



**КОМИТЕТ ПО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ**

**Резюме обсуждения решения по базовой ставке, объявленного 28 ноября 2025 года**

Обсуждения членов Комитета проводились на заседаниях в рамках прогнозного раунда «Ноябрь 2025».

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 презентации текущих условий было отмечено, что инфляция, несмотря на снижение, остается повышенной. Годовая инфляция в октябре замедлилась до 12,6% преимущественно в связи с административным снижением тарифов на регулируемые коммунальные услуги. Вместе с тем, высокий вклад в общую инфляцию продолжают вносить рост цен на продовольственные (13,5%) и непродовольственные товары (11%).

Несмотря на некоторое замедление базовой и сезонно очищенной инфляции, их показатели остаются на повышенных уровнях, что указывает на устойчивость инфляционных процессов. Инфляционные ожидания населения на год вперед выросли до 13,6% в октябре, а долгосрочные ожидания – до 14,3%.

Внутренние факторы инфляции усилились. Комитет отметил повышение ценового давления со стороны реального сектора, прежде всего из-за продолжающегося удорожания сельскохозяйственной продукции. Это увеличивает производственные издержки и транслируется в цены конечных товаров.

Ценообразование в потребительском секторе формируется под одновременным влиянием спроса, динамики мировых цен и повышения внутренних издержек. Темпы роста розничного товарооборота остаются высокими, что подтверждает устойчивость спроса. Рост спроса со стороны населения создает давление на цены рыночных услуг.

Экономическая активность продолжает расти высокими темпами (6,4% в январе–октябре, г/г). Рост обеспечивается расширением нефтяного производства, высокими показателями сельского хозяйства вследствие хорошего урожая, а также увеличением объемов строительства, транспорта и торговли. Инвестиции в основной капитал продолжают расти. Члены комитета подчеркнули, что рост отраслей, формирующих спрос, опережает динамику отраслей, отвечающих за предложение. Кроме того, в условиях квазифискального стимулирования повышаются инфляционные риски.

Комитет отметил, что согласно текущей статистике происходит снижение реальных заработных плат и доходов населения, несмотря на высокий темп роста ВВП. Потребительские расходы поддерживаются во многом за счет розничного кредитования, темпы роста которого постепенно снижаются, но также остаются повышенными.

Во внешнем секторе отмечается сохранение высоких мировых цен на отдельные продовольственные товары (мясо и растительные масла). Инфляция в России остается повышенной, что в условиях крепкого курса рубля отражается на стоимости импорта.

## **Прогнозы**

Комитет принял решение уточнить прогнозы инфляции на текущий и следующий год. В 2025 году инфляция ожидается в пределах 12,0-13,0% (предыдущий прогноз – 11-12,5%), в 2026 году – 9,5-12,5% (9,5-11,5%). Корректировка прогноза обусловлена существенным превышением фактических значений инфляции над прогнозными в текущем году и повышенной динамикой инфляционных ожиданий. Вместе с тем, в рамках разработки Программы совместных действий по макроэкономической стабилизации и повышению благосостояния населения на 2026-2028 годы (далее – Программа) была определена формула повышения регулируемых цен ЖКУ по схеме «инфляция + 5%» в 2026–2027 годах, что также учтено в прогнозе. Расширение диапазона прогнозов в 2026 году отражает возросшую неопределенность в оценках, связанную с реализацией налоговой реформы и реакцией совокупного спроса, существенным ростом финансирования со стороны квазيبюджетного сектора и его стимулирующим воздействием на экономику. Оценки инфляции на 2027 год сохранены в диапазоне 5,5-7,5%.

Прогноз роста ВВП на 2025 год улучшен до 6-6,5% (предыдущий прогноз – 5,5-6,5%). Прогноз на 2026 год снижен до 3,5-4,5% ввиду высокой базы 2025 года, стабилизации объемов добычи нефти, более сдержанного потребительского спроса на фоне налогово-бюджетной реформы и бюджетной консолидации. В 2027 году рост экономики ожидается в диапазоне 4,0-5,0%, что несколько выше предыдущих прогнозов. Рост будет обеспечен дальнейшим расширением инвестиционной активности в условиях квазифискального стимулирования и планируемым увеличением добычи нефти.

## **Дискуссия о базовой ставке**

После рассмотрения текущих условий, обновленных прогнозов Комитет перешел к обсуждению решения по базовой ставке. В рамках обсуждения были высказаны два основных варианта:

- повысить ставку на 50-100 б.п. и удерживать на новом уровне с сигналом о том, что дальнейшего повышения не ожидается;
- сохранить ставку с ясным сигналом о конкретных сроках ее удержания и готовности к ужесточению политики при необходимости.

В ходе обсуждения часть членов Комитета отметили, что предыдущее решение по ставке и дополнительные инициативы начали давать первые результаты: медиана базовой инфляции в годовом выражении замедлилась (12,2% в октябре), что можно рассматривать как позитивный сигнал. Другие члены Комитета обратили внимание на позитивные изменения на валютном рынке, где укрепление тенге стало отражением своевременного повышения базовой ставки Национального Банка, и участники рынка восприняли его как сигнал активной борьбы с инфляцией. При этом было подчеркнуто, что делать выводы о формировании устойчивого тренда на снижение роста цен пока рано, так как сохраняются риски ускорения цен на фоне повышения НДС и нестабильных инфляционных ожиданий, а реальная ставка находится в зоне умеренной жесткости.

