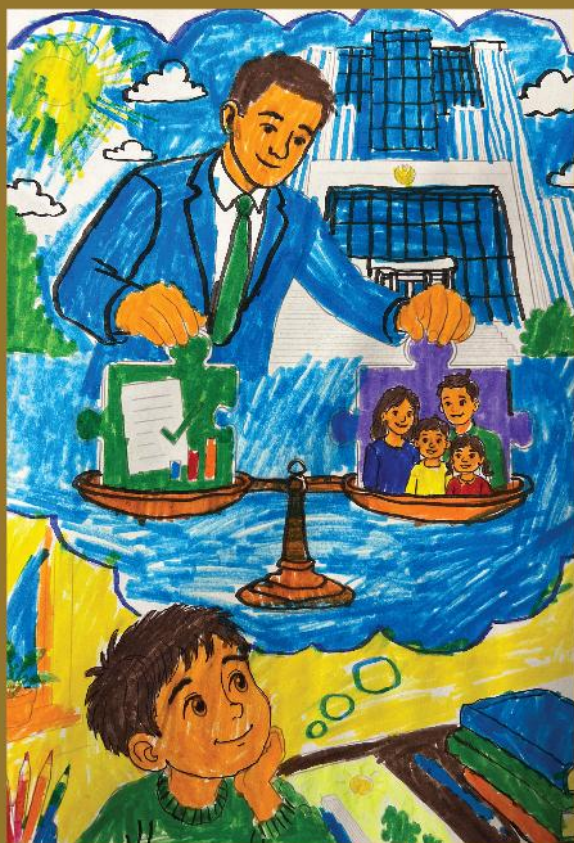




НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА



ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Май 2026

Для оформления обложки издания Доклада о денежно-кредитной политике «Май 2026» были использованы работы детей сотрудников Национального Банка – победителей конкурса художественных работ, посвященного Дню защиты детей:

Оспанов Санжар Нурланович,

Ануарбек Асет Сакенулы,

Тимурулы Дінмұхамед.



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 кварталным 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 **21 мая 2026 года**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 5 ИЮНЯ 2026 ГОДА	5
I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ	6
1.1. Ключевые внешние предпосылки прогноза макроэкономических показателей	6
1.1.1. Товарные рынки	6
1.1.2. Глобальное экономическое развитие и страны-торговые партнеры	7
1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию	9
1.3. Риски в среднесрочной перспективе	12
1.4. Прогноз текущего счета платежного баланса	13
II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	15
2.1. Инфляция	15
2.2. Внутренний сектор	17
2.3. Фискальная политика	22
III. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ	24
3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики	24
3.1.1. Процентный канал	24
3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)	25
3.1.3. Валютный канал	26
3.2. Денежная масса	27
БОКСЫ	
Бокс 1. Влияние конфликта на Ближнем Востоке на экономику Казахстана.	8
Бокс 2. Роль сезонной корректировки в оценке динамики розничной торговли.	19
Бокс 3. Механизм создания депозитных денег в банковской системе.	27

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 5 ИЮНЯ 2026 ГОДА

Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка Республики Казахстан принял решение установить базовую ставку на уровне 17,00% годовых с коридором +/- 1 п.п. Решение опирается на результаты прогнозного раунда, обновленные оценки основных макроэкономических показателей и баланса рисков инфляции.

Годовая инфляция продолжила замедляться: по итогам мая т.г. составила 10,4%, снизившись на 2,5 п.п. с пикового значения 12,9% в сентябре прошлого года.

Месячная инфляция в мае замедлилась до 0,7% (в апреле – 0,8%). Базовая и сезонно очищенная инфляция также снизились до 0,7%.

Инфляционные ожидания населения на год вперед в мае составили 12,7%. За последние два месяца они формируются в диапазоне 12,4-12,7%, при том что с середины прошлого года устойчиво находились выше 13-14%. Ожидания профессиональных участников рынка на конец 2026 года сохраняются на уровне 10,0%.

Мировые цены на продовольствие продолжают умеренно расти за счет удорожания растительных масел, мяса и зерновых культур, тогда как цены на сахар и молочную продукцию снижаются.

В РФ инфляция демонстрирует признаки замедления. В ЕС и США процесс дезинфляции приостановился на фоне сохраняющихся высоких цен на энергоносители. В этих условиях ведущие центральные банки сохраняют осторожный подход к проведению денежно-кредитной политики, подчеркивая готовность к ее корректировке.

В рамках обновленного базового сценария предполагается более высокий уровень цен на нефть марки Brent до конца текущего года (90 долл. США за баррель) по сравнению с предыдущими прогнозными предпосылками. В рамках прогноза заложено постепенное снижение цен до 75 долл. США за баррель в 2027 году и 65 долл. США за баррель в 2028 году. Прогноз инфляции на 2026 год пересмотрен в сторону снижения до 9-11%. Основными причинами пересмотра стали более быстрое фактическое замедление роста цен, ограниченный перенос повышения НДС в цены, а также укрепление курса тенге. Национальный Банк ожидает переход инфляции к однозначному уровню в текущем году. В 2027 году инфляция, по прогнозам, замедлится до 5,5–7,5%, а в 2028 году – стабилизируется вблизи цели в 5%.

Прогноз роста ВВП на 2026 год улучшен и оценивается в диапазоне 4,5-5,5%. Рост ВВП в 2027-2028 годах сложится на уровне 3,5-4,5%. В среднесрочной перспективе рост экономики будет формироваться в условиях более сбалансированной динамики внутреннего спроса и снижения цен на нефть.

Достигнутое замедление инфляции, а также улучшение ее прогноза сформировали пространство для снижения базовой ставки. Решение принято в ответ на накопленное улучшение инфляционной динамики и пересмотр прогнозных оценок.

Вместе с тем, для дальнейшего снижения инфляции до однозначных показателей в текущем году и достижения цели в среднесрочной перспективе необходимо поддерживать умеренную жесткость денежно-кредитных условий. Последующие решения будут приниматься исходя из поступающих данных по инфляции, ее траектории по сравнению с прогнозом, динамике внутреннего спроса, исполнению фискальных параметров, а также масштабов и эффектов квазифискального стимулирования.

I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

1.1. Ключевые внешние предпосылки прогноза макроэкономических показателей

1.1.1. Товарные рынки

Ожидается, что влияние конфликта на Ближнем Востоке на мировой рынок нефти будет недолгим. Однако из-за возможных перебоев поставок из региона цены на нефть будут оставаться высокими до конца 2026 года. Далее на фоне ожидаемого роста предложения цены будут постепенно снижаться (график 1).

Текущая динамика цен на нефть превысила ожидания оптимистичного сценария предыдущего прогнозного раунда, что было обусловлено ухудшением геополитической ситуации на Ближнем Востоке. Дальнейшая динамика цен остается крайне неопределенной. Восстановление движения через Ормузский пролив ожидается во второй половине текущего года. При этом полное восстановление добычи до доконфликтных уровней прогнозируется к концу 2026 года. В 2027 году мировая добыча нефти увеличится. В странах ОПЕК добыча вернется к среднегодовым значениям, а вне ОПЕК заметно возрастет на фоне роста добычи в Бразилии, Аргентине, США и Гайане.

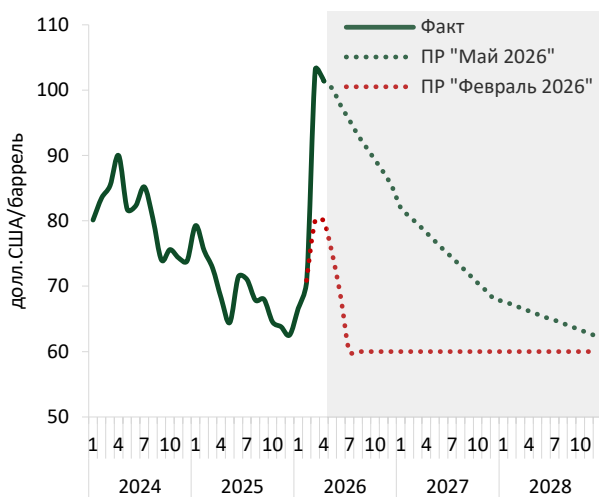
Перебои в поставках и высокие цены на нефть будут способствовать росту издержек производства и отрицательно влиять на экономическую активность и спрос на нефть, особенно в странах Азии. При этом для Китая влияние данных негативных факторов будет ограниченным, что связано с диверсифицированной структурой импорта нефти и накопленными стратегическими запасами.

Конфликт на Ближнем Востоке будет временно поддерживать высокие цены на зерновые. После разрешения конфликта цены на зерновые постепенно нормализуются (график 2).

По данным ФАО, в апреле 2026 года мировые цены на продовольствие выросли на 1,6% м/м или на 2,0% г/г. Наиболее заметно подорожали растительные масла. Также продолжают расти цены на мясо и зерновые.

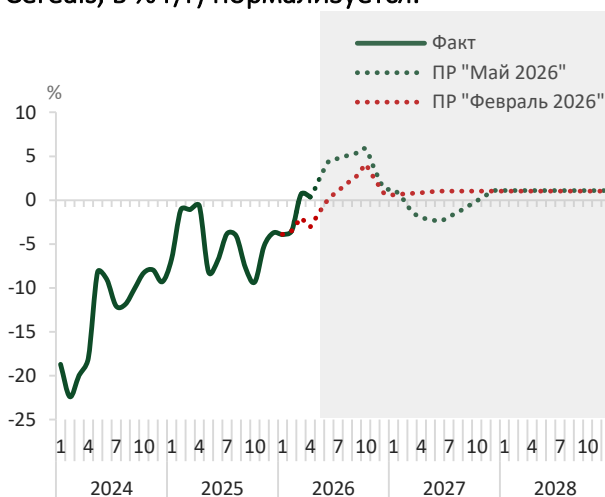
Ожидается, что до середины 2026 года цены на зерновые останутся высокими из-за дорогих удобрений и высокого спроса на этанол. По мере разрешения конфликта на Ближнем Востоке цены постепенно начнут возвращаться к докризисным значениям. В дальнейшем рост мирового производства и увеличение запасов зерна будут сдерживать рост цен на зерновые.

График 1. Предпосылки по ценам на нефть повышены.



Источник: EIA, Consensus Ecs., расчеты НБРК

График 2. По мере разрешения конфликта на Ближнем Востоке рост цен на зерновые (FAO Cereals, в % г/г) нормализуется.



Источник: UN FAO, расчеты НБРК

1.1.2. Глобальное экономическое развитие и страны-торговые партнеры

Экономика Китая продолжит постепенно замедляться. В ЕС экономическая активность останется сдержанной, тогда как в России рост останется слабым на всем прогнозном горизонте.

В апреле 2026 года мировая деловая активность немного улучшилась. Основной рост обеспечивался промышленным сектором, где компании увеличивали производство на фоне опасений по поводу возможных перебоев поставок и дальнейшего роста цен. Вместе с тем, усилилось давление на издержки бизнеса из-за удорожания логистики и сырья на фоне конфликта на Ближнем Востоке. Сфера услуг продолжила расти умеренными темпами.

Экономическая активность в Китае сложилась выше ожиданий, чему способствовали высокая активность в промышленном секторе и рост экспорта. В ЕС слабость промышленного сектора и рост неопределенности на фоне повышения цен на энергоносители привели к более сдержанному росту экономики. В России экономика замедлилась сильнее ожиданий, что сопровождалось сокращением активности в ряде отраслей, жесткими денежно-кредитными условиями и санкционным давлением.

На фоне роста цен на сырьевые товары и усиления инфляционного давления из-за конфликта на Ближнем Востоке МВФ снизил прогноз роста мировой экономики на 2026 год с 3,3% до 3,1%, сохранив прогноз на 2027 год на уровне 3,2%¹. Экономика Китая продолжит постепенно замедляться под влиянием структурных факторов. В ЕС прогнозы роста были немного снижены из-за высоких цен на энергоносители, которые будут ограничивать промышленную активность и внутренний спрос. В России ожидается слабый экономический рост на всем прогнозном горизонте (график 3)².

Конфликт на Ближнем Востоке усилил внешнее инфляционное давление, которое будет постепенно ослабевать по мере снижения цен на энергоносители.

Высокие цены на нефть и газ продолжают отражаться на инфляции в развитых странах. Обновленные данные за апрель 2026 года указывают на усиление инфляционного давления. Ускорение общей инфляции наблюдается в США, странах Европы, Великобритании и Японии. Среди стран-торговых партнеров Казахстана влияние конфликта пока наиболее заметно в ЕС, где инфляция в апреле 2026 года ускорилась до 3,2% г/г с 2,0% в январе 2026 года. Также ускорение инфляции зафиксировано в Китае – до 1,2% г/г (0,2% в январе 2026 года), чему способствовал рост цен на транспортные услуги на фоне удорожания энергоносителей и сохраняющихся сбоев в цепочках поставок. В России инфляция продолжила замедляться и составила 5,6% г/г (январь 2026 года – 6,0%).

Ожидается, что в Китае инфляция останется низкой на фоне слабого внутреннего спроса. В ЕС инфляция временно ускорится в 2026 году под влиянием роста цен на энергоносители, после чего стабилизируется вблизи целевого уровня. В России инфляция продолжит постепенно замедляться на фоне жестких денежно-кредитных условий и охлаждения внутреннего спроса (график 4).

Внешние монетарные условия остаются относительно жесткими, отражая растущую неопределенность и высокие геополитические риски.

На фоне усиления инфляционного давления крупнейшие центральные банки сохраняют осторожную позицию. Некоторые из них не исключают возможность дополнительного повышения ставок в текущем году для сдерживания инфляции. ФРС США и ЕЦБ на последних заседаниях сохранили ставки без изменений. На фоне замедления инфляции и признаков охлаждения экономической активности ЦБ РФ 24 апреля 2026 года снизил ключевую ставку с

¹ МВФ «Перспективы развития мировой экономики», Апрель 2026

² Consensus Ecs.

15% до 14,5% годовых. Ожидается, что ФРС США будет придерживаться более сдержанной политики в условиях сохраняющегося инфляционного давления. ЕЦБ, как ожидается, сохранит более жесткую денежно-кредитную политику для возвращения инфляции к целевому уровню. Согласно обновленному прогнозу Банка России, снижение ключевой ставки будет происходить более медленными темпами, чем предполагалось ранее.

График 3. Внешний спрос остается устойчивым, сохраняя умеренные темпы роста. Агрегированный внешний ВВП*

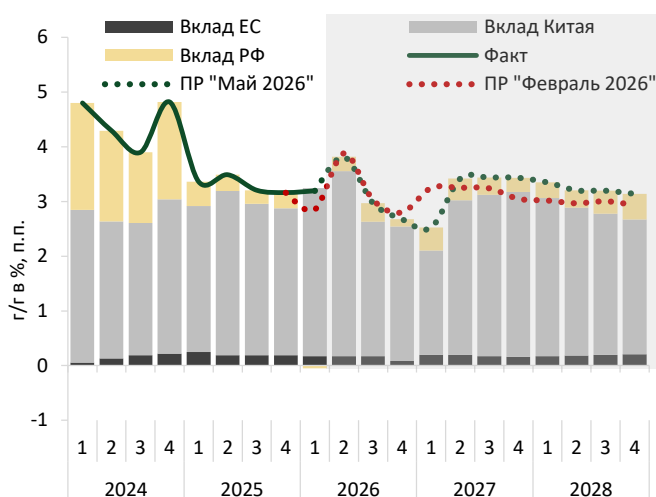
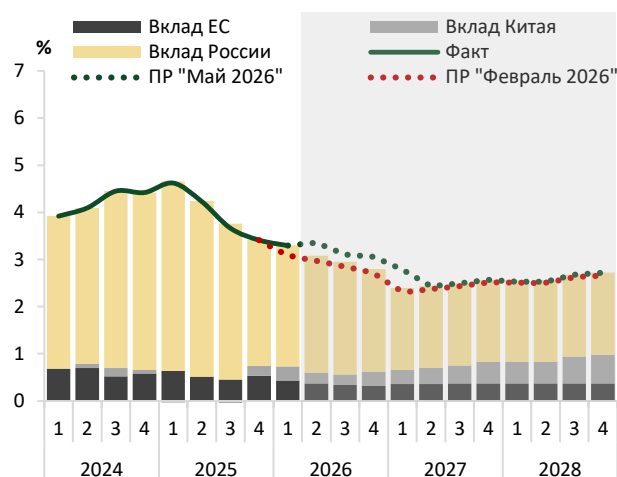


График 4. Внешнее инфляционное давление временно усилится, а затем стабилизируется на умеренном уровне. Агрегированная внешняя инфляция**



*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

Бокс 1. Влияние конфликта на Ближнем Востоке на экономику Казахстана.

Влияние конфликта на Ближнем Востоке на экономики стран остается неоднородным. Наиболее заметно его последствия проявляются в Европе и крупных странах Азии – импортерах энергоресурсов – через рост цен на энергоносители, перебои в поставках и ухудшение условий торговли. Для Казахстана прямое влияние конфликта пока остается ограниченным, что во многом связано с относительно небольшой долей внешней торговли со странами Ближнего Востока (графики 1 и 2).

График 1. Структура экспорта Казахстана по направлениям в 2025 году, %

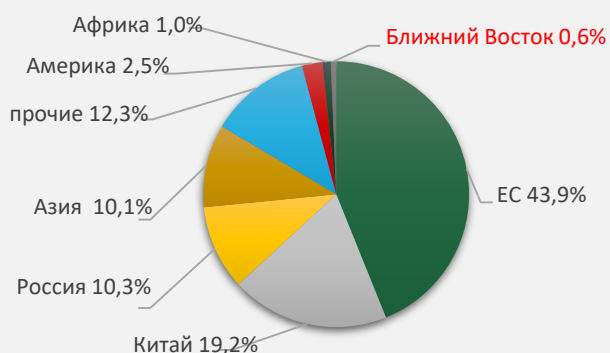
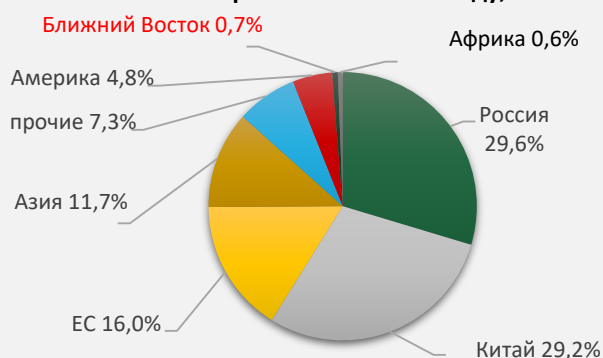


График 2. Структура импорта Казахстана по направлениям в 2025 году, %



Источник: БНС АСПиР РК

Однако стоит отметить, что в товарной структуре роль отдельных стран региона несколько более выражена. Так, Иран является одним из ключевых рынков сбыта казахстанского ячменя. В 2025 году туда было экспортировано около 66% ячменя. Также из Ирана Казахстан импортирует часть продовольственных товаров, в том числе финики и сливочное масло. По итогам 2025 года доля Ирана

в импорте фиников составила 36,7%, сливочного масла – 31,5%. Еще одной страной с более выраженными торговыми связями является Египет: в 2025 году оттуда было импортировано 28,5% смесей душистых веществ и 23,5% отдельных видов химической продукции.

В остальном влияние конфликта на Казахстан может проявляться через косвенные каналы.

Нефть. На фоне конфликта заметно выросли цены на нефть. Для Казахстана в целом это благоприятный фактор, учитывая, что нефть остается основным экспортным товаром. Однако вместе с ростом цен на нефть повысились цены на сопутствующие товары – авиакеросин, бензин и дизельное топливо. Частично это могло способствовать росту внутренних цен на услуги воздушного транспорта. С февраля по апрель 2026 года цены на данные услуги ускорились с 19,8% г/г до 29,3% г/г.

Усиление внешнего инфляционного давления. Выросшие цены на энергоносители привели к ускорению инфляции во многих странах, в том числе в странах-торговых партнерах Казахстана. В ЕС инфляция ускорилась с 2,1% г/г в феврале 2026 года до 3,2% г/г в апреле 2026 года. В Китае в апреле инфляция ускорилась – до 1,2% г/г. В случае дальнейшего роста цен это может привести к дополнительному росту потребительских цен в Казахстане через удорожание импортных товаров. Внешнее инфляционное давление также может усилиться на фоне выросших мировых цен на продовольствие и удобрения.

Ухудшение внешних монетарных условий. На фоне усиления инфляционного давления риторика крупнейших центральных банков стала более жесткой. Это повышает вероятность сохранения высоких процентных ставок в мире в течение более длительного периода. Для Казахстана это может означать ухудшение внешних финансовых условий, усиление давления на валютный рынок и рост волатильности на мировых рынках.

1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию

Экономическая активность в первом квартале 2026 года сложилась несколько выше ожиданий НБРК. Рост ВВП составил 3,0% г/г, чему способствовали более высокие, чем ожидалось, темпы роста инвестиционной активности. Основным драйвером экономического роста до конца 2026 года останется инвестиционный спрос, поддерживаемый квазифискальным стимулированием. С учетом складывающейся динамики экономической активности, а также более высоких цен на нефть прогноз роста ВВП на 2026 год был пересмотрен вверх. Таким образом, рост ВВП в 2026 году сложится в диапазоне 4,5-5,5%, в 2027 году – 3,5-4,5%. В 2028 году темпы роста экономики приблизятся к потенциальным уровням и будут в диапазоне 3,5-4,5% (график 5, таблица 1).

По итогам первого квартала 2026 года рост ВВП превысил ожидания НБРК и составил 3%. Основным фактором более высокой динамики стало усиление инвестиционной активности к концу квартала, что сопровождалось расширением объемов строительных работ. Дополнительный вклад в рост экономики внесло сохранение высоких объемов производства в несырьевых секторах.

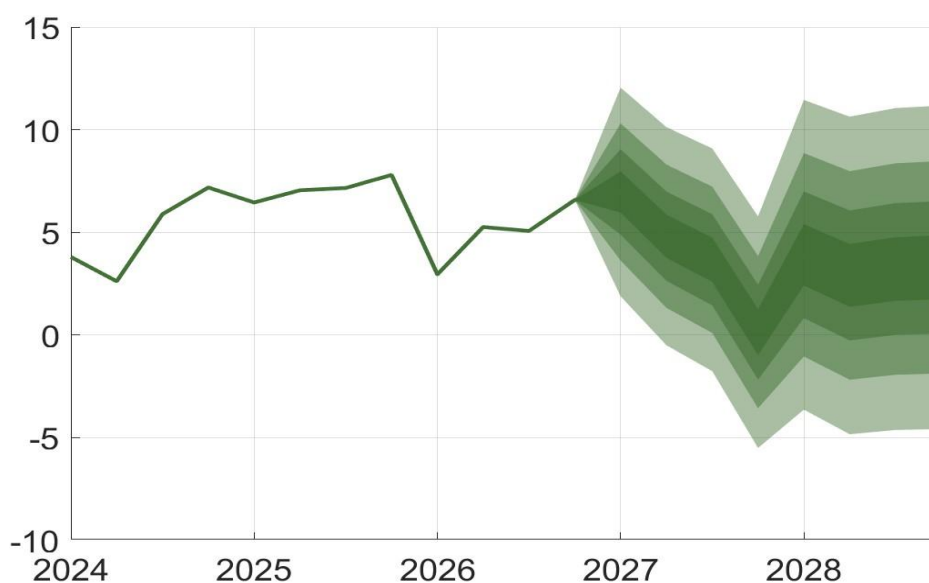
В 2026 году ожидается, что основным драйвером экономического роста в Казахстане останется инвестиционный спрос, поддерживаемый продолжающимся квазифискальным стимулированием. Валовое накопление продолжит увеличиваться за счет реализации инвестиционных проектов в несырьевых отраслях экономики.

Потребительский спрос будет расти более умеренными темпами по сравнению с 2025 годом. Это связано как с эффектом высокой базы прошлого года, так и с временным сдерживанием потребительской активности после повышения НДС. В первой половине 2026 года динамика потребления останется сдержанной, однако во второй половине года возможно постепенное ускорение по мере исчерпания эффекта адаптации к повышению НДС.

Во внешней торговле высокая инвестиционная активность будет поддерживать спрос на импорт инвестиционных товаров, прежде всего машин и оборудования. Экспорт, в свою очередь, будет поддерживаться расширением поставок ненефтяной продукции, в особенности продовольственных товаров.

Ожидания по экономической активности на 2027 год пересмотрены немного вниз ввиду статистического эффекта высокой базы 2026 года. В целом основные предпосылки по динамике ВВП на 2027-2028 годы остались без изменений. Позитивный вклад в рост ВВП в 2027 году будут вносить более высокие цены на нефть, постепенное смягчение денежно-кредитных условий, а также плановое продолжение расширения производства нефти. При этом ожидается постепенное затухание экономических эффектов от фискального стимулирования, в частности квазифискального сектора. В то же время реализация инвестиционных проектов, начатых в 2025-2026 годах, продолжит поддерживать экономический рост за счет вторичных эффектов. Таким образом, темпы экономического роста на 2027 год сложатся в диапазоне 3,5-4,5%. В 2028 году на фоне совокупной фискальной консолидации и нормализации производства нефти экономика будет расти близко к долгосрочным устойчивым темпам роста в диапазоне 3,5-4,5%.

График 5. Ожидания по динамике экономического развития пересмотрены вверх на 2026 год, на среднесрочном горизонте рост ВВП будет стремиться к равновесным значениям.



Источник: Прогнозы НБРК

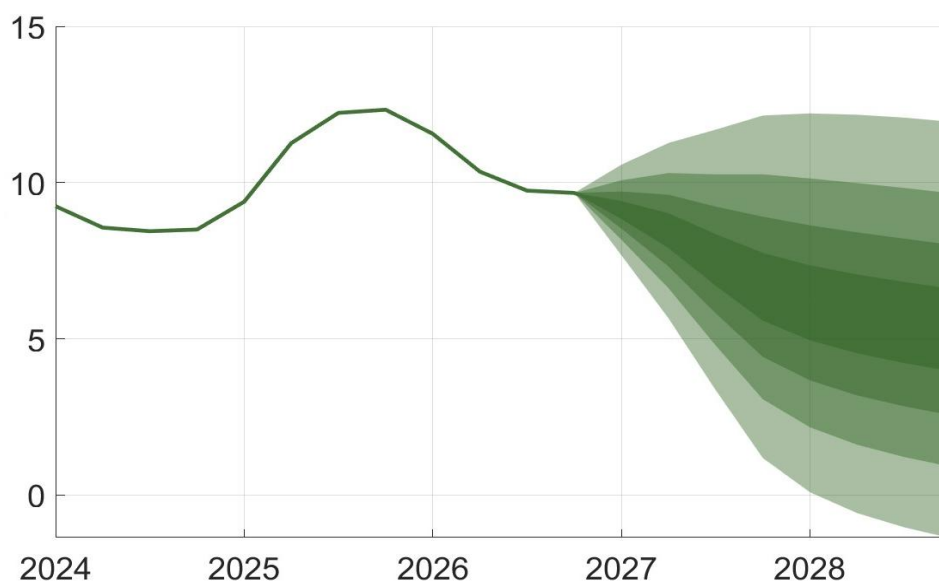
На фоне ожидаемой более сильной динамики экономической активности оценка разрыва выпуска на 2026 год также пересмотрена вверх. Предполагается, что внутренний спрос будет подпитываться проектами квазифискального стимулирования, таким образом, оставаясь источником проинфляционного давления в экономике. В среднесрочном периоде по мере ослабления фискального стимула ожидается постепенное движение экономики к своим равновесным значениям, что приведет к сужению разрыва выпуска и снижению давления на внутренние цены.

Инфляция в Казахстане замедляется несколько быстрее, чем предполагалось ранее. Этому способствует более умеренный эффект от проведенной налоговой политики, умеренно-жесткие денежно-кредитные условия и укрепление обменного курса тенге к доллару США, стабилизация спроса после всплеска в 2025 году, меры по стабилизации продовольственных цен (включая регулирование цен на СЗПТ), а также сдержанный рост тарифов ЖКУ и ГСМ.

С учетом более быстрого фактического замедления роста цен прогнозы по инфляции на текущий год были пересмотрены вниз. В 2026 году инфляция сложится на уровне 9-11%. Ожидается, что в 2027 году инфляция замедлится до 5,5-7,5% (таблица 1). В 2028 году по мере сужения квазифискального стимулирования, проведения фискальной консолидации и приближения роста экономики к своим потенциальным значениям инфляция приблизится к целевому уровню 5% (график 6, таблица 1).

Текущая динамика инфляции складывается несколько ниже ранних прогнозов НБРК. Ожидается, что по итогам года инфляция сложится в диапазоне 9-11%. Наблюдаемое замедление годовой инфляции с октября 2025 года обусловлено умеренно жесткой денежно-кредитной политикой, укреплением курса тенге, снижением тарифов на регулируемые ЖКУ, а также действием моратория на рынке ГСМ. Вместе с тем, несмотря на ожидаемое замедление инфляции в 2026 году, сохраняются как внутренние, так и внешние проинфляционные факторы, которые препятствуют быстрому замедлению инфляции. К внутренним факторам относятся дальнейшее дерегулирование рынков ГСМ и ЖКУ, квазифискальное стимулирование, а также сохраняющиеся повышенные инфляционные ожидания. Внешние факторы обусловлены усилением внешнего инфляционного давления, выраженным ростом мировых цен на продукты питания и ускорением инфляции в странах-торговых партнерах.

График 6. Инфляция достигнет таргета к 2028 году.



Источник: Прогнозы НБРК

В среднесрочной перспективе инфляция будет замедляться. Этому будет способствовать постепенная стабилизация инфляционных ожиданий вследствие умеренно-жесткой денежно-кредитной политики, фискальная консолидация (соблюдение бюджетных правил и отсутствие целевых трансфертов из НФ РК) и сужение квазифискального импульса. Дополнительным дезинфляционным фактором должны выступить 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. С учетом влияния всех указанных факторов инфляция снизится к своему таргету 5% в 2028 году.

Таблица 1. Прогнозы по базовому сценарию*

	2026	2027	2028
ВВП, г/г, %	4,5-5,5 (3,5-4,5)	3,5-4,5 (4-5)	3,5-4,5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	9-11 (9,5-11,5)	5,5-7,5 (5,5-7,5)	вблизи 5,0 (вблизи 5,0)
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	90,1 (66,3)	75 (60)	65 (60)

Таблица 1 (а). Прогнозы по пессимистичному сценарию

	2026	2027	2028
ВВП, г/г, %	3,5-4,5 (3-4)	3-4 (3,5-4,5)	3,5-4,5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	9,5-11,5 (10-12)	6-8 (6-8)	вблизи 5,0 (5,0)
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	76,8 (47,9)	55 (40)	45

Таблица 1 (б). Прогнозы по оптимистичному сценарию

	2026	2027	2028
ВВП, г/г, %	4,7-5,7 (4-5)	4-5 (4-5)	3,5-4,5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	8,5-10,5 (9-11)	5-7 (5,5-7,5)	вблизи 5,0 (5,0)
Нефть Brent, долл. США за баррель, в среднем за год	103,5 (77,7)	95 (80)	85 (80)

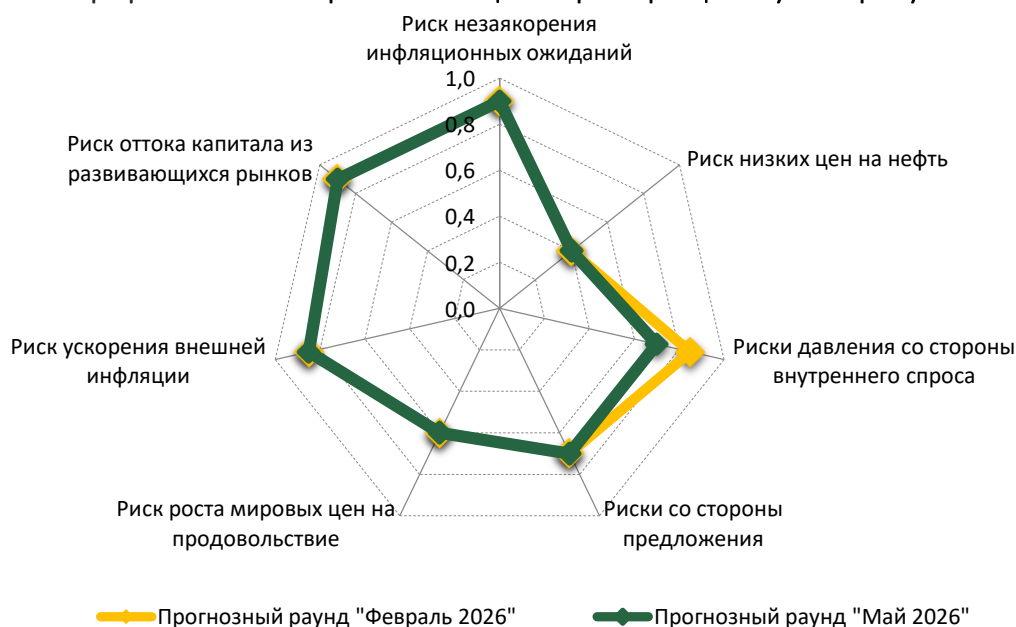
Источник: Прогнозы НБРК

*в скобках указан прогноз в рамках прогнозного раунда «Февраль 2026 года»

1.3. Риски в среднесрочной перспективе

Баланс рисков по сравнению с предыдущим прогнозируемым раундом несколько снизился, но вероятность отклонения инфляции от прогнозной траектории остается высокой. Это обуславливает необходимость сохранения умеренно-жестких денежно-кредитных условий и осмотрительной траектории базовой ставки при фактическом замедлении инфляции. (график 7).

График 7. Баланс рисков смещен в проинфляционную сторону.



Источник: Прогнозы НБРК

Сохраняются риски внешнего инфляционного давления ввиду общего усиления инфляционного давления в мире на фоне ситуации на Ближнем Востоке. Так, вследствие роста цен на энергоносители и перебоя поставок усилились риски ускорения внешней инфляции из стран – торговых партнеров Казахстана, а также роста мировых цен на продовольствие. Кроме

того, по причине ужесточения монетарных политик центральных банков развитых стран может усилиться давление на обменные курсы валют развивающихся стран, в том числе Республики Казахстан, что также может усилить инфляционные процессы.

Что касается внутренних факторов, то риски давления со стороны внутреннего спроса немного снизились в условиях более умеренной динамики потребительского кредитования. Вместе с тем риски внутреннего спроса остаются высокими из-за изменчивости параметров квазифискальных операций и в целом возможного отклонения в соблюдении бюджетных правил. Сохраняются высокими риски незаякорения инфляционных ожиданий в условиях неопределенности повышения цен на ГСМ и ЖКУ, что также обуславливает наличие рисков со стороны предложения вследствие вторичных эффектов. Более того, текущие высокие значения базовой инфляции свидетельствуют об устойчивости инфляционных ожиданий и инфляции в последующие периоды.

Риски прогноза роста ВВП включают возможные перебои в добыче нефти и технические ограничения экспорта по Каспийскому трубопроводному консорциуму (КТК).

1.4. Прогноз текущего счета платежного баланса

Согласно базовому сценарию, в 2026 году текущий счет платежного баланса перейдет из зоны дефицита в зону умеренного профицита. Такому переходу будет способствовать рост котировок на биржевые товары – нефть, металлы и уран. В среднесрочной перспективе, по мере постепенного снижения цен на сырье и устойчивого спроса на инвестиционный импорт, текущий счет вернется к умеренно дефицитным значениям.

По сравнению с предыдущим прогнозным раундом оценки по текущему счету на 2026-2028 годы были пересмотрены в сторону существенного улучшения (таблица 2). Это обусловлено более позитивными ожиданиями по торговому балансу ввиду более высокой текущей прогнозной траектории цен на нефть и металлы.

Таблица 2. Прогноз текущего счета платежного баланса

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 (f)	2027 (f)	2028 (f)
Текущий счет, в % ВВП	-6,5%	-1,4%	2,8%	-3,2%	-2,3%	-4,1%	0,1% (-3,7%)	-2,1% (-4,5%)	-3,8% (-5,0%)
<i>Справочно: текущий счет в млрд. долл. США</i>	-11,1	-2,7	6,4	-8,3	-6,8	-12,5	0,4 (-12,4)	-8,3 (-15,4)	-15,4 (-17,8)

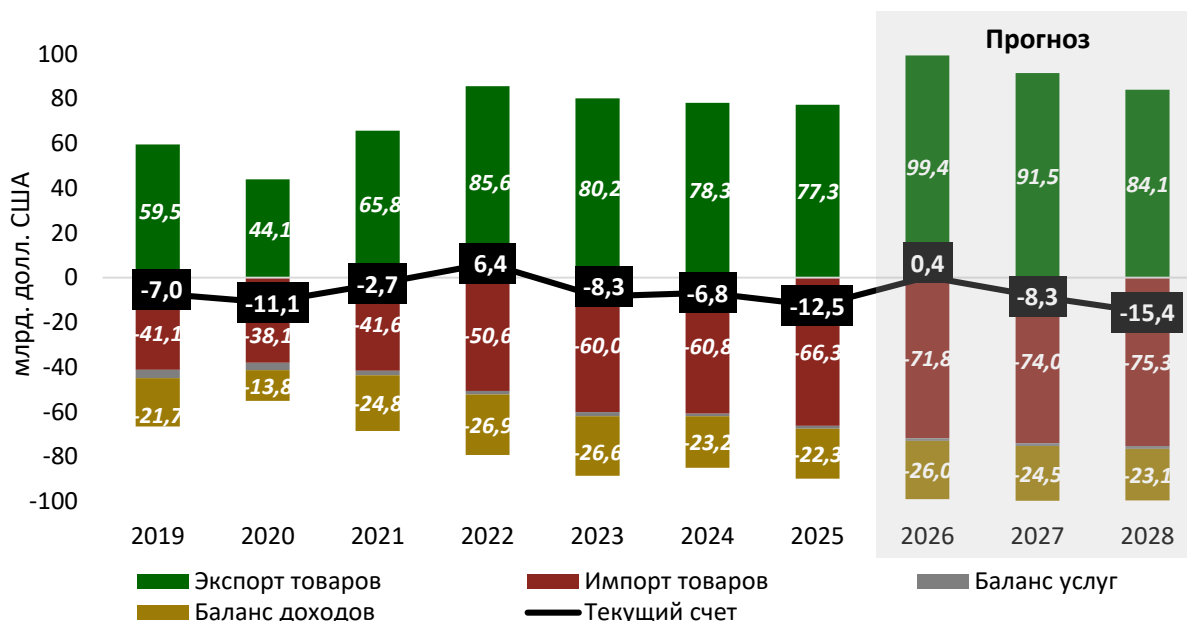
** в скобках указан предыдущий прогноз в рамках прогнозного раунда «Февраль 2026 года»*

Экспорт товаров на прогнозном горизонте будет складываться выше уровней 2025 года. Поддержку нефтяному экспорту окажут более высокие нефтяные котировки. Увеличение ненефтяного экспорта будет обеспечено ростом цен на металлы и уран вследствие замедления мировой добычи медных руд, увеличения спроса со стороны «зеленой» энергетики и технологий искусственного интеллекта. Положительный импульс также окажут ограниченность мирового предложения и сохраняющиеся перебои в поставках сырья на фоне конфликта на Ближнем Востоке. Кроме того, дополнительным фактором роста станет устойчивый внешний спрос на казахстанскую продукцию с высокой добавленной стоимостью, включая сельскохозяйственные товары. В результате, экспорт товаров в среднесрочной перспективе составит 21,0%-26,2% к ВВП (84,1-99,4 млрд. долл. США) (график 8).

Внутренний спрос на импортные товары продолжит расти. Рост будет связан, преимущественно, с увеличением ввоза промышленных товаров, предназначенных для реализации инвестиционных и инфраструктурных проектов, а также модернизации и технического обновления текущих производственных мощностей. Финансирование устойчивого спроса на импортируемую продукцию будет обеспечиваться как собственными и заемными средствами субъектов экономики, так и фискальными и квазифискальными

инвестициями. Таким образом, импорт товаров на прогнозном горизонте ожидается на уровне 18,8%-19,0% к ВВП (71,8-75,3 млрд. долл. США).

График 8. Декомпозиция текущего счета платежного баланса



Источник: прогноз НБРК

Динамика баланса доходов продолжит определяться мировыми ценами на нефть и металлы. Доходы к выплате прямым иностранным инвесторам сохранятся на высоком уровне ввиду роста цен на сырье и объемов добычи нефти. В результате, дефицит баланса доходов в 2026-2028 годах составит порядка (-)6%-(-)7% к ВВП ((-)23,1-(-)26,0 млрд. долл. США).

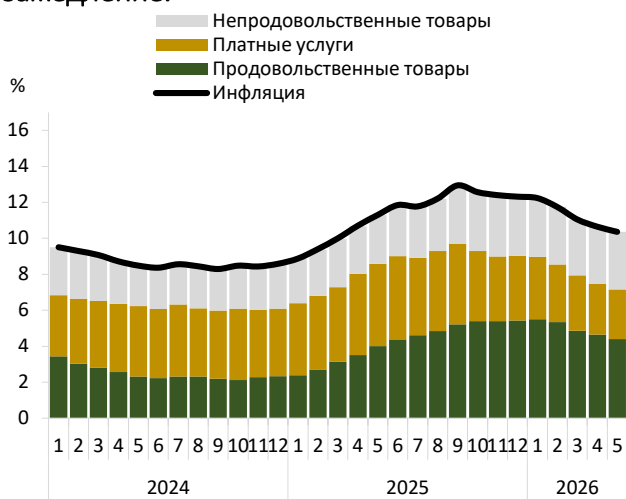
Дефицит баланса услуг на прогнозном горизонте сохранится на уровне прошлого года. Экспорт услуг покажет рост за счет увеличения пропускной способности транспортных коридоров на территории Казахстана, а также притока иностранцев ввиду привлекательности страны как делового и туристического направления. Импорт услуг будет расти вследствие увеличения транспортных услуг ввиду роста товарного импорта, деловых и профессиональных услуг из-за запуска крупных инвестиционных проектов в энергетической, химической, нефтегазовой, металлургической и IT-отраслях, а также выезда казахстанцев за рубеж. Таким образом, дефицит баланса услуг в среднесрочной перспективе составит (-)0,3% к ВВП ((-)1,2-(-)1,3 млрд. долл. США).

II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Инфляция

В мае 2026 года годовая инфляция продолжила замедляться и составила 10,4%. Замедлению инфляции способствовали умеренно жесткие денежно-кредитные условия, укрепление курса тенге, стабилизация потребительского спроса, а также антиинфляционные меры Правительства, включая эффект ранее действовавшего моратория на повышение тарифов на регулируемые ЖКУ и цен на ГСМ. Основное влияние на снижение инфляции оказало замедление роста цен на продукты питания и платные услуги, тогда как непродовольственная инфляция сохранилась на прежнем уровне, что указывает на устойчивость ценового давления в отдельных компонентах потребительской корзины.

График 9. Годовая инфляция продолжает замедление.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

Годовая инфляция продолжила замедляться и в мае 2026 года составила 10,4% (график 9). Несмотря на замедление, инфляция остается выше целевого уровня, что обусловлено сочетанием внешних и внутренних факторов. К **внешним факторам** относятся сохранение высоких мировых цен на отдельные виды продовольствия на фоне геополитической напряженности на Ближнем Востоке, инфляция в России, превышающая целевой уровень, а также крепкий курс рубля, которые приводят к росту цен на импортируемые из России товары. Среди **внутренних факторов** ключевыми драйверами являются рост цен производителей, сохраняющиеся высокие инфляционные ожидания, а также совокупное влияние повышения НДС. Дополнительное проинфляционное давление продолжают оказывать и квазифискальные операции, направленные на стимулирование экономического роста.

Одновременно с этим сдерживающее влияние на инфляцию оказывают умеренно жесткие денежно-кредитные условия, укрепление обменного курса тенге, стабилизация потребительского спроса, а также антиинфляционные меры Правительства, включая эффект ранее действовавшего моратория на повышение тарифов на регулируемые ЖКУ и цен на ГСМ. **Годовой рост цен на продовольственные товары** в мае 2026 года замедлился до 10,7%. Данное замедление происходило в том числе на фоне не характерного для этого периода снижения цен на отдельные виды плодоовощной продукции. Это во многом связано с одновременным снижением цен производителей, укреплением обменного курса тенге и принятыми антиинфляционными мерами Правительства. Однако устойчивость данного эффекта требует осторожной оценки, поскольку часть указанных факторов может носить временный характер.

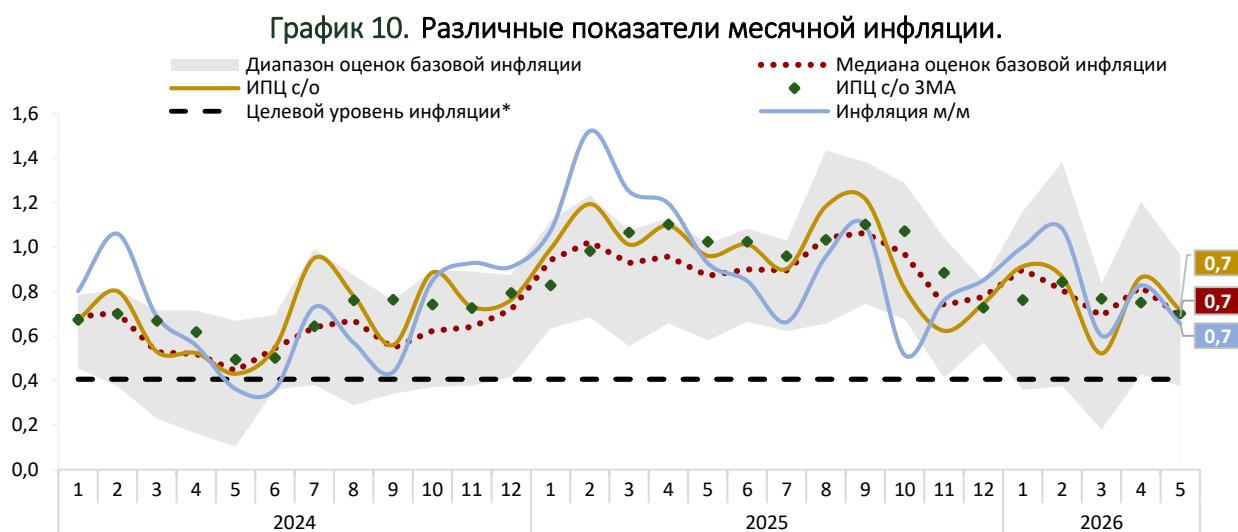
Вместе с тем сохраняются факторы, ограничивающие более устойчивое замедление продовольственной инфляции, включая рост цен производителей в отдельных отраслях пищевой промышленности и сельского хозяйства, а также повышенные мировые цены на отдельные продовольственные товары.

Годовая инфляция на непродовольственные товары в мае 2026 года составила 11,7%. Среди непродовольственных товаров в мае 2026 года совокупное влияние повышения НДС продолжило оказывать проинфляционное давление. При этом крепкий курс тенге к доллару США и российскому рублю оказывал сдерживающее влияние на рост цен на импортируемые товары. Дополнительным дезинфляционным фактором выступали умеренно-жесткие денежно-кредитные условия, способствовавшие постепенной нормализации потребительского спроса.

В мае 2026 года годовой рост цен на платные услуги продолжил замедляться и составил 8,7%. Ключевым дезинфляционным фактором продолжает выступать эффект ранее действовавшего моратория на повышение тарифов на регулируемые ЖКУ. Годовой рост тарифов на регулируемые ЖКУ существенно снизился с 30,4% в сентябре 2025 года до (-)3,4% в мае 2026 года. Дополнительное сдерживающее влияние оказывает укрепление курса тенге и стабилизация потребительского спроса. Вместе с тем, замедление сервисной инфляции остается неравномерным, поскольку по отдельным видам услуг сохраняются повышенные темпы роста цен.

Показатели сезонно очищенной и базовой инфляции в мае 2026 года замедлились. Однако, данные показатели существенно превышают целевое значение инфляции, указывая на сохраняющееся проинфляционное давление. Важно отметить, что многие наблюдаемые дезинфляционные факторы носят временный характер.

Сезонно очищенная месячная инфляция замедлилась до 0,7% в мае после 0,9% в апреле (график 10). Тем временем, медианная оценка базовой инфляции также замедлилась до 0,7% в мае после 0,8% в апреле. Замедление сезонно очищенной инфляции было связано преимущественно с непродовольственной и сервисной компонентами. Диапазон оценок базовой инфляции остается сравнительно широким, что указывает на сохранение неоднородности ценовой динамики и повышенной волатильности устойчивой компоненты инфляции.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

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

Примечание: исторические оценки могут пересматриваться.

Инфляционные ожидания остаются повышенными и волатильными, что указывает на сохранение чувствительности домохозяйств к текущей ценовой динамике и информационному фону (график 11).

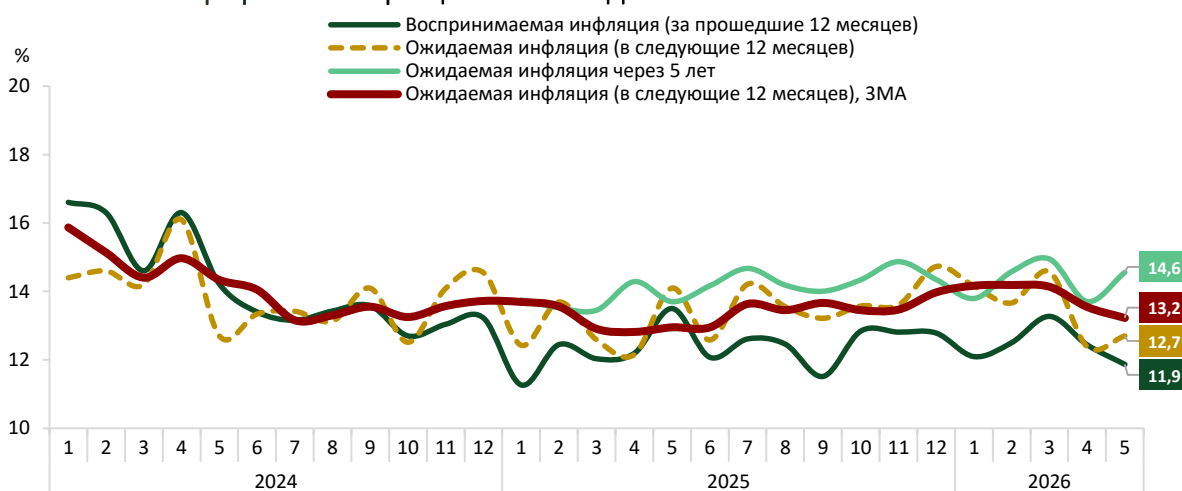
В мае 2026 года инфляционные ожидания на горизонте 12 месяцев составили 12,7% (апрель 2026 года – 12,4%). В ответах респондентов по-прежнему наблюдается высокий уровень неопределенности относительно будущей динамики цен. Значительная часть населения

затрудняется дать количественную оценку инфляции на краткосрочном горизонте. При этом структура ответов данной группы свидетельствует о сохранении заметной доли респондентов, ожидающих ускорения роста цен либо сохранения текущих темпов роста. Это указывает на сохраняющуюся инфляционную обеспокоенность населения.

Среди факторов будущей инфляции респонденты несколько реже отмечали рост цен на продукты питания, а также влияние повышения НДС. Это может указывать на частичное ослабление влияния данных факторов. Вместе с тем, на фоне прекращения моратория, ограничивавшего рост цен на регулируемые ЖКУ и ГСМ, сохраняется обеспокоенность населения относительно их дальнейшего удорожания. Наряду с этим на фоне конфликта на Ближнем Востоке респонденты упоминают внешние события в качестве фактора будущей инфляции.

Ожидаемая инфляция на пятилетнем горизонте в мае 2026 года составила 14,6% (апрель 2026 года – 13,7%). При этом неопределенность по долгосрочным оценкам заметно ниже, чем по краткосрочным ожиданиям, что может указывать на более уверенные представления респондентов о долгосрочной динамике цен.

График 11. Инфляционные ожидания остаются повышенными.



Источник: FusionLab: опрос населения

2.2. Внутренний сектор

В первом квартале 2026 года рост экономики Казахстана замедлился до 3,0% г/г после 6,5% по итогам 2025 года. Основным фактором замедления стали временные ограничения в нефтяном секторе, тогда как ненефтяная экономика продолжила демонстрировать устойчивую положительную динамику.

Замедление ВВП в первом квартале объясняется шоком со стороны нефтяного сектора, а не ослаблением внутренней экономической активности. Уже в конце 2025 года начали проявляться ограничения в экспортной инфраструктуре, включая временное снижение пропускной способности основного канала поставок казахстанской нефти на внешние рынки. В начале 2026 года ситуация дополнительно осложнилась проблемами с производственной инфраструктурой на одном из крупных нефтяных месторождений, что привело к сокращению добычи и оказало заметное отрицательное влияние на общую динамику ВВП. При этом, без учета горнодобывающей отрасли, по оценкам НБРК, рост ВВП в первом квартале оценивается на уровне порядка 5,0% г/г, что свидетельствует о сохранении устойчивой динамики в ненефтяной части экономики.

Несмотря на замедление общего темпа роста, экономическая активность сохраняет поддержку со стороны обрабатывающей промышленности, строительства, транспорта и складирования, а также торговли. Ключевым драйвером выступает обрабатывающая

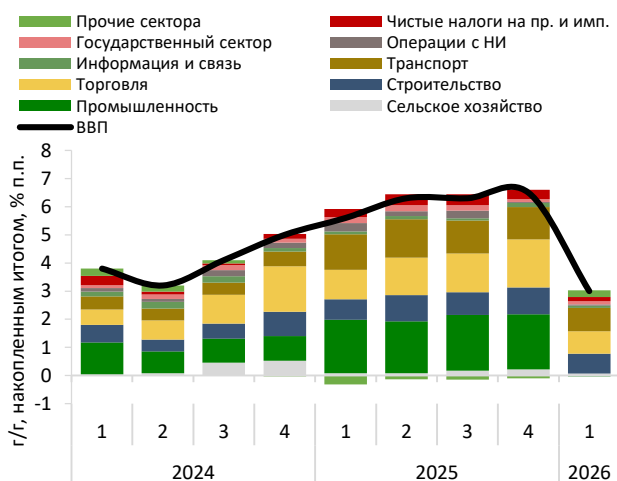
промышленность, где положительная динамика обеспечивается производством продуктов питания, мебели, резиновыми и пластмассовыми изделиями, машиностроением и легкой промышленностью.

Дополнительную поддержку экономике оказывает высокая строительная активность, охватывающая инфраструктурные, промышленные, транспортные, энергетические и жилищные проекты. Это указывает на сохранение устойчивого инвестиционного спроса и оказывает положительное влияние на смежные отрасли, включая производство строительных материалов и инвестиционных товаров, а также услуги транспорта и складирования.

Таким образом, даже в условиях временных сложностей в нефтяном секторе экономика Казахстана продолжает расти. Это свидетельствует о сохранении внутренней устойчивости экономики и постепенном усилении роли ненефтяных отраслей в поддержании общего роста (график 12).

График 12. В первом квартале 2026 года рост экономики был обеспечен преимущественно ненефтяным сектором.

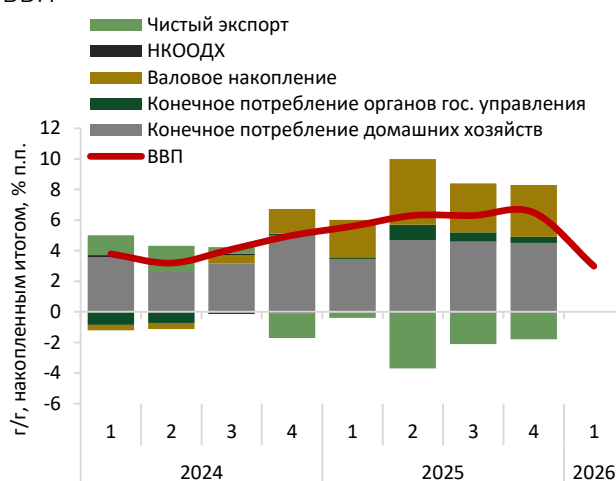
Вклад отраслей и налогов в реальный рост ВВП



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 13. Основной вклад в рост экономики со стороны потребления обеспечивал потребительский и инвестиционный спрос.

Вклад компонентов спроса в реальный рост ВВП



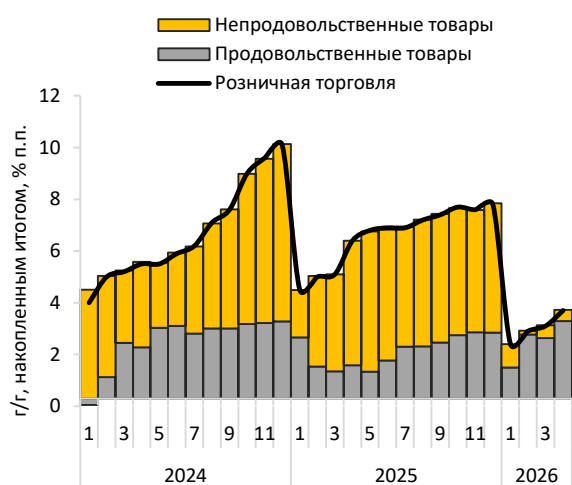
Внутренний спрос, формируемый потребительской и инвестиционной активностью, также демонстрирует устойчивую динамику (график 13). Основной вклад в его рост в начале 2026 года вносит инвестиционный спрос. В то же время динамика розничной торговли в начале 2026 года отражает постепенную нормализацию потребительской активности после повышенных темпов роста в 2025 году.

Со стороны потребительского спроса динамика розничной торговли в начале 2026 года в целом указывает на постепенную нормализацию после опережающего расширения в 2025 году. В январе-апреле 2026 года розничные продажи выросли на 3,4% г/г в реальном выражении, при этом годовые темпы роста постепенно ускорялись от месяца к месяцу (график 14).

В прошлом году, как и ожидалось в преддверии повышения ставки НДС, наблюдался повышенный спрос на фоне опережающих покупок, в особенности товаров длительного пользования. Наблюдавшееся в тот период ускорение потребительского спроса носило проинфляционный характер и сопровождалось признаками перегрева. В январе 2026 года эффект опережающих покупок закономерно исчерпался, и уже с февраля потребительская активность снова начала расти, в настоящее время в целом соответствуя траектории умеренного расширения.

График 14. Объем розничных продаж продолжает ускоряться с начала года.

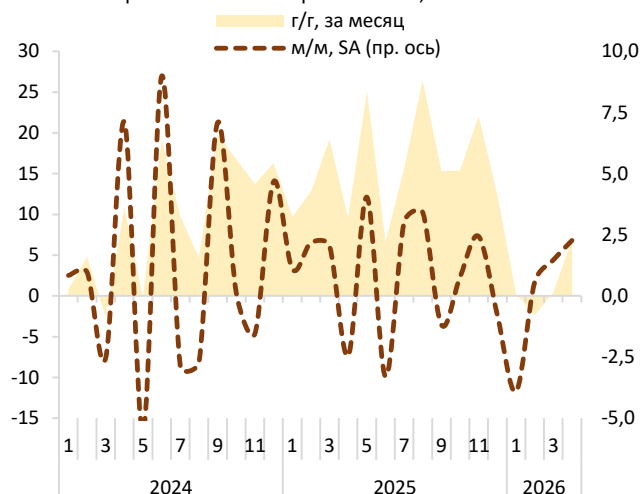
Вклад компонентов розничного товарооборота в рост



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 15. Нормализация спроса домохозяйств подтверждается динамикой потребления услуг общественного питания.

Рост в реальном выражении, в %



Рост спроса на услуги, включая услуги общественного питания, подтверждает устойчивость складывающейся динамики потребительского спроса. Текущие умеренно жесткие денежно-кредитные условия и действующие макропруденциальные меры по регулированию потребительского кредитования способствуют сдерживанию избыточного спроса, не приводя при этом к существенному сжатию потребления (график 15).

Бокс 2. Роль сезонной корректировки в оценке динамики розничной торговли.

Динамика розничной торговли подвержена влиянию сезонных факторов. Например, в декабре потребительская активность традиционно возрастает на фоне праздничных расходов, при этом повышенные объемы потребления в данный период не обязательно указывают на проинфляционное ускорение спроса в экономике. В январе потребители, наоборот, корректируют свои расходы, и объемы потребления временно снижаются. Таким образом, интерпретация краткосрочной динамики розничной торговли без учета сезонных эффектов может приводить к некорректным выводам относительно состояния внутреннего спроса. Использование годовых темпов роста сглаживает подобные колебания, но и в этом случае оценка краткосрочной динамики может искажаться под влиянием эффекта базы, возникающего из-за временных шоков. В связи с этим для оценки текущей динамики внутреннего спроса используются сезонно скорректированные данные.

Согласно определению Eurostat (2024), сезонность представляет собой «сезонные колебания, которые повторяются с сопоставимой интенсивностью в одном и том же сезоне каждого года и которые (...) можно ожидать в будущем³». Это значит, что сезонная корректировка устраняет повторяющиеся внутригодовые колебания, сохраняя при этом информацию о новых изменениях в экономической активности.

Справочно: В общем виде временной ряд может быть представлен как:

$$Y_t^i = TC_t^i + S_t^i + I_t^i,$$

где Y_t^i – наблюдаемое значение показателя i в периоде t ,

TC_t^i – тренд и фаза экономического цикла показателя i в периоде t ,

S_t^i – сезонная компонента, характеризующая регулярно повторяющиеся внутригодовые колебания,

I_t^i – нерегулярная компонента, отражающая временные отклонения и/или шоки.

Сезонность может включать праздничные периоды, влияние погодных условий, периоды отпусков, сезонные маркетинговые акции и другие эффекты. При этом сезонные закономерности могут меняться из-за структурных изменений в потребительском поведении («shifting seasonality»). Например, более

³ Eurostat (2024). ESS Guidelines on Seasonal Adjustment.

частое проведение акций рассрочки может оказывать влияние на внутригодовую динамику потребления. Аналогично, развитие онлайн-торговли и маркетплейсов способно сглаживать традиционные сезонные пики распродаж. Следовательно, сезонная корректировка представляет собой не механическое удаление фиксированных колебаний, а оценку сезонной структуры временного ряда на основе всей доступной информации.

Анализ сезонно скорректированной динамики розничной торговли позволит выявить изменения текущего спроса, которые могут быть недостаточно отражены в привычных годовых темпах роста. Для повышения качества оценки продовольственных и непродовольственных сегменты корректировались отдельно с последующим агрегированием показателя в соответствии с практикой косвенной сезонной корректировки.

На графиках 1 и 2 представлена сезонно скорректированная динамика продовольственных и непродовольственных розничных продаж в реальном выражении. Исходные временные ряды демонстрируют внутригодовую сезонность: во второй половине года спрос как на продовольственные, так и на непродовольственные товары возрастает. В первой половине года динамика более сдержанная, с временным ускорением в марте, вероятно, связанным с празднованием Наурыза.

График 1. Объем розничных продаж продовольственных товаров, в постоянных ценах янв. 2016, в млрд тенге



График 2. Объем розничных продаж непродовольственных товаров, в постоянных ценах янв. 2016, в млрд тенге



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

Как показывают сезонно скорректированные данные, динамика розничной торговли в начале 2026 года во многом отражала влияние сезонности и высокого объема потребления в 2025 году. Существенная часть колебаний розничной торговли формируется именно сезонной компонентой (график 3). После ее исключения становится заметно, что в большинстве периодов 2025 года потребительская активность расширялась, превышая средние значения 2017-2019 годов (периода без выраженных шоков) (график 4).

В текущем году сезонно скорректированные данные указывают на постепенное восстановление розничных продаж, в первую очередь непродовольственных товаров.

График 3. Декомпозиция роста розничных продаж, % м/м в реальном выражении

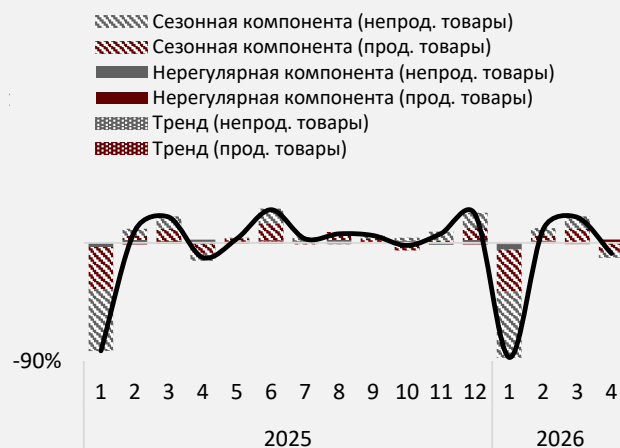
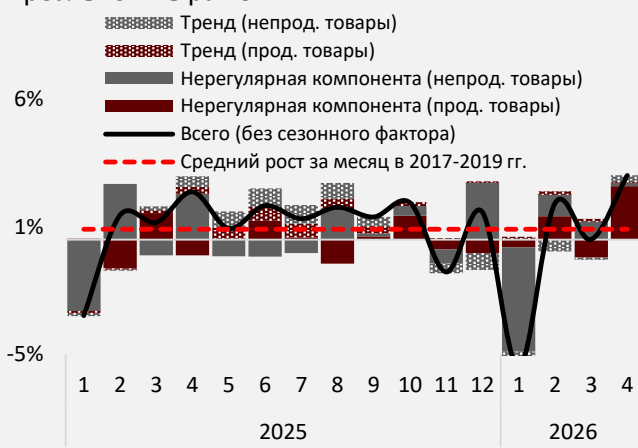


График 4. Декомпозиция роста розничных продаж без учета сезонной компоненты, % м/м в реальном выражении



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

В январе-апреле 2026 года объемы инвестиций в основной капитал продолжили расширяться, увеличившись на 6,7% г/г. Положительная динамика инвестиций отмечалась в ряде несырьевых и инфраструктурных секторов, в частности в обрабатывающей промышленности, сельском хозяйстве, транспорте и складировании, а также в секторах ЖКХ в рамках Национального проекта «Модернизация энергетического и коммунального секторов» (график 16). Сокращение инвестиций в горнодобывающей промышленности и государственном секторе отражает завершение ряда крупных инвестиционных проектов. Такая секторальная динамика способствовала увеличению доли затрат на машины и оборудование при снижении доли затрат на строительные работы.

При этом в начале 2026 года отмечается увеличение частных инвестиций. В январе-апреле 2026 года инвестиции в основной капитал в реальном выражении, за исключением инвестиций из государственного бюджета, выросли на 19,0% г/г, в том числе в несырьевом секторе экономики – на 25,3% г/г (график 17).

График 16. Рост инвестиций обеспечивается увеличением вложений в несырьевые сектора экономики.

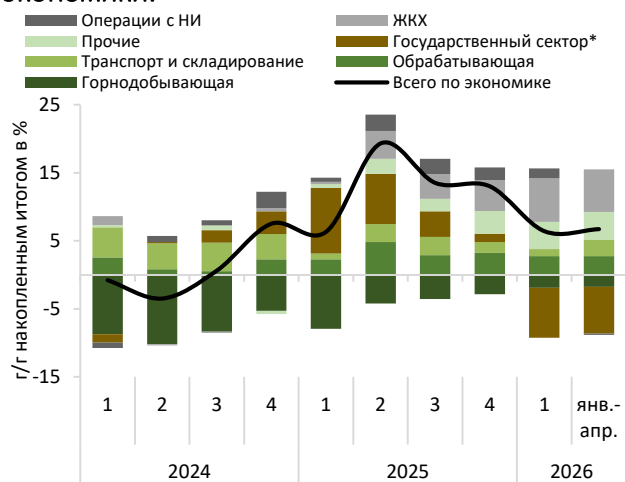


График 17. Частная инвестиционная активность продолжила расширяться в начале 2026 года.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

*Государственный сектор включает отрасли «Образование», «Здравоохранение», «Государственное управление и оборона»

Высокая инвестиционная активность продолжает поддерживать рост импорта товаров инвестиционного назначения, прежде всего машин и оборудования. В то же время импорт потребительских товаров демонстрирует более сдержанную динамику по сравнению с прошлым годом на фоне постепенной нормализации потребительского спроса после его ускоренного роста в 2025 году. Динамика экспорта в первом квартале 2026 года в значительной степени определялась снижением объемов добычи нефти вследствие временных ограничений, связанных с производственной инфраструктурой на одном из крупных месторождений. Вместе с тем, поддержку экспортной динамике оказал рост поставок продукции животного и растительного происхождения, металлов и изделий из них, а также ряда прочих товарных групп.

В первом квартале 2026 года рост занятости продолжился на фоне существенного увеличения числа наемных работников. Уровень безработицы снизился до нового исторического минимума – 4,5%.

Предложение рабочей силы в первом квартале 2026 года продолжило расширяться преимущественно за счет роста числа наемных работников (график 18) в большинстве отраслей экономики, за исключением образования, водоснабжения, а также сферы искусства, развлечений и отдыха. Одновременно ускорилось сокращение числа самостоятельно

занятым, что указывает на дальнейшее перераспределение занятости в пользу формального сектора экономики.

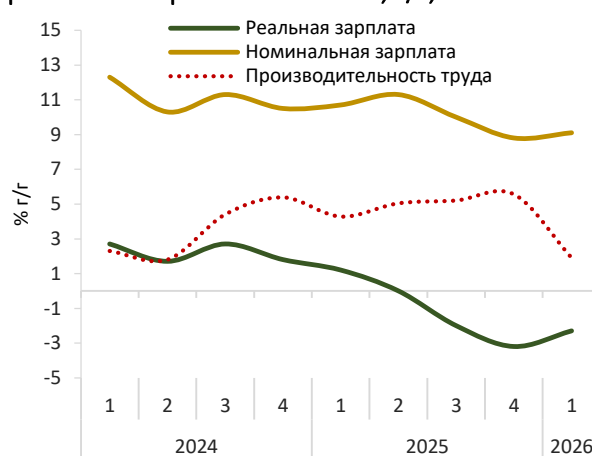
Темпы роста номинальной заработной платы в первом квартале 2026 года ускорились до 9,1% г/г. На этом фоне темпы снижения реальных заработных плат слегка замедлились и составили 2,3% г/г в реальном выражении (график 19). Сокращение реальных заработных плат наблюдается в большинстве отраслей экономики. Исключением стали сельское хозяйство, финансовая и страховая деятельность, водоснабжение, электроснабжение, обрабатывающая промышленность и транспорт.

При этом, несмотря на небольшое замедление в первом квартале 2026 года, в целом по экономике и в большинстве секторов наблюдается рост производительности труда, превышающий рост реальных заработных плат. В сочетании с расширением предложения рабочей силы и ростом занятости при снижении реальных зарплат это указывает на сохранение сдержанного инфляционного давления со стороны рынка труда.

График 18. Предложение рабочей силы и уровень безработицы, г/г, %



График 19. Динамика номинальной и реальной заработной платы, г/г, %



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

2.3. Фискальная политика

Фискальная консолидация продолжает нивелироваться квазифискальным стимулированием.

Согласно предварительной оценке, дефицит госбюджета в первом квартале 2026 года сложился на уровне 1,1% от ВВП, при этом нефтегазовым составил 4,1% от ВВП (график 20). Показатель нефтегазового дефицита находится существенно ниже среднегодовых значений за 10 лет (8,3% от ВВП). В структуре дефицита наблюдается заметное сокращение нефтегазового структурного дефицита и нефтегазовых доходов, однако растет доля обслуживания долга, достигнув 3,4% от ВВП (график 21). Положительная динамика структурного дефицита связана с улучшением поступлений по налогам и сокращением первичных затрат, очищенных от влияния бизнес-цикла.

По итогам первого квартала 2026 года план по доходам государственного бюджета был исполнен, несмотря на внешние шоки. В первом квартале 2026 года налоговые поступления в реальном выражении выросли на 7,4% (график 22). Ключевым драйвером роста выступили поступления от НДС. Вместе с тем, внутри налоговой структуры сохраняется неоднородная динамика. Наибольшее неисполнение наблюдалось по акцизам, КПН и НДС с импорта. Перевыполнение коснулось НДС, ИПН и внутреннего НДС. Стоит отметить, что итоги первого квартала 2026 года пока не позволяют в полной мере оценить эффект налоговой реформы, поскольку на собираемость налогов влияет специфика сроков уплаты и календарь администрирования. Более полный эффект предполагается со второго квартала т.г.

В то же время в первом квартале 2026 года квазифискальное финансирование продолжает нивелировать фискальную консолидацию бюджета (график 23). Льготное кредитование через институты развития, субсидированные займы и гарантийные механизмы замещают прямые бюджетные расходы, оставаясь за периметром официального дефицита бюджета. В результате, фактический импульс со стороны государственного сектора остается стимулирующим.

Сохранение активного квазибюджетного стимулирования будет ограничивать эффект от ужесточения денежно-кредитных условий, снижая действенность процентного канала трансмиссионного механизма НБ РК. Одновременно расширение условных обязательств государства через гарантийные и иные механизмы увеличивает потенциальную долговую нагрузку, которая может реализоваться при ухудшении внешней или внутренней экономической конъюнктуры. Кроме того, ограниченная прозрачность масштабов и параметров квазибюджетного финансирования затрудняет формирование устойчивых ожиданий экономических агентов и может замедлять процесс возвращения инфляции к целевым уровням.

График 20. Ненефтяной дефицит госбюджета в первом квартале 2026 года существенно улучшился, в % от ВВП, за 1 квартал периода.

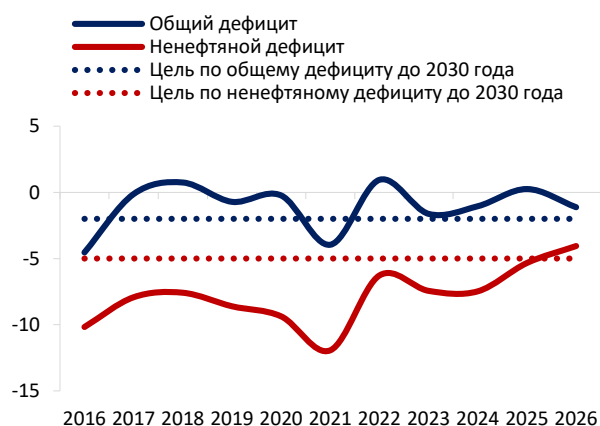
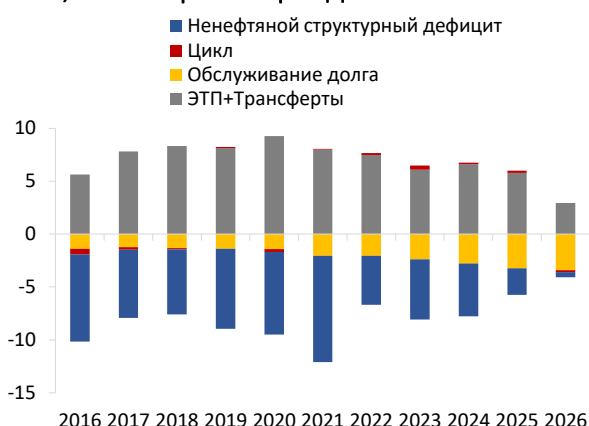
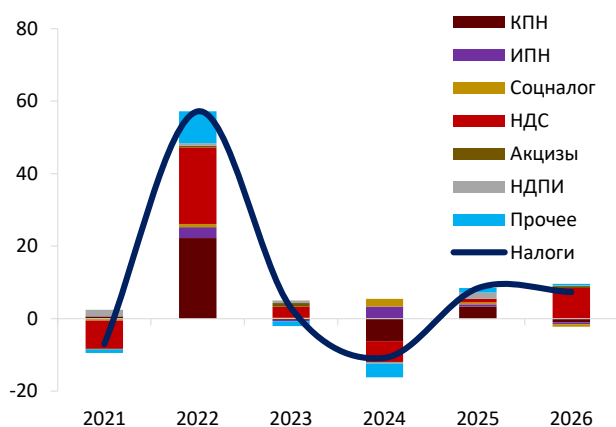


График 21. В структуре дефицита заметно растет доля обслуживания долга, декомпозиция дефицита госбюджета, в % от ВВП, за 1 квартал периода.



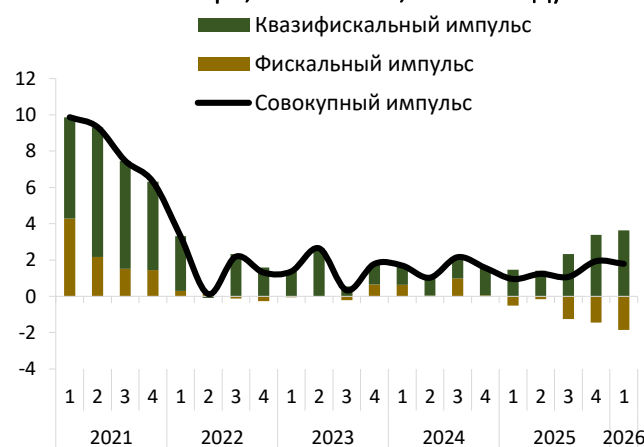
Источник: МФ РК, БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 22. Рост налогов в 1 квартале обеспечен за счет НДС, в %, г/г, за 1 квартал периода.



Источник: МФ РК, АО «НИХ «Байтерек», расчеты НБРК

График 23. Фискальная консолидация была нивелирована финансированием квазигоссектора, в % от ВВП, к 2019 году.



III. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Ставки денежного рынка формировались преимущественно вблизи базовой ставки. Депозитные ставки сохраняются на уровне, стимулирующем сберегательное поведение. На фоне сохранения базовой ставки стоимость кредитования в корпоративном и ипотечном сегментах практически не изменилась. В сегменте потребительского кредитования динамика ставки обусловлена изменением доли рассрочек.

Рост депозитов поддерживается тенговыми вкладами при умеренной положительной динамике валютного сегмента.

Снижение темпов роста кредитования со стороны банков второго уровня (БВУ) связано с замедлением роста потребительского кредитования. Ипотечное кредитование сохраняет положительную динамику на фоне реализации программ льготного жилищного финансирования. В корпоративном сегменте основными драйверами роста выступили предприятия малого и среднего бизнеса.

Темпы роста денежной массы замедлились, но остаются положительными.

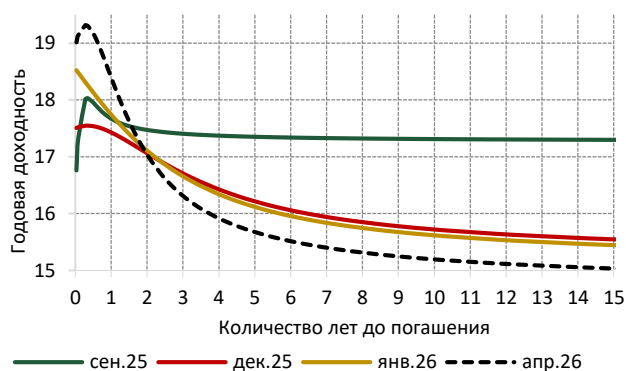
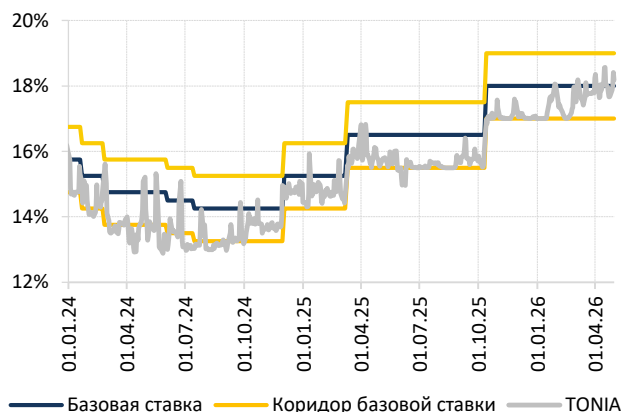
3.1.1. Процентный канал

Ставки денежного рынка формировались вблизи базовой ставки.

В феврале – апреле 2026 года ставки денежного рынка следовали за базовой ставкой. На фоне повышения спроса банковского сектора на ликвидность ставка TONIA преимущественно формировалась вблизи уровня базовой ставки, в отдельные периоды превышая ее (график 24). Средний спред TONIA к базовой ставке составил (-)0,3 п.п. (в ноябре 2025 – январе 2026 года – (-)0,8 п.п.).

В апреле 2026 года **безрисковая кривая доходности ГЦБ** относительно января т.г. демонстрирует снижение на средне- и долгосрочном участке на фоне сохраняющегося спроса на ГЦБ, умеренного роста участия нерезидентов на рынке ГЦБ (график 25) в условиях снижения инфляционных ожиданий участников рынка. При этом рост на краткосрочном участке преимущественно связан с влиянием доходностей нот НБРК (2 выпуска с доходностью 17,8% и 18%).

График 24. Коридор процентных ставок и ставка TONIA



Источник: НБРК, КФБ

Депозитные ставки сохраняют высокий уровень при неизменной базовой ставке. В феврале-апреле т.г. доходность депозитов юридических лиц оставалась стабильной (график 26), тогда как в сегменте физических лиц наблюдалось незначительное снижение средневзвешенной ставки вследствие изменения структуры привлекаемых вкладов.

Корпоративные кредитные ставки. В феврале–апреле текущего года средневзвешенная ставка по кредитам в национальной валюте осталась практически неизменной на фоне сохранения базовой ставки (график 27).

Розничные кредитные ставки. В феврале–апреле текущего года динамика ставок по потребительским кредитам характеризовалась волатильностью, что было обусловлено продвижением банками программ рассрочек в отдельные месяцы. В апреле т.г средневзвешенная ставка по ипотеке находилась в пределах 10-11% (график 27).

График 26. Ставки по депозитам в национальной валюте, %

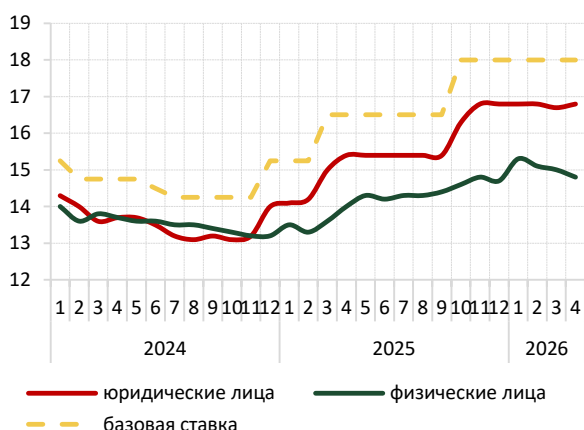
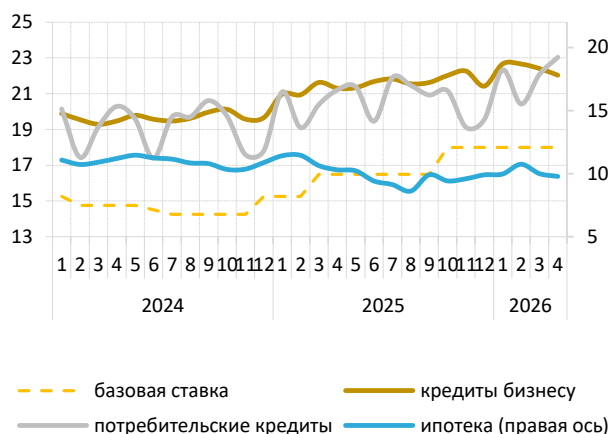


График 27. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)

Темпы роста кредитного портфеля БