давление и может привести к сохранению повышенных инфляционных ожиданий.

Кроме того, сохраняется значительная неопределенность, связанная с возможным квазифискальным стимулированием, что повышает риски влияния на совокупный спрос и усиления инфляционного давления. Это повлияло на повышение верхней границы прогнозов в 2026 году. Значительный объем квазифискального вливания со стороны АО НИХ «Байтерек», направленный на поддержку экономического роста, может частично снизить эффект от планируемой фискальной консолидации. Последняя предполагает соблюдение бюджетного

правила и сокращение трансфертов из Национального фонда, однако дополнительный стимул со стороны квазибюджетного сектора способен смягчить её влияние.

В то же время замедлению инфляции будет способствовать постепенная стабилизация инфляционных ожиданий вследствие умеренно жесткой денежно-кредитной политики НБРК, фискальная консолидация, антиинфляционные меры, предпринимаемые в рамках Программы совместных действий Правительства, НБРК и АРРФР, а также постепенное приближение инфляции в странах – торговых партнерах Казахстана к своим целевым значениям.

При этом влияние реформ в сфере ЖКУ и дерегулирование на рынке ГСМ продолжают оказывать инфляционное давление. С учетом влияния всех указанных факторов инфляция будет медленно приближаться к своему таргету 5%. Однако базовая инфляция, исключая влияние временных факторов, приблизится к целевому уровню в 2028 году.

**Таблица 1. Прогнозы по базовому сценарию**

	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>6-6,5</b> (5,5-6,5)	<b>3,5-4,5</b> (4-5)	<b>4-5</b> (3,5-4,5)
<b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>	<b>12-13</b> (11-12,5)	<b>9,5-12,5</b> (9,5-11,5)	<b>5,5-7,5</b> (5,5-7,5)
<b>Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год</b>	<b>69</b> (68)	<b>60</b> (60)	<b>60</b> (60)

**Таблица 1 (а). Прогнозы по пессимистичному сценарию**

	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>6-6,5</b> (5-6)	<b>3-4</b> (3,5-4,5)	<b>3,5-4,5</b> (3,5-4,5)
<b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>	<b>12-13</b> (11,8-13,3)	<b>10-13</b> (10,2-12,2)	<b>6-8</b> (6-8)
<b>Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год</b>	<b>67</b> (61)	<b>40</b> (40)	<b>40</b> (40)

**Таблица 1 (б). Прогнозы по оптимистичному сценарию**

	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>ВВП, г/г, %</b>	<b>6-6,5</b> (5,8-6,8)	<b>4-5</b> (4-5)	<b>4-5</b> (3,5-4,5)
<b>ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %</b>	<b>12-13</b> (10,5-12)	<b>9-12</b> (8,5-10,5)	<b>5,5-7,5</b> (5-7)
<b>Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год</b>	<b>71</b> (74)	<b>80</b> (80)	<b>80</b> (80)

Источник: прогнозы НБРК

### 1.3. Риски в среднесрочной перспективе

**Сохраняются риски отклонения инфляции от траектории постепенного снижения, что обуславливает поддержание умеренно жестких денежно-кредитных условий (график 7).**

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом баланс рисков не претерпел существенных изменений, риски для повышения инфляции остаются высокими.

Несмотря на временное приостановление роста цен на регулируемые ЖКУ и ГСМ, риски незаякорения инфляционных ожиданий остаются высокими из-за возможного догоняющего роста цен в последующие периоды и предстоящего повышения ставки НДС.

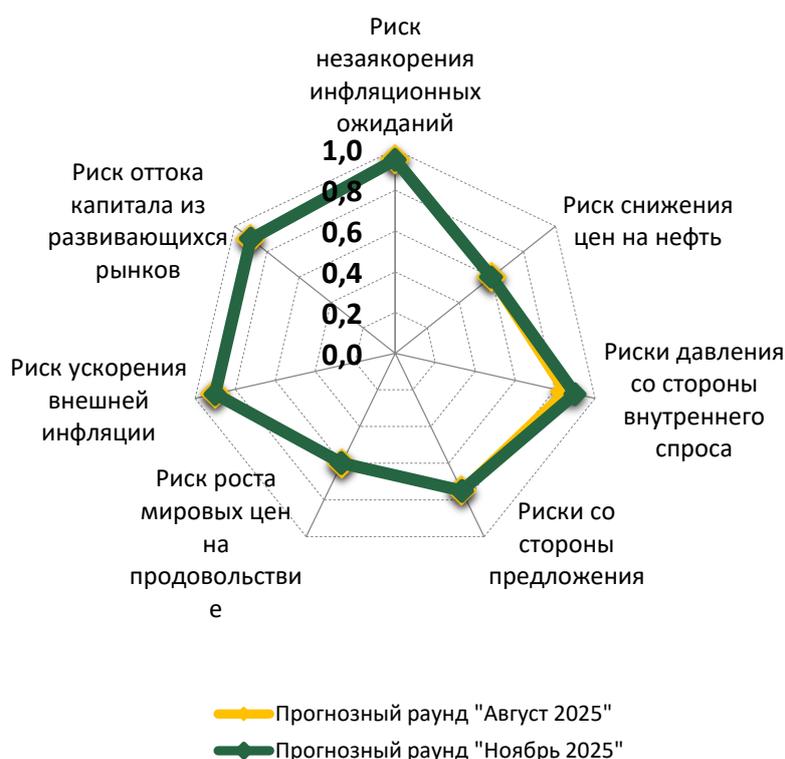
Неопределенность вторичных эффектов от проводимых реформ обуславливает риск шоков со стороны предложения.

Несколько усилились риски давления со стороны внутреннего спроса вследствие существенного расширения инвестиционной активности, финансируемой со стороны квазифискального сектора в текущем году и далее. Данное стимулирование будет в некоторой степени компенсировать планируемую фискальную консолидацию и может усилить дисбаланс между спросом и предложением в экономике.

Что касается внешних факторов риска, то они также продолжают находиться на высоком уровне. Глобальная неопределенность касательно параметров взаимной торговой политики, сохраняющаяся геополитическая напряженность, усиление политических и экономических санкций одних стран по отношению к другим могут значительно повысить внешнюю инфляцию, привести к снижению спроса и, соответственно, цен на нефть и вызвать отток капитала с рынков развивающихся стран. Это может привести к значительному повышению инфляции.

В то же время 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.

График 7. Баланс рисков смещен в проинфляционную сторону.



#### 1.4. Прогноз текущего счета платежного баланса

Согласно базовому сценарию уровни дефицита текущего счета платежного баланса будут складываться глубже показателя прошлого года. Прогнозное углубление дефицита текущего счета предопределяется сценарным снижением цен на нефть и растущими объемами потребления импорта.

Прогноз текущего счета платежного баланса пересмотрен незначительно (таблица 2) ввиду уточнения оценок по торговому балансу.

Экспорт товаров будет расти умеренно вследствие воздействия разнонаправленных факторов. Несмотря на рост добычи на месторождении Тенгиз, сценарное снижение цен на

нефть по сравнению с 2024 годом будет сдерживать увеличение объемов нефтяного экспорта. В свою очередь, рост ненафтяного экспорта будет поддержан высокими мировыми ценами на цветные металлы и уран, а также стабильным внешним спросом на казахстанскую металлическую и сельскохозяйственную продукцию, в основном на зерновые и продукты их переработки. Таким образом, в среднесрочной перспективе объемы экспорта прогнозируются в диапазоне 24,2%-26,4% к ВВП (77,1-80 млрд. долл. США) (график 8).

Рост внутреннего спроса на импортную продукцию продолжится. Высокие уровни импорта будут обусловлены ограниченностью объемов казахстанского производства для удовлетворения увеличивающегося потребления населения и корпоративного сектора, значительной зависимостью национальной промышленности от зарубежных промежуточных и инвестиционных товаров, а также реализацией государственных индустриальных и инфраструктурных программ. Устойчивый спрос на импортные поставки будет финансироваться собственными и заемными средствами, а также фискальными и квазифискальными расходами. В результате, импорт товаров в 2025-2027 годах прогнозируется на уровне 21,2%-21,6% к ВВП (65,4-69,4 млрд. долл. США).

Дефицит баланса доходов на прогнозном горизонте сохранится на текущих уровнях. Высокие объемы доходов к выплате прямым иностранным инвесторам будут поддерживаться ростом добычи нефти и цен на металлы. В результате, дефицит баланса доходов в 2025-2027 годах составит (-)7%-(-)8% к ВВП ((-)22,7-(-)24,3 млрд. долл. США).

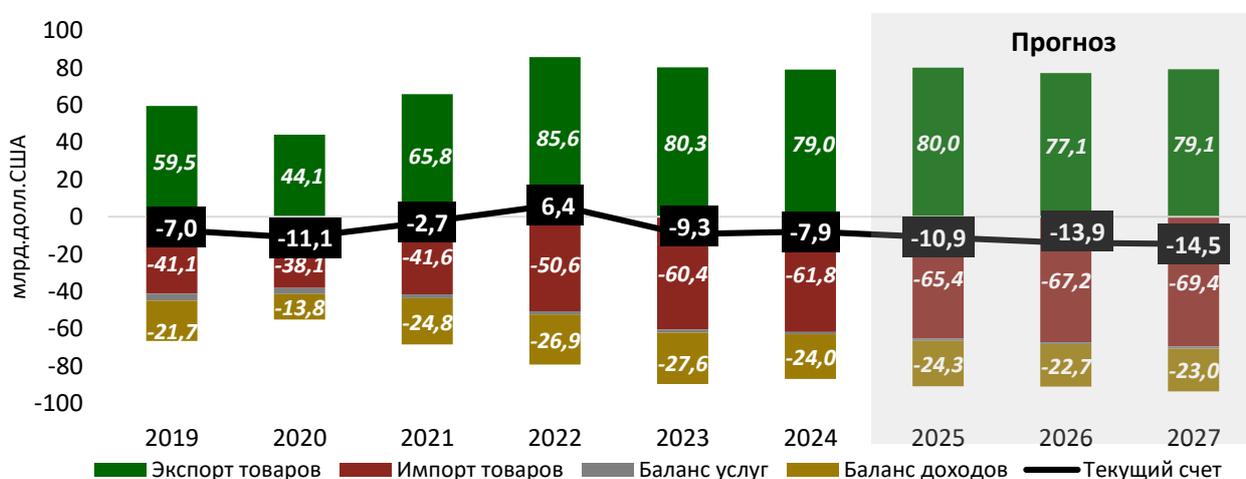
Дефицит баланса услуг умеренно углубится в среднесрочной перспективе. Экспорт услуг будет расти преимущественно за счёт расширения транзита грузов через территорию Казахстана, а также роста количества въехавших нерезидентов из приграничных стран. Импорт услуг также увеличится из-за роста транспортных услуг, обусловленного увеличением импорта товаров, и роста выездного турпотока. В результате, дефицит баланса услуг на прогнозном периоде составит (-)0,4% к ВВП ((-)1,2-(-)1,3 млрд. долл. США).

Таблица 2. Прогноз текущего счета платежного баланса

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

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

График 8. Декомпозиция текущего счета платежного баланса



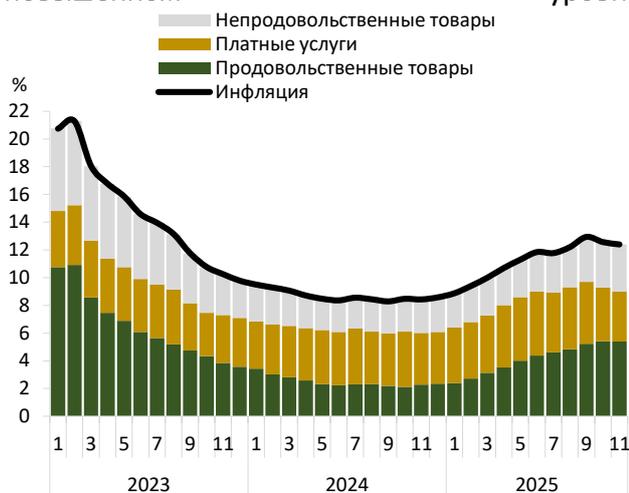
Источник: прогноз НБРК

## II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

### 2.1. Инфляция

В ноябре годовая инфляция замедлилась до 12,4%. Это было обусловлено замедлением темпов роста цен на платные услуги в результате административного снижения цен на отдельные регулируемые услуги. Продовольственная инфляция продемонстрировала незначительное замедление, тогда как рост цен на непродовольственные товары продолжил ускоряться.

График 9. Годовая инфляция сохраняется на повышенном уровне.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

Годовой темп инфляции продолжил замедляться и в ноябре 2025 года составил 12,4% (график 9). Тем не менее сохраняется значительное проинфляционное давление как со стороны внешних, так и внутренних факторов. К числу внешних факторов относятся сохранение высоких мировых цен на отдельные виды продовольствия, высокая инфляция в России. Среди внутренних факторов ключевыми остаются устойчивый потребительский спрос, меры фискального стимулирования, вторичные эффекты от реформ на рынке ГСМ и регулируемых ЖКУ, а также повышенные и волатильные инфляционные ожидания, которые среди прочих факторов

обусловлены предстоящим повышением НДС в 2026 году. Кроме того, на фоне роста издержек производства и высокого объема экспорта отмечается рост цен на отдельные виды продукции в пищевой промышленности и в сельском хозяйстве.

Главным драйвером высокой инфляции остается продовольственная компонента, где годовой рост цен в ноябре 2025 года составил 13,4%. Рост цен на продукты питания обусловлен высокими объемами экспорта, ростом стоимости импортной продукции и увеличением цен производителей. В частности, высокие мировые цены на мясо и растительные масла продолжают стимулировать экспорт, сокращая предложение на внутреннем рынке и повышая внутренние цены. Одновременно с этим отмечается некоторое снижение производства молока, что создает давление на цены. Кроме того, дополнительное давление на цены продовольственных товаров оказывает высокая стоимость импортных поставок таких продуктов, как рыба и морепродукты, чай, кофе и какао.

Годовая инфляция на непродовольственные товары составила 11,2% в ноябре 2025 года. Основным драйвером непродовольственной инфляции выступает рост цен на ГСМ в условиях дерегулирования топливного рынка. Помимо прямого воздействия, рост цен на ГСМ, как и повышение тарифов на регулируемые услуги ЖКХ, оказывает существенное косвенное влияние на широкий круг товаров и услуг. Это обусловлено тем, что данные категории товаров, во-первых, являются «маркерными» и усиливают инфляционные ожидания, а во-вторых, входят в структуру издержек во многих секторах экономики, что приводит к росту себестоимости и, соответственно, конечных цен.

Несмотря на замедление, рост цен на услуги продолжает оказывать значительный вклад в общую инфляцию. В ноябре 2025 года годовой рост цен на услуги замедлился до 12,3% против 12,9% в октябре. Основным фактором замедления стало снижение цен на регулируемые услуги ЖКХ в октябре-ноябре 2025 года в рамках реализации антикризисных мер

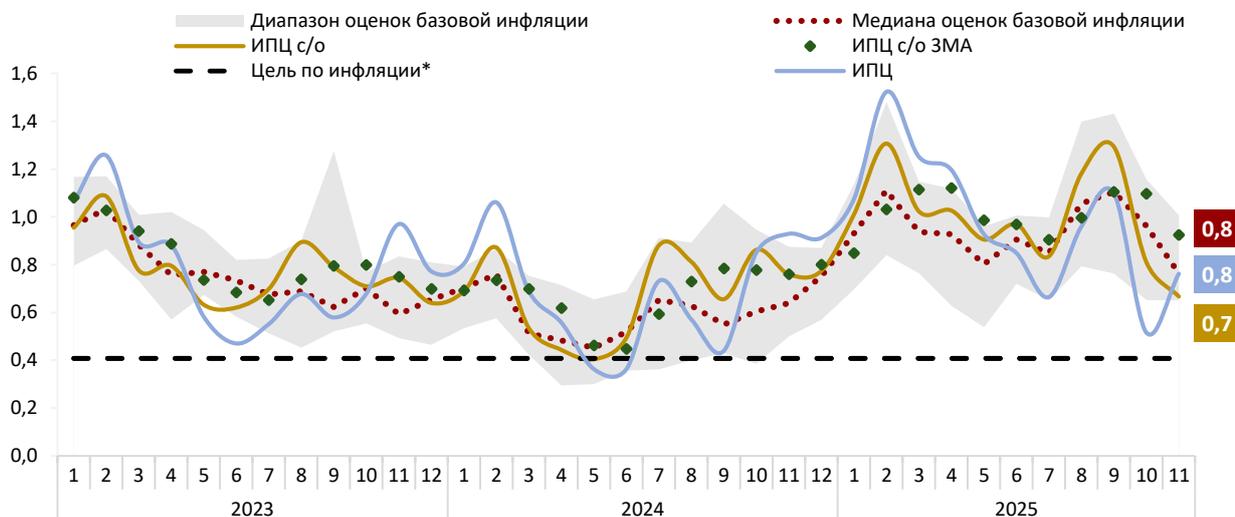
Правительства. В результате, годовой рост тарифов на регулируемые ЖКУ существенно замедлился с 30,4% в сентябре 2025 года до 6,8% в ноябре 2025 года.

В то же время на фоне устойчивого потребительского спроса и общего роста цен сохраняются высокие темпы удорожания рыночных услуг – в ноябре 2025 года они составили 13%. Наибольший вклад в повышение цен в данном сегменте в ноябре внесли услуги парикмахерских, общественное питание, аренда жилья, услуги образования, не подразделенное по ступеням.

**В ноябре 2025 года сезонно очищенная и базовая инфляция замедлилась по сравнению с предыдущим месяцем. Однако данные показатели сохраняются на высоком уровне. Такая динамика указывает, что устойчивая компонента инфляции остаётся повышенной, а проинфляционное давление в экономике сохраняется.**

В ноябре 2025 года месячная сезонно скорректированная инфляция составила 0,7% (0,8% в октябре), что соответствует аннуализированному росту на уровне 8,3% (10,2%) (график 10). Медианная оценка базовой инфляции сложилась на уровне 0,8% в месячном выражении (1%), или 9,6% (12,2%) в аннуализированном пересчете. Сезонно очищенная инфляция снизилась преимущественно за счёт снижения тарифов на регулируемые услуги ЖКХ. Сохранение сезонно-очищенной и базовой инфляции на высоком уровне свидетельствует о том, что фундаментальное инфляционное давление остаётся высоким и имеет широкий характер. Таким образом, устойчивая часть инфляции остается на повышенном уровне и указывает на сохраняющиеся в экономике проинфляционные процессы. Дополнительно следует отметить сужение диапазона оценок базовой инфляции за счет снижения верхней границы, что указывает на снижение волатильности устойчивой части инфляции в сторону более умеренных оценок.

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.

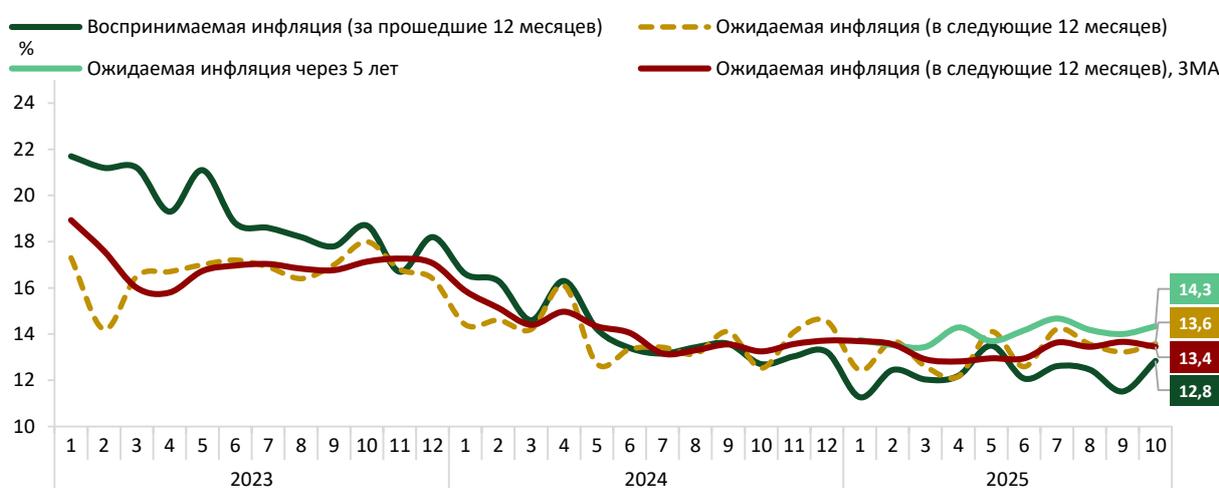
**Краткосрочные и долгосрочные инфляционные ожидания в октябре 2025 года вновь выросли, на фоне восходящей динамики воспринимаемой инфляции и сохраняющейся неопределённости у респондентов.**

Краткосрочные инфляционные ожидания в октябре 2025 года составили 13,6% (в сентябре 13,2%) (график 11). Сглаженный трёхмесячный показатель в октябре 2025 года составил 13,4%. Среди факторов будущего роста цен респонденты чаще всего отмечали подорожание продуктов питания, коммунальных услуг, бензина и дизельного топлива, а также изменение обменного курса. На фоне большого количества проинфляционных факторов уровень

неопределённости в оценках остаётся высоким. Значительная часть респондентов затрудняется количественно оценить динамику цен на горизонте одного года. Однако даже среди респондентов, выбравших вариант «затрудняюсь ответить», преобладает ожидание сохранения текущих темпов инфляции либо её последующего ускорения. Это может быть обусловлено обеспокоенностью ростом цен на отдельные товары и услуги, а также ожиданием повышения ставки НДС в начале следующего года.

Ожидаемая инфляция на пятилетнем горизонте составила 14,3% (в сентябре 14,0%). При этом уровень неопределённости по долгосрочным оценкам заметно ниже, что отражает более устойчивые и уверенные взгляды респондентов по сравнению с краткосрочными прогнозами. С начала года динамика воспринимаемой инфляции характеризуется волатильностью и не демонстрирует признаков устойчивого замедления. На фоне сохраняющейся высокой фактической инфляции и отмечаемых факторов будущего роста цен инфляционные ожидания населения продолжают формироваться на повышенном уровне.

График 11. Краткосрочные и долгосрочные инфляционные ожидания вновь увеличились



Источник: FusionLab: опрос населения

## 2.2. Внутренний сектор

По оперативным данным БНС АСПР РК, за девять месяцев 2025 года экономика Казахстана продемонстрировала устойчивый рост: реальный ВВП увеличился на 6,3% г/г, превысив ожидания Национального Банка. Ускорение деловой активности было обеспечено более интенсивной, чем прогнозировалось, реализацией потребительского спроса, а также увеличением добычи и экспорта нефти сверх ожидаемых значений. Дополнительный вклад в рост экономики также внесли высокие показатели урожая зерновых культур. Инвестиционная активность сохраняет высокие темпы, что сопровождается ростом импорта (графики 12, 13).

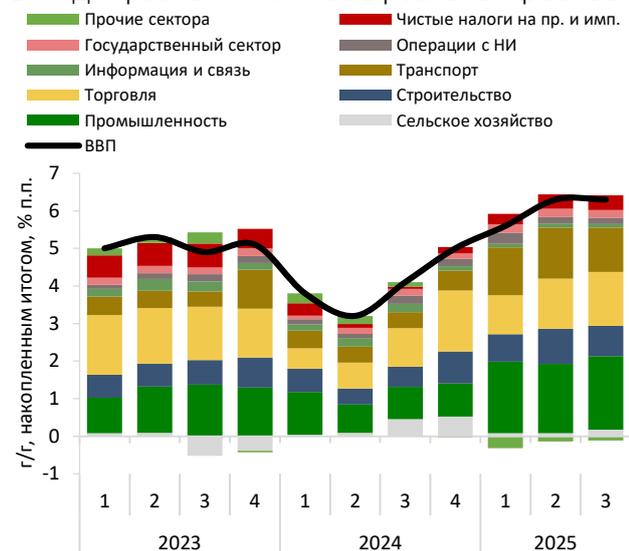
Несмотря на расширение деловой активности, совокупный спрос превышает свои равновесные показатели и опережает темпы роста предложения, что формирует повышательное давление на цены в экономике.

В третьем квартале 2025 года высокие темпы роста экономики были обеспечены одновременным увеличением производства товаров и расширением объема предоставленных услуг. Существенный вклад в общую динамику внес сырьевой сектор. Рост добычи нефти на месторождении Тенгиз привел к структурному переходу отрасли на более высокий уровень выпуска, что способствовало увеличению экспортных поставок нефти. Увеличение производственной активности в нефтяном секторе транслировалось в смежные отрасли, усиливая мультипликативный эффект в экономике. Позитивное влияние отмечается

в торговле и транспорте благодаря росту грузооборота, включая увеличение объемов услуг оптовой торговли и трубопроводного транспорта.

График 12. В январе-сентябре 2025 года рост экономики был обеспечен расширением деловой активности во всех ключевых отраслях.

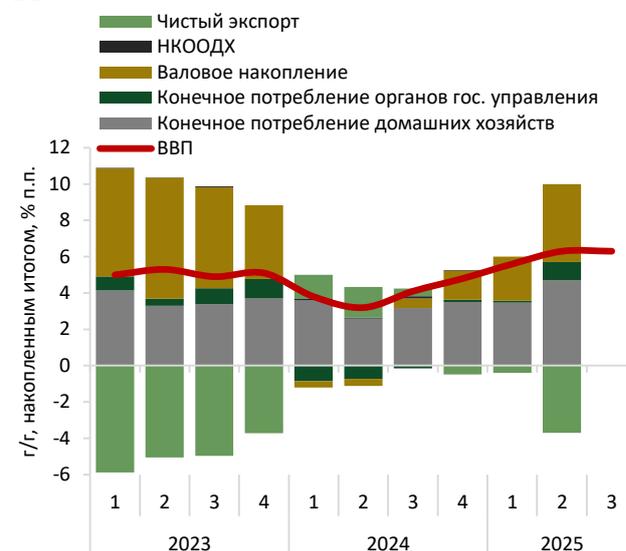
Вклад отраслей и налогов в реальный рост ВВП



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 13. Основным драйвером роста экономики со стороны потребления остается потребительский и инвестиционный спрос.

Вклад компонентов спроса в реальный рост ВВП



Рост объемов строительства отражает активное развитие жилищных проектов, стимулируемых устойчивым спросом со стороны домашних хозяйств и доступностью льготных программ кредитования. Положительный вклад также обеспечивает строительство объектов нежилого назначения, включая производственные и инфраструктурные сооружения.

В обрабатывающей промышленности основными драйверами выступили машиностроение за счет выпуска легковых автомобилей и специальной техники, а также производство продовольственных товаров. Рост внешнего спроса на готовую продукцию способствует расширению производства и поддерживает экономическую динамику, однако одновременно оказывает давление на внутренние цены. Рекордная урожайность обеспечила высокий сбор зерновых культур при сокращении посевных площадей, что свидетельствует о повышении эффективности в сельском хозяйстве. В то же время снижение запасов фуражного зерна может привести к росту себестоимости продукции животноводства в среднесрочной перспективе.

Расширение выпуска товаров сопровождалось ростом товарооборота продовольственной и непродовольственной продукции, а также продолжающимся расширением сектора услуг. Положительная динамика розничной торговли, пассажирооборота и широкого спектра услуг, включая услуги общественного питания и индивидуальные услуги, подтверждает устойчивость потребительского спроса.

Реальные темпы роста розничного товарооборота в третьем квартале текущего года составили 7,7% в годовом выражении. Значительный вклад в рост продолжает вносить сегмент непродовольственных товаров, объем торговли которыми увеличился на 7,3% г/г в реальном выражении. Рост спроса в этом сегменте частично связан с повышением активности на рынке жилья, динамика которого в значительной степени определяется увеличением объемов ипотечного кредитования (графики 14, 15).

График 14. Динамика розничного товарооборота подтверждает устойчивость потребительского спроса.

Вклад компонентов розничного товарооборота в рост



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 15. Рост активности на рынке жилья способствует расширению спроса населения на непродовольственные товары.

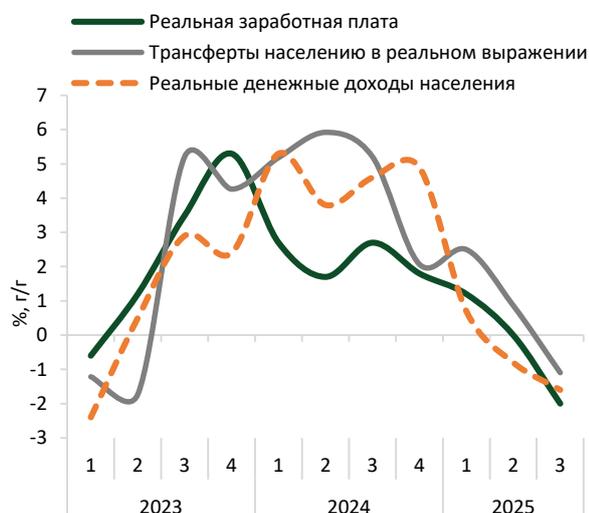
% м/м с.о. в реальном выражении



Несмотря на устойчивую динамику потребительского спроса, темпы роста источников потребления населения продолжают снижаться с начала года, в том числе в условиях ускорения инфляции. В третьем квартале текущего года реальные заработные платы снизились на 2% в годовом выражении. Реальные доходы населения также продолжили снижаться, достигнув максимального с февраля 2023 года сокращения на 1,7% г/г в сентябре текущего года. Объем бюджетных трансфертов населению уменьшился в третьем квартале 2025 года (график 16).

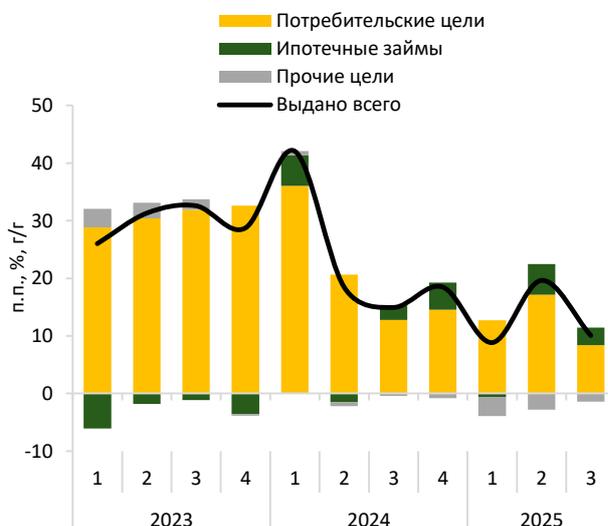
В этих условиях дополнительным каналом поддержки роста потребительского спроса остается кредитование. В третьем квартале 2025 года объемы кредитования населения увеличились на 10% г/г, при этом основная часть прироста по-прежнему приходится на потребительские займы (график 17).

График 16. Источники потребления населения демонстрируют сокращение в реальном выражении.



Источник: БНС АСПР РК, МФ РК, расчеты НБРК

График 17. Основным драйвером роста выдачи займов населению остаются кредиты на потребительские цели.



### Бокс 1. Влияние проведения концертов зарубежных исполнителей в Астане и Алматы на потребительскую активность

В международной практике влияние массовых культурных событий на экономическую активность изучается уже несколько десятилетий. В начале 2000-х годов получила развитие концепция *Rockonomics*, анализирующая экономические эффекты концертной индустрии<sup>3</sup>, а в последние годы эта литература получила новое направление – *Swiftonomics*<sup>4</sup>. Оба подхода рассматривают массовые культурные события как факторы, способные усиливать экономическую активность в отдельных городах. Массовые культурные события способны стимулировать локальное потребление как через приток туристов, так и за счет увеличения внутреннего спроса со стороны местных жителей на фоне общего роста досуговой активности в городе.

В Казахстане подобные эффекты могли быть актуальны, например, в третьем квартале 2025 года в связи с проведением концертов известных мировых исполнителей (Jennifer Lopez, Backstreet Boys) в Астане и Алматы, что потенциально способствовало локальному увеличению потребительской активности.

Для идентификации эффекта была использована панельная регрессия с фиксированными эффектами по регионам и периодам. Это позволяет проконтролировать неизменяемые региональные характеристики и общеэкономические шоки. Стандартные ошибки были скорректированы методом кластеризации по регионам. Анализ проводился на основе сезонно скорректированных данных в реальном выражении. Дополнительно был использован фильтр HP для исключения общего равновесного тренда для каждого региона.

Результаты показали, что проведение концертов сопровождалось статистически значимым увеличением потребительской активности в сфере услуг общественного питания, а влияние на розничную торговлю оказалось ограниченным. Согласно полученным оценкам, проведение концертов мировых исполнителей привело к увеличению разрыва объема предоставленных услуг общественного питания на 5-11% в зависимости от исполнителя и города проведения.

Наиболее выраженные эффекты наблюдались в г.Астана: проведение концертов повысило разрыв предоставленных услуг общественного питания примерно на 8,4%. Эффект от проведения концерта Backstreet Boys в г.Астана оказался несколько выше по магнитуде как для объема услуг, так и для розничной торговли. Важно учесть, что в период проведения данного концерта в г.Астана проходили и другие массовые мероприятия (Astana Finance Days), что могло дополнительно усилить локальную активность на рынке общественного питания. Во всех спецификациях для услуг общественного питания наблюдается высокий коэффициент при лаге зависимой переменной, что свидетельствует о выраженной инерционности в динамике отрасли. Проверка со случайными «ложными» событиями в других периодах и регионах подтвердила устойчивость результатов (Таблица 1).

**Таблица 1. Результаты оценки влияния концертов зарубежных исполнителей на показатели спроса**

Переменная	Услуги общественного питания ( $Service_{r,t}$ )			Розничная торговля ( $Trade_{r,t}$ )		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
$Service_{r,t-1}/$ $Trade_{r,t-1}$	0,737*** (0,092)	0,737*** (0,092)	0,737*** (0,092)	0,256*** (0,07)	0,256*** (0,07)	0,256*** (0,07)
<b>Концерт Jennifer Lopez</b>	0,083*** (0,026)				0 (0,017)	
<b>Концерт Backstreet Boys</b>	0,076** (0,036)				0,015 (0,015)	
<b>Концерт в Астане</b>		0,084*** (0,012)		0,016 (0,012)		
<b>Концерт в Алматы</b>		0,075*** (0,15)		0 (0,01)		
<b>Концерт Jennifer Lopez в Астане</b>			0,053*** (0,015)			0 (0,015)

<sup>3</sup> Connolly, M., & Krueger, A. B. (2006). *Rockonomics: The economics of popular music*. Handbook of the Economics of Art and Culture, 1, 667-719; Krueger, A. B. (2019). *Rockonomics: How the music industry can explain the modern economy*.

<sup>4</sup> Dahlberg, K., DeWind, S., Geerling, W., Green, A., & Mateer, G. D. (2024). *Swiftonomics: Using Taylor Swift to Teach Supply and Demand and Foreign Exchange Rates*. Available at SSRN 4721864.

<i>Концерт Jennifer Lopez в Алматы</i>			0,113*** (0,016)			0 (0,017)
<i>Концерт Backstreet Boys в Астане</i>			0,115*** (0,019)			0,027** (0,012)
<i>Концерт Backstreet Boys в Алматы</i>			0,037 (0,023)			0,002 (0,012)
<i>FE* по регионам</i>	Да	Да	Да	Да	Да	Да
<i>FE по месяцам</i>	Да	Да	Да	Да	Да	Да
<i>Константа</i>	0***	0***	0***	0***	0***	0***
<i>Количество наблюдений</i>	780	780	780	780	780	780
<i>R<sup>2</sup></i>	<b>0,57</b>	0,57	0,57	0,17	0,17	0,17

\*FE – fixed effects (фиксированные эффекты)

Источник: расчеты автора

Примечание: в скобках указаны стандартные ошибки.

\*p < 0,1, \*\*p < 0,05, \*\*\*p < 0,01

Проведенный анализ показал, что массовые культурные события имеют статистически значимое положительное влияние на локальную потребительскую активность, в особенности в секторе общественного питания. Влияние на розничную торговлю остается минимальным, что может быть обусловлено более низкой чувствительностью структуры расходов на розничные товары к краткосрочным импульсам, поскольку покупки непродовольственных товаров чаще планируются заранее и не привязаны к посещению культурных событий. Результаты также могут означать, что подобные всплески потребительской активности могут оказывать локальное влияние на ценовую динамику, однако это предположение требует отдельного анализа.

**Справочно:** Спецификация уравнения имеет следующий вид.

$$Service_{r,t}/Trade_{r,t} = \alpha_r + \lambda_t + \beta Service_{r,t-1}/\beta Trade_{r,t-1} + \gamma' D_{r,t} + \varepsilon_{r,t}$$

где

$Service_{r,t}$  – разрыв объема предоставленных услуг общественного питания (gap) в регионе r в текущем периоде t;

$Trade_{r,t}$  – разрыв объема розничного товарооборота (gap) в регионе r в текущем периоде t;

$\alpha_r$  – фиксированный эффект региона (cross-section FE);

$\lambda_t$  – фиксированный эффект месяца (period FE);

$Service_{r,t-1}$  – объем предоставленных услуг общественного питания (gap) в регионе r в предыдущем периоде t-1;

$D_{r,t}$  – вектор дамми-переменных, определяющих проведение концерта в регионе r и периоде t;

$\varepsilon_{r,t}$  – ошибка.

**Рост инвестиционной активности в третьем квартале 2025 года продолжился.** Однако после значительного ускорения во втором квартале текущего года темпы роста инвестиций в основной капитал замедлились до 5,5% в годовом выражении. Основным драйвером инвестиционной активности стали вложения в несырьевой сектор экономики, за исключением государственных инвестиций. Вклад бюджетного финансирования в третьем квартале 2025 года снизился, при этом его доля в общем объеме инвестиций в основной капитал увеличилась до 24,6% с 22% во втором квартале. При этом, доля внешних инвестиций снизилась до 14% по сравнению с 16,8%. Рост инвестиций преимущественно обеспечивается за счет увеличения вложений в образование, обрабатывающую промышленность, транспорт и складирование, операции с недвижимым имуществом, а также сектора ЖКХ в рамках программы «Тариф в обмен на инвестиции» (графики 18, 19).

**Импорт товаров в третьем квартале 2025 года сохранил высокие темпы роста, что отражает расширение как потребительского, так и инвестиционного спроса.** Рост импорта обусловлен увеличением поставок машин и оборудования, транспортных средств, а также приборов и аппаратуры. Дополнительно вырос импорт продукции химической промышленности. В то же время наблюдалось снижение импорта текстильных изделий и обуви.

**Экспорт товаров в реальном выражении ускорился, чему способствовало увеличение объемов добычи нефти.** В результате основной вклад в рост экспорта в третьем квартале внесли топливно-энергетические товары. Дополнительный положительный вклад обеспечил экспорт продовольственной продукции, в том числе товаров животного и растительного происхождения и готовых пищевых изделий.

В структуре государственных расходов в третьем квартале 2025 года отмечено снижение текущих затрат в реальном выражении на 5,2% г/г, обусловленное снижением затрат на приобретение запасов, товаров и услуг. Одновременно сократился общий объем бюджетных затрат. Снижение государственных расходов зафиксировано в секторах здравоохранения, образования, обороны и промышленности.

График 18. Инвестиционная активность продолжила расширение в третьем квартале 2025 года.

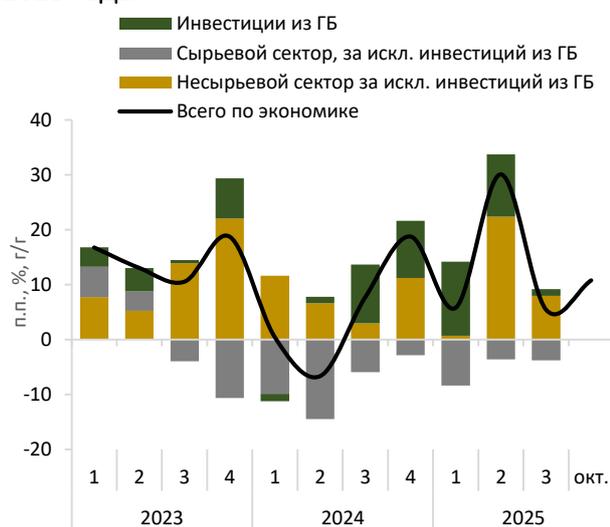
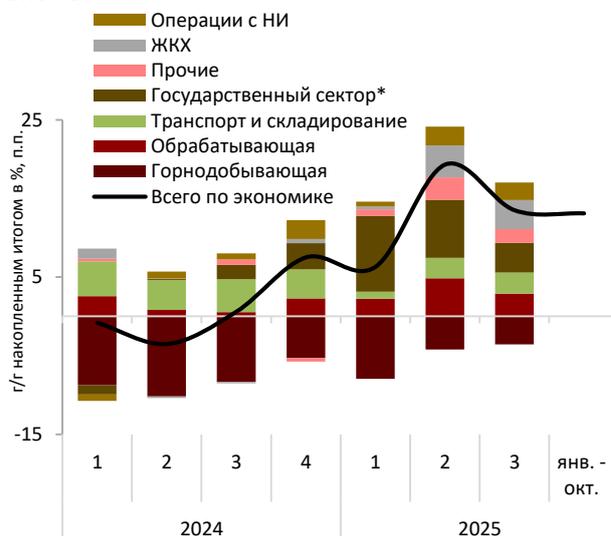


График 19. Рост инвестиций обеспечивается увеличением вложений в несырьевые сектора экономики.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

Государственный сектор включает образование, здравоохранение, госуправление и оборона

## Бокс 2. Участие Казахстана в глобальных цепочках создания стоимости

Для оценки и анализа роли Казахстана в мировом производстве и глобальных цепочках создания стоимости (Global value chains, далее – GVC) была рассмотрена статистика торговли в терминах добавленной стоимости. Этот подход «разбирает» валовый экспорт на внутреннюю добавленную стоимость (созданную трудом и капиталом – заработными платами, амортизацией, прибылью, налогами) и иностранную добавленную стоимость. Уровень участия страны в GVC измеряется показателем GVC Participation Rate, который состоит из двух компонентов:

- восходящего участия (forward participation) – сколько отечественной добавленной стоимости другие страны используют в своем экспорте (как промежуточный или конечный продукт);
- нисходящего участия (backward participation) – насколько экспорт страны зависит от импортных промежуточных товаров.

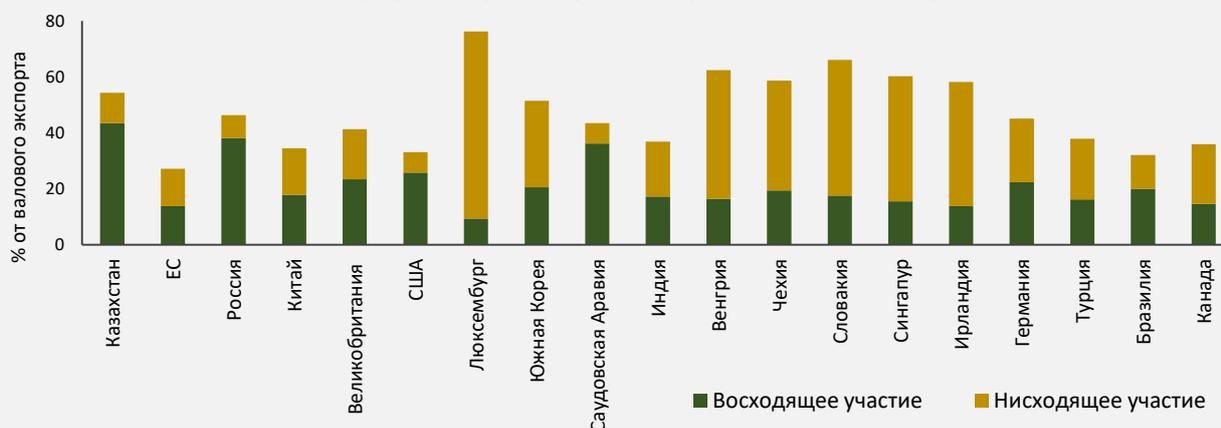
Согласно данным TiVA (Trade in Value-Added)<sup>5</sup>, валовый экспорт Казахстана почти полностью формируется внутренней добавленной стоимостью – в среднем 85% в 2000-2022гг. Доля иностранной добавленной стоимости стабильно низкая и составляет 10-13% от валового экспорта.

Участие Казахстана в GVC сравнительно высокое (график 1). Страна вовлечена в глобальные цепочки преимущественно через «восходящее» участие, т.е. казахстанская продукция используется как промежуточный товар для дальнейшего производства за рубежом. Наибольший вклад в формирование внутренней добавленной стоимости вносят: горнодобывающая промышленность (более 80% добавленной стоимости), производство кокса и нефтепродуктов (около 50%), металлы (около 60%), химическая продукция (около 40%), а также сопутствующие услуги. Ключевыми потребителями казахстанской добавленной стоимости являются ЕС (около 50%), Китай (около 15%), Россия (8%), США (3%).

<sup>5</sup>База данных ОЭСР, построенная на межстрановых таблицах «затраты-выпуск», данных национальных счетов и внешнеторговой статистики. Охватывает более 80 стран и около 50 отраслей, позволяя анализировать торговлю в терминах добавленной стоимости.

Доля «нисходящего» участия – иностранной добавленной стоимости в экспорте Казахстана – составляет лишь около 14% (в среднем за 2000-2022гг). Это типично для сырьевых экономик, поскольку добывающие отрасли почти не используют импортные промежуточные товары. Вместе с тем, импортозависимость более выражена в отдельных отраслях обрабатывающей промышленности, особенно требующих более сложное оборудование и компоненты. Наибольшая зависимость от импортных компонентов наблюдается в производстве резины и пластмасс (около 30% от валового экспорта), компьютеров, электронной и оптической продукции (примерно 25%), автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов (25-30%), а также текстильной продукции (около 20%).

График 1. Уровень участия стран в GVC в 2019 году\*



Источник: OECD TiVA, расчеты автора

\*База TiVA включает данные с 1995-2022гг. 2019 год был взят за основу, т.к. не включает шоковых периодов пандемии и геополитических шоков.

**Расширение экономической активности сопровождается улучшением ситуации на рынке труда. В третьем квартале текущего года рост занятости продолжился в результате существенного увеличения числа наемных работников. Уровень безработицы удерживается на исторически минимальных уровнях, а производительность труда демонстрирует положительную динамику. Вместе с тем, рост спроса на рабочую силу и улучшение показателей производительности не отражаются в сопоставимом увеличении заработных плат. На фоне ускорения инфляции реальные заработные платы сократились на 2% г/г в третьем квартале 2025 года.**

В третьем квартале 2025 года предложение рабочей силы продолжило расширяться, при этом сохранялась тенденция роста числа наемных работников и сокращения численности самостоятельно занятых (график 20).

Наибольший прирост наемных работников наблюдался в секторе услуг, в частности в торговле и информации и связи, в сельском хозяйстве и горнодобывающей промышленности. В остальных отраслях промышленности и строительстве отмечалось сокращение числа наемных работников при одновременном увеличении численности самостоятельно занятых. Значительный прирост самозанятых был отмечен в образовании, здравоохранении и операциях с недвижимым имуществом.

Рост номинальной заработной платы замедлился до 10,0% г/г в третьем квартале 2025 года. С учетом ускорения инфляции это привело к снижению заработных плат в реальном выражении (график 21). Сокращение реальных заработных плат наблюдается в большинстве отраслей экономики, включая строительство (8,7% г/г), здравоохранение (6,5% г/г), услуги по проживанию и питанию (5,4% г/г), промышленность (1,2% г/г). При этом, по данным БНС, в целом по экономике и в большинстве секторов наблюдается рост производительности труда. Таким образом, рост деловой активности и производительности труда не сопровождается соответствующим увеличением заработных плат. Это может отражать перераспределение добавленной стоимости между факторами производства, ценовые и структурные особенности отдельных отраслей.

График 20. Предложение рабочей силы и уровень безработицы, г/г, %



График 21. Динамика заработной платы и производительности труда, г/г, %



Источник: БНС АСПР РК

\*расчеты НБРК на основе данных БНС АСПР РК

### 2.3. Фискальная политика

**В третьем квартале 2025 года фискальная политика была контрциклической.**

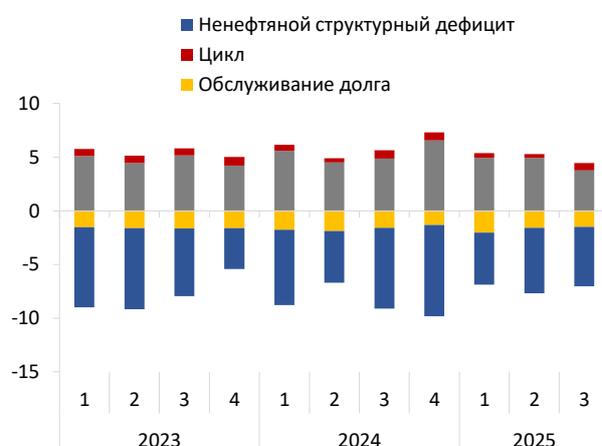
Учитывая положительный разрыв выпуска и отрицательный нефтефискальный импульс, бюджетные меры носили преимущественно контрциклический характер. Однако накопленный эффект бюджетного стимулирования прошлых периодов продолжает подогреть внутренний спрос и поддерживать инфляционное давление.

Несмотря на незначительное ухудшение общего баланса, обусловленное сокращением трансфертов из НФ РК и неналоговых сборов, нефтефискальный дефицит формируется на более благоприятных значениях (график 22). Сезонно-очищенный общий дефицит составил 2,6% от ВВП, нефтефискальный – 6,4% от ВВП. В структуре дефицита отмечается положительная динамика нефтефискального структурного дефицита бюджета, что связано с сокращением реальных затрат (9% г/г) (график 23).

График 22. Нефтефискальный дефицит госбюджета в третьем квартале 2025 года улучшился, SA, в % от ВВП.



График 23. Нефтефискальный структурный дефицит улучшился на фоне сокращения реальных расходов, декомпозиция дефицита госбюджета, SA, в % от ВВП.



Примечание: Номинальный ВВП за 3 квартал 2025 года - оценка НБРК

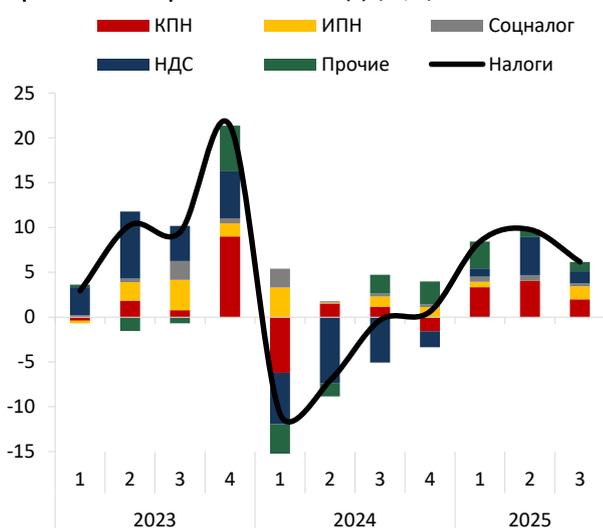
Источник: МФ РК, БНС АСПР РК, расчеты НБРК

В доходной части бюджета наблюдается снижение поступлений в реальном выражении, что обусловлено эффектом высокой базы прошлого года по неналоговым поступлениям, а также сокращением объемов трансфертов из НФ РК. Рост налоговых поступлений в третьем квартале замедлился (график 24). Более низкий рост налогов связан с более низкими темпами роста поступлений по НДС и КПН на фоне замедления экономической активности в третьем квартале 2025 года (с 7% до 6,3% г/г). Сохраняется положительная динамика исполнения к плану по налоговым поступлениям за 9 месяцев т.г. Превышение плановых показателей с начала года обеспечивается, главным образом, за счёт поступлений в местные бюджеты (график 25). В то же время в республиканском бюджете продолжается недобор по КПН с крупных предприятий и по НДС.

В расходной части государственного бюджета по данным за третий квартал 2025 года наблюдается неполное освоение запланированных средств (график 26). Основной вклад в сокращение внесли затраты в секторах транспорта, здравоохранения и образования. В структуре расходов отмечается снижение доли капитальных затрат по отношению к ВВП при одновременном увеличении текущих расходов, что отражает в большей степени поддержку государством внутреннего спроса (график 27).

Кроме того, согласно данным МФ РК, сохраняется проблема неосвоения запланированных расходов, где с начала года сумма неисполнения составила 1,5 трлн. тенге. Складывается характерная для бюджетного цикла ситуация, когда непотраченная часть запланированных средств осваивается в конце года. Данная ситуация может привести к ускорению внутреннего спроса в последующих кварталах. Более того, отложенный эффект фискального стимулирования предыдущих лет и увеличение доли текущих затрат также выступают факторами подогрева внутреннего спроса и инфляционного давления в экономике.

График 24. Налоги госбюджета в реальном выражении показывают замедление роста в третьем квартале 2025 года, г/г, в %



Источник: МФ РК, расчеты НБРК

График 25. Исполнение плана по налогам в 2025 году продолжает обеспечиваться местными бюджетами, за квартал в разрезе уровней бюджетов, млрд. тенге

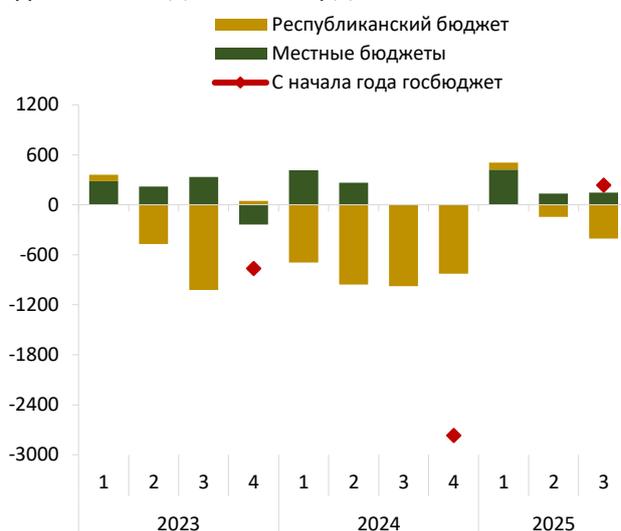


График 26. Реальные расходы сократились в третьем квартале 2025 года, г/г, в %

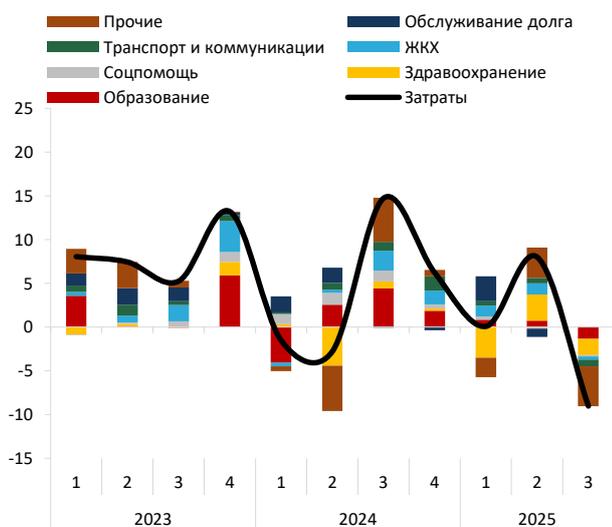
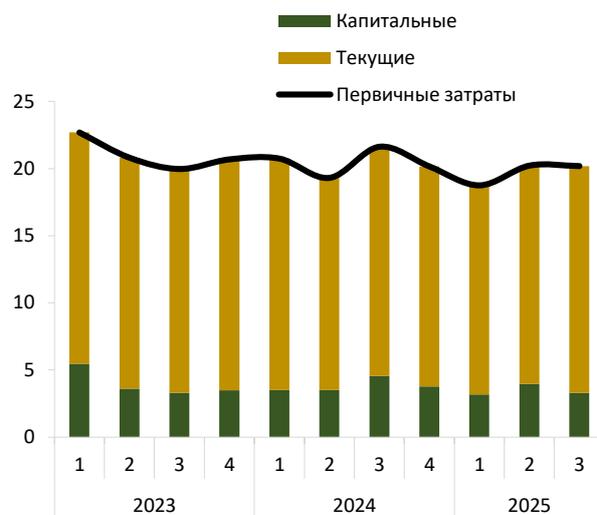


График 27. Доля капитальных расходов к ВВП сократилась при этом увеличилась для текущих, SA, в % от ВВП



Примечание: Номинальный ВВП за 3 квартал 2025 года - оценка НБРК

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 отреагировали ростом на повышение базовой ставки. Ставки по корпоративным кредитам сохранились на прежнем уровне. Ставки по потребительским кредитам формировались под влиянием доли рассрочек, ставки по ипотечным кредитам – в большей степени под воздействием льготных программ.

Рост депозитов поддерживается увеличением как вкладов в национальной валюте, так и в иностранной валюте.

Кредитование со стороны банков продолжает расти двузначными темпами. Рост по потребительским займам замедлился, при этом темпы роста ипотечного кредитования ускоряются. Рост кредитов малому бизнесу ускорился, увеличение кредитования средних и крупных компаний остается на высоком уровне.

Динамика обменного курса формировалась под влиянием, преимущественно, внутренних факторов.

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

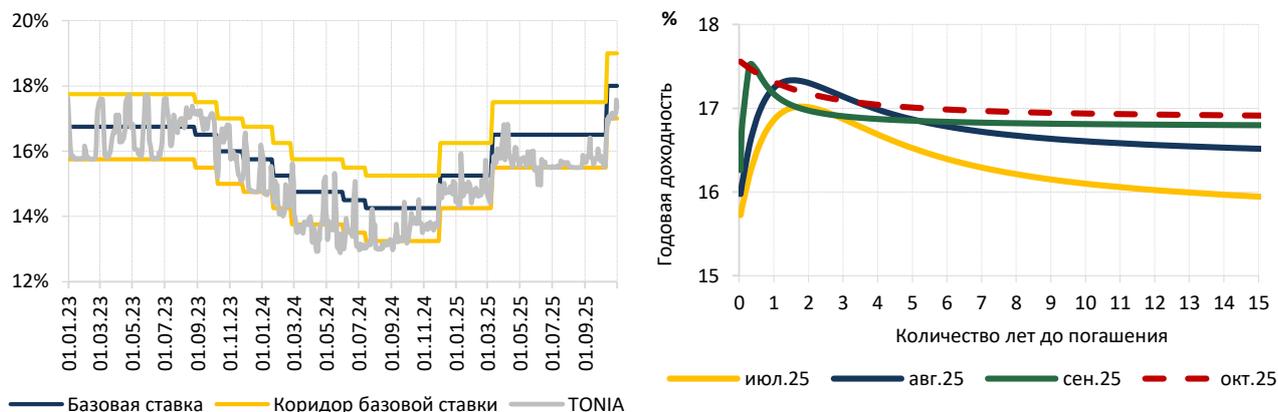
##### 3.1.1. Процентный канал

Ставки денежного рынка формировались у нижней границы коридора.

Ставки денежного рынка с августа по октябрь 2025 года следовали динамике базовой ставки. На фоне профицита ликвидности банковского сектора TONIA большую часть времени находилась вблизи нижней границы коридора базовой ставки (график 28). Спред ставки TONIA к базовой ставке в среднем за август - октябрь составил (-)0,8 п.п. (май-июль – (-)0,9 п.п.).

**Доходности ГЦБ в октябре 2025 года выросли по всем сегментам кривой (график 29).** Это произошло на фоне повышения базовой ставки и увеличения рисков высокой инфляции в будущем. Безрисковая кривая доходности приобрела практически прямую форму: максимальные значения по-прежнему приходятся на горизонте от одного до двух лет. Более пологая динамика на длинных горизонтах при сохранении высоких уровней доходности указывает на риски сохранения высокой инфляции.

График 28. Коридор процентных ставок и График 29. Безрисковая кривая доходности, % ставка TONIA



Источник: НБРК, КФБ

Рост базовой ставки постепенно отражается в депозитных ставках (график 30). В корпоративном сегменте ставки по депозитам продемонстрировали значительный рост (с 15,4% в июле до 16,3% в октябре т.г.), отражая их высокую эластичность к изменению

денежно-кредитных условий. В розничном сегменте рост ставок был умеренным (с 14,3% до 14,6%), однако в условиях постепенной корректировки банками ценовой политики не исключается дальнейшее увеличение доходности депозитов физических лиц.

### Ставки по кредитам бизнесу остались на прежнем уровне.

**Корпоративные кредитные ставки.** В сентябре средневзвешенная ставка по кредитам бизнесу в национальной валюте практически не изменилась по сравнению с предыдущим кварталом (график 31). Ставки для крупных и малых предприятий незначительно выросли, тогда как стоимость кредитования для субъектов среднего бизнеса снизилась.

**Розничные кредитные ставки** продемонстрировали рост по сравнению с предыдущим кварталом. Ставки по потребительским кредитам продолжают формироваться под влиянием изменения доли рассрочек в общем объеме потребительских кредитов. В августе т.г. внедрение новых рыночных ипотечных продуктов по низкой ставке способствовало некоторому снижению ипотечной ставки (график 31). Однако в сентябре после корректировки ставок отдельными банками по новым ипотечным продуктам показатель вернулся к сопоставимому с июнем уровню.

График 30. Ставки по депозитам в национальной валюте, %

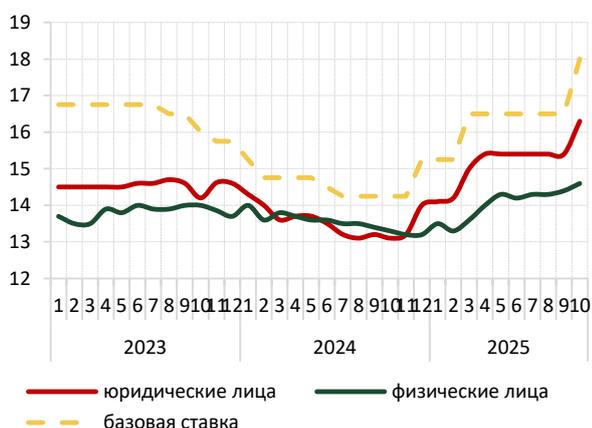
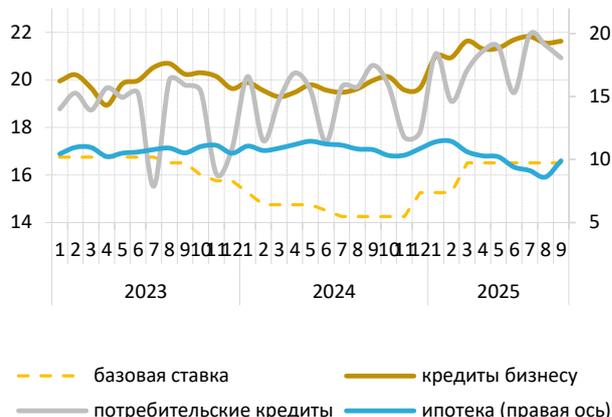


График 31. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

### 3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)

**Кредитный портфель БВУ вырос за год на 22,7% в сентябре 2025 года за счет ускорения темпов роста кредитования бизнеса и сохранения темпов роста кредитования населения (график 32).**

Темпы роста потребительского кредитования замедлились до 26,2% г/г. При этом со стороны населения все еще сохраняется повышенный спрос в условиях популярности рассрочек и активного продвижения банковских продуктов, а также высоких инфляционных ожиданий.

В сентябре ипотечное кредитование продолжило рост, достигнув 15,9% г/г на фоне реализации льготных программ, включая «Наурыз» и «Наурыз Жұмыскер».

На фоне вышеотмеченных факторов кредитование населения в целом выросло на 23,5% г/г.

**В сентябре 2025 года наблюдается повышение активности в сегменте малого бизнеса.**

Кредитование бизнеса со стороны банков второго уровня продолжило ускорение в сентябре (до 21,5% г/г), преимущественно, за счет более высокого роста кредитов малому бизнесу. Также сохраняется активное кредитование крупных и средних предприятий, темпы роста которых составили 28,6% г/г и 32,5% г/г, соответственно.

**Рост ставок сопровождается активным увеличением объемов депозитов.**

Депозиты в депозитных организациях увеличились на 18,0% г/г по состоянию на конец октября т.г. (график 33). Основной вклад в рост обеспечили депозиты в национальной валюте

(рост на 18,2% г/г), привлекательность которых сохраняется благодаря высокому дифференциалу доходности относительно валютных вкладов. Валютные депозиты увеличились (рост 17,4% г/г) за счет их курсовой переоценки и некоторого притока новых вкладов. Норма сбережений домохозяйств<sup>6</sup> увеличилась во II квартале 2025 года, расположившись около прошлогодней максимальной отметки. Показатель доли семей, имеющих сбережения,<sup>7</sup> продолжает находиться на уровне выше среднеисторического со значением в 25,1% в октябре т.г.

График 32. Кредиты экономике от БВУ (портфель), г/г, %

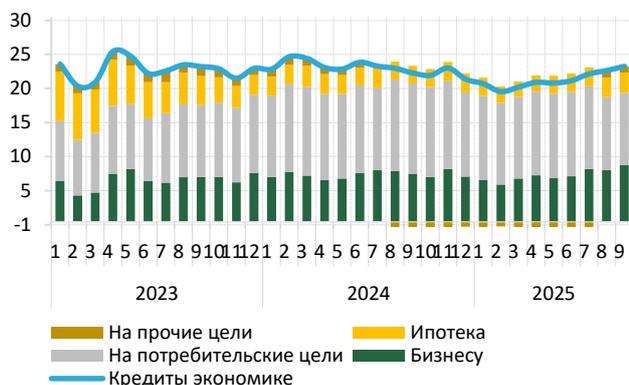
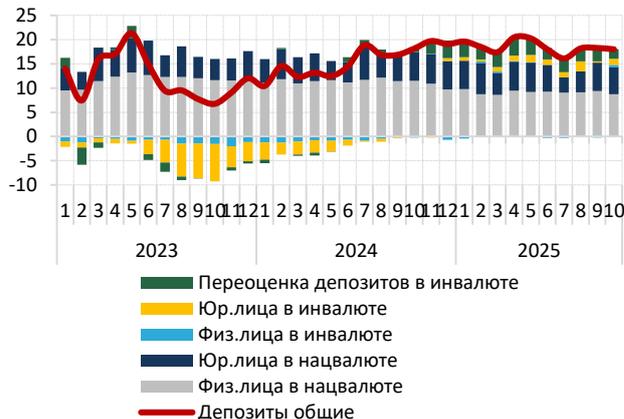


График 33. Депозиты резидентов в депозитных организациях, г/г, %



Источник: НБРК

### Долларизация депозитов обновила исторически минимальное значение в сентябре т.г.

В октябре уровень долларизации депозитов снизился по сравнению с июлем, составив 21,2% (22,2% в июле). Сокращение доли валютных депозитов было отмечено как в сегменте физических лиц (18,4%), так и юридических лиц (24,8%). Продолжающееся снижение долларизации депозитов, достигшее исторического минимума в сентябре (20,6%), отражает устойчивый тренд дедолларизации, поддерживаемый повышением привлекательности тенговых инструментов вслед за корректировкой денежно-кредитных условий.

### Бокс 3. Альтернативные источники финансирования: роль расчетов с контрагентами

Предприятия не всегда прибегают к банковскому кредитованию для финансирования своей деятельности. На практике широко применяются альтернативные источники, такие как выпуск облигаций, факторинг, привлечение венчурного капитала, участие в государственных программах, получение субсидий и т.д. Кроме того, для поддержания ликвидности предприятия зачастую используют такие инструменты, как отсрочка платежей поставщикам и получение авансов от клиентов, что, в свою очередь, формирует кредиторскую и дебиторскую задолженность. Эти механизмы позволяют предприятиям поддерживать операционный цикл без привлечения дополнительных заёмных средств, особенно в краткосрочной перспективе.

Дебиторская задолженность возникает, когда компания предоставляет товары или услуги с отсрочкой платежа для стимулирования продаж и укрепления отношений с клиентами, а кредиторская — когда предприятие само получает отсрочку оплаты от поставщиков, чтобы эффективно управлять денежными потоками, сохранять ликвидность и финансировать текущие операции без привлечения внешних займов.

<sup>6</sup> Показатель, рассчитанный на основе данных БНС АСПР РК по следующей формуле: (совокупные доходы домохозяйств - совокупные расходы домохозяйств)/совокупные доходы домохозяйств

<sup>7</sup> В соответствии с опросами населения по инфляционным ожиданиям (<https://nationalbank.kz/ru/page/inflyacionnye-ozhidaniya>)

- Дебиторская задолженность — это суммы, которые должны компании её покупатели, заказчики и другие должники.
- Кредиторская задолженность — это обязательства компании перед поставщиками, подрядчиками и пр.

Результаты анализа опроса предприятий за 2 квартал 2025 года показывают, что в структуре краткосрочных обязательств предприятий значительную долю занимает именно кредиторская задолженность<sup>8</sup>. Причём данный инструмент играет особенно важную роль для малых и средних предприятий. Так, если в структуре краткосрочных обязательств средневзвешенная доля **кредиторской задолженности** среди крупных предприятий **составляет 31,3%**, то у **малых предприятий** этот показатель **достигает 52,2%** (см. Рисунок 1).

**Рис 1. Структура краткосрочных обязательств предприятий, доля в %**



Источник: ежеквартальные опросы НБРК, расчеты НБРК

Такая разница в структуре обязательств объясняется тем, что крупные предприятия имеют более широкий доступ к заемным средствам. Они располагают большим объемом заложенного имущества, стабильными финансовыми показателями и профессиональными финансовыми службами, что делает их более привлекательными и надёжными заемщиками для банков. В свою очередь, у малых предприятий большая доля прочих обязательств связана с тесным участием владельцев в управлении бизнесом и финансировании его деятельности. Это проявляется, в том числе, в задолженности перед учредителями. Кроме того, малые предприятия чаще сталкиваются с просрочками по обязательным платежам — таким как зарплата, аренда, налоги и другие выплаты. Тем не менее, для малого и среднего бизнеса важнейшим источником поддержания деятельности остаётся кредиторская задолженность.

Важным элементом эффективного управления дебиторской и кредиторской задолженностью является обеспечение положительного денежного разрыва. Это означает, что поступление средств от клиентов происходит раньше, чем наступает срок расчёта с кредиторами. Такой баланс позволяет предприятиям своевременно покрывать свои обязательства, что снижает финансовую нагрузку и способствует стабильности бизнеса.

В этих целях были рассчитаны показатели оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности. Оборачиваемость дебиторской задолженности отражает средний период, за который компания получает оплату от покупателей, а оборачиваемость кредиторской задолженности — срок, за который предприятие рассчитывается со своими поставщиками<sup>9</sup>. Средний **срок оборачиваемости дебиторской задолженности** составил **62,3 дня**, тогда как **кредиторская задолженность** в среднем оборачивалась за **104,4 дня**. Это говорит о том, что в среднем предприятия получают денежные средства от клиентов значительно раньше, чем осуществляют выплаты поставщикам.

Приблизительные расчёты по доступным данным (без учёта объёмов задолженностей по срокам) показали, что у 61,2% предприятий дебиторская задолженность оборачивается быстрее, чем

<sup>8</sup> Доля рассчитана с применением весов, определенных по общей численности занятых

<sup>9</sup> Оборачиваемость дебиторской задолженности=выручка/средняя дебиторская задолженность

Оборачиваемость кредиторской задолженности=себестоимость/средняя кредиторская задолженность

кредиторская. У 37,4% респондентов ситуация обратная — кредиторская задолженность оборачивается быстрее дебиторской. При этом следует отметить, что в расчётах учитывались средние объёмы задолженностей, без детализации по срокам, поэтому нельзя однозначно утверждать, что у этих предприятий существует отрицательный денежный разрыв.

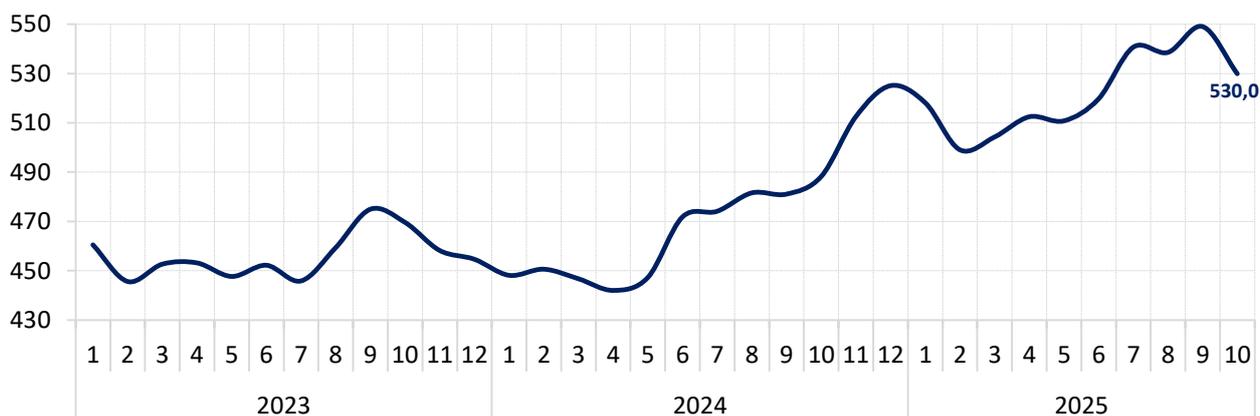
Тем не менее, данные мониторинга предприятий свидетельствуют о наличии у предприятий проблем с эффективным управлением оборотным капиталом. Так, 19,8% респондентов сообщили о просроченной кредиторской задолженности свыше 90 дней, а 23,5% — о просроченной дебиторской задолженности. Кроме того, 14,7% предприятий отметили трудности с возвратом дебиторской задолженности. Такие компании могут испытывать потребность в дополнительном финансировании оборотных средств и, соответственно, являться потенциальными заемщиками банков.

### 3.1.3. Валютный канал

#### **Динамика обменного курса обусловлена преимущественно внутренними факторами.**

В октябре т.г. по сравнению с июлем тенге к доллару США укрепился на 1,9%, преимущественно, из-за внутренних факторов (график 34). Поддержку оказали операции по зеркалированию<sup>10</sup> покупок золота, продажи валюты со стороны НФ и квазигосударственного сектора. Дополнительную поддержку национальной валюте оказал приток нерезидентов в ГЦБ РК (приток на 160 млрд тенге в течение октября) на фоне повышения базовой ставки.

График 34. Обменный курс тенге к доллару США (тенге за доллар США, на конец месяца)



Источник: КФБ

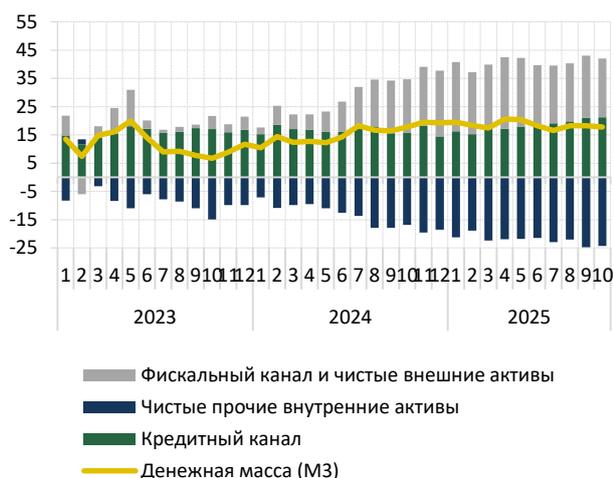
### 3.2. Денежная масса

#### **Продолжился рост денежного предложения.**

В октябре текущего года годовые темпы роста общей денежной массы и ее тенговой составляющей составили 17,7% и 17,8%, соответственно (график 35). При этом расширение денежного предложения поддерживалось ростом кредитования, а также увеличением вклада фискальных операций и внешних активов вследствие привлечения Правительством внешних займов для финансирования дефицита бюджета. В августе-октябре 2025 года объем выпуска государственных ценных бумаг Министерства финансов РК вырос на 50,4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (график 36). Рост обусловлен преимущественно краткосрочным (до 1 года вырос в 5,2 раза) и долгосрочным (свыше 5 лет вырос в 2,9 раза) сегментами, тогда как в среднесрочном сегменте от 1 года до 5 лет зафиксировано снижение на 26,8%.

<sup>10</sup> С учетом накопленной с начала текущего года неизъятый ликвидности, в течение IV квартала в рамках операций зеркалирования планируется осуществить продажу иностранной валюты на сумму в эквиваленте 1,4 трлн тенге.

График 35. Денежная масса, % г/г



Источник: НБРК, КФБ

График 36. Объем выпуска ГЦБ МФ РК на внутреннем и внешних рынках, трлн. тенге



#### Бокс 4. Анализ наличных денег в обращении (M0)

Наличные деньги (M0) являются компонентом денежной массы и традиционным платежным инструментом. Несмотря на активное распространение безналичных форм платежей, в настоящее время наличные деньги в Казахстане все еще сохраняют свою значимость в качестве платежного средства. По опросу НБРК<sup>11</sup> за 2024 год 48,9% респондентов использовали наличные как средство платежа. В Европе, как показывают опросы ECB SPACE-2024<sup>12</sup> и SNB-2024<sup>13</sup>, для большинства потребителей опция оплаты наличными деньгами остается важной, несмотря на увеличение доли платежных карт и цифровых платежей.

Кроме того, на краткосрочном горизонте агрегат M0 является оперативным индикатором изменений в поведении экономических агентов, реагируя на эпизоды неопределенности и шоков. С учетом вышеотмеченного, аналитический интерес представляет анализ структуры денежной массы и объяснение ее изменений во времени. Для этого были использованы показатели отношения основных денежных агрегатов к наличным деньгам в обращении, а именно M3/M0, M2\*<sup>14</sup>/M0 и депозиты/M0. Данные показатели говорят о том, какой объем соответствующего денежного агрегата (включает и депозиты и наличные деньги) и депозитов приходится на 1 тенге наличных денег. Чем выше значение данных показателей, тем выше доля безналичных форм денег по сравнению с наличными деньгами. Анализ исторической динамики демонстрирует, что за последние 20 лет наблюдается повышательный тренд соотношения M3 (общая денежная масса) к M0 и депозитов к M0 (график 1), свидетельствуя об опережающем росте спроса на безналичные формы денег по сравнению с наличными. Наиболее выраженный рост показателей приходился на периоды турбулентности на валютном рынке (2009 год и 2014-2016 годы). Такое явление объясняется тем, что M3 включает также валютные депозиты, отражающие валютную переоценку и спрос на иностранную валюту. После нормализации ситуации на валютном рынке показатели демонстрировали понижательный тренд до августа 2020 года.

В отличие от отношения M3 к M0 показатель M2\* к M0 увеличивался более умеренно, поскольку он формируется из тенговых депозитов и наличности. Так, в 2009 и 2016 годах несмотря на волатильность M3 к M0, M2\* к M0 не показал существенного изменения. Так с января 2005 года по март 2009 года наблюдался рост данного показателя с 2,9 до 5,5. Далее в 2009-2020 годах показатель колебался в относительно узком диапазоне 4,9-6,4. Однако с 2 кв. 2020 года по мере развития цифровизации финансовых услуг отношение M2\*/M0 перешло в зону устойчивого роста и показатель вырос с 5,2 в мае 2020 года до 8,3 в декабре 2024 года. При этом стоит отметить, что на рассматриваемом

<sup>11</sup> Национальный банк Республики Казахстан. Экономическое обозрение, № 4, 2024. «Изменения платежных предпочтений субъектов экономики в использовании наличных денег на основе социологических исследований НБРК»;

<sup>12</sup> European Central Bank. Study on the Payment Attitudes of Consumers in the Euro Area (SPACE), 2024;

<sup>13</sup> Swiss National Bank. Payment Methods Survey, 2024;

<sup>14</sup> M2\* – тенговая денежная масса.

историческом периоде наблюдались кратковременные всплески М0 в периоды высокой неопределенности и реализации внешних шоков – в 2009, в 2014, 2015, 2020 и 2022 годах.

**График 1. Отношение агрегатов и депозитной составляющей к наличным деньгам (М0)**



Источник: НБРК

В рамках дальнейшего расширения анализа были сопоставлены годовые изменения номинального и реального М0, а также М0 и ВВП в реальном выражении (график 2). Сравнение динамики М0 в номинальном и реальном выражении позволило отделить ценовой компонент от изменения «чистой»/«реальной» потребности в наличности. Увеличение разрыва между рядами номинального и реального М0 отражает ускорение инфляции, а его сужение свидетельствует об ослаблении ценового давления. Например, с 2017 до начала 2020 года при относительно низкой инфляции расхождение между номинальным и реальным М0 оставалось небольшим, а в 2021–2023 годах на фоне инфляционного давления реальный М0 демонстрировал отрицательную динамику, тогда как в номинальном выражении показатель оставался положительным.

**График 2. Динамика наличных в номинальном и реальном выражении г/г**



Источник: НБРК

Сопоставление с реальным ВВП показало, что связь реального М0 с ВВП была заметно сильнее до 2016 года. Так, до 2008 увеличение М0 соответствовало динамике роста деловой активности. В 2008-2009 годах мировой кризис привел к спаду реального ВВП и соответствующему резкому снижению реального М0. В 2014-2015 годах объем тенговой наличности в реальном выражении временно сократился вместе со снижением экономической активности в условиях существенного снижения цен на нефть, ослабления тенге и повышенных инфляционных ожиданий. Вместе с тем, с 2016 года сонаправленность двух показателей приобрела нестабильный характер. Так, в 2016 году реальный М0 заметно вырос при замедлении роста реального ВВП. В свою очередь, пандемийный шок 2020 года сопровождался увеличением М0, несмотря на снижение реального ВВП. В 2016, 2018 и 2020 годах спрос на наличные деньги вероятно отражал высокую неопределенность и соответствующую реализацию мотива предосторожности. В свою очередь, с 2023 года по настоящее время визуально прослеживается восстановление сонаправленности с ВВП. Таким образом исключая периоды реализации шоков траектория М0 и ВВП в большинстве периодов остаются однонаправленными.

Таким образом, на динамику наличных денег влияет совокупность факторов. На долгосрочном горизонте она определяется развитием платежной инфраструктуры и цифровизацией (онлайн-банкинг, удобство переводов между счетами) и уровнем доверия к банковской системе, деловой активностью и др. При этом в отдельные периоды шоков наличные деньги могут демонстрировать более высокую волатильность, когда усиливается мотив предосторожности. Так, наличные деньги быстрее реагируют на краткосрочные изменения, в том числе в кризисные периоды, поэтому М0 можно рассматривать как оперативный индикатор настроений населения.