Отдельные члены Комитета отметили, что ставки на рынке ГЦБ начали снижаться, поскольку участники рынка считают, что с учетом общих усилий, обновленных приоритетов и обязательств Правительства по инфляции в рамках утвержденной Программы цикл ужесточения близок к завершению. На этом фоне и в условиях рисков разгона инфляции часть участников заседания предложили следующую сигнальную риторику: при сохранении ставки на текущем уровне более полно подчеркнуть все неопределенности в экономике, которые не позволяют начать процесс смягчения политики.

Часть участников обсуждения акцентировали внимание на том, что, несмотря на снижение общей инфляции, ускоряется рост ее компонентов, не зависящих от регулируемых цен, а устойчивого и значимого перелома в динамике цен пока не наблюдается.

В рамках процесса принятия решения Комитет также рассмотрел несколько альтернативных сценариев влияния квазифискальной деятельности холдинга «Байтерек» на макропоказатели, и значительная часть обсуждения строилась вокруг параметров фискальной политики и инициатив по значительному расширению монетарных и немонетарных мер поддержки экономики. Было отмечено, что с 2026 года налогово-бюджетная политика будет носить более сдерживающий характер за счет взятых Правительством обязательств по постепенному сокращению ненефтяного дефицита бюджета и трансфертов из Национального фонда. Вместе с тем, существенное расширение финансирования экономики холдингом «Байтерек» может частично нивелировать эффект фискальной консолидации.

Часть участников заседания выразила обеспокоенность тем, что инфляция будет реагировать на базовую ставку постепенно, поскольку в экономике сохраняются высокие инфляционные ожидания в условиях ожидаемой налоговой реформы. Фактический эффект от повышения НДС будет полностью реализовываться в течение первого полугодия следующего года с учетом изменения самих цен и факта сдачи декларации и уплаты НДС по новой ставке, в том числе и новыми субъектами. Также со второго квартала 2026 года ожидается возобновление роста регулируемых цен после окончания моратория.

Другие участники, напротив, указали, что большинство факторов уже реализовано, а их влияние будет затухать. Они подчеркнули, что предпринято достаточное количество дезинфляционных мер: значительное повышение базовой ставки, действующие макро- и микропруденциальные инициативы, планируемое сокращение трансфертов и бюджетная консолидация, приостановка роста регулируемых тарифов, закрепление и снижение «потолков» их повышения. Все это будет способствовать снижению инфляции уже в следующем году.

Члены Комитета подчеркнули, что инфляционные ожидания сохраняются повышенными и по текущим оценкам будут находиться на уровне этого года, оставаясь незаякоренными. Ранее в рамках прогнозов предполагалось их постепенное снижение, однако данные предпосылки не реализовались в полной мере. При этом другие участники обсуждения отметили, что инфляционные ожидания формируются ниже уровней прошлых лет. Дальнейших резких изменений в ожидаемой инфляции вероятно не будет, поскольку основные факторы в виде повышения НДС, корректировки регулируемых тарифов и ГСМ уже отразились в их динамике.

Резюмируя итоги дискуссии члены Комитета обсудили и единогласно поддержали необходимость дать ясный и жесткий сигнал относительно будущей траектории базовой ставки. Это усилит трансмиссию базовой ставки в стоимость банковских депозитов и кредитов.

**По итогам обсуждений Комитет принял решение сохранить базовую ставку на уровне 18% годовых с коридором +/- 1 п.п.** Решение опирается на уточненные прогнозы и оценку баланса рисков. При сохраняющемся инфляционном давлении Национальный Банк не видит пространства для снижения базовой ставки до конца первого полугодия 2026 года. При отсутствии убедительных признаков формирования устойчивого тренда на замедление инфляции не исключается возможность ужесточения денежно-кредитных условий.

### **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 данные оценки повысились для всех годов. Диапазон оценок на 2026-2027 годы заметно расширился.

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.

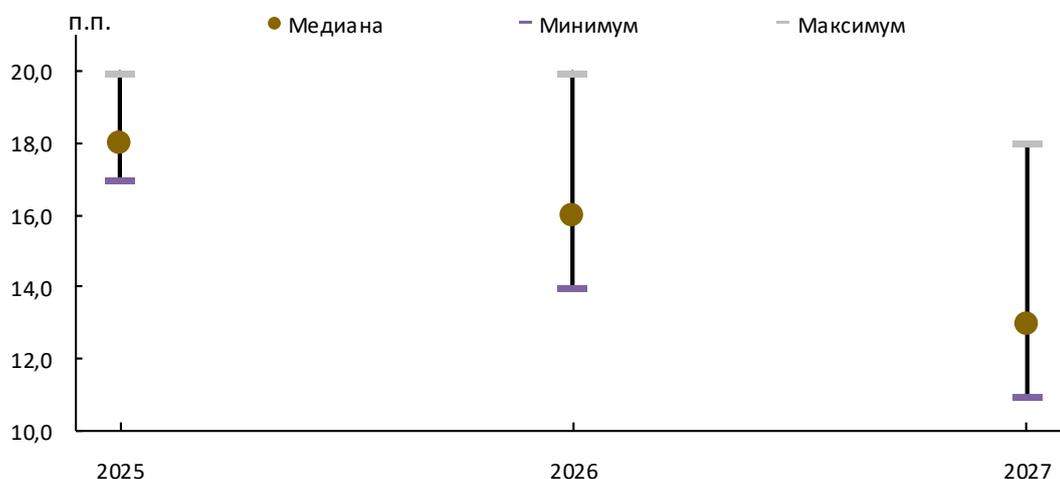
**Таблица 1. Оценки траектории базовой ставки**

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

**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 декабря 2025 года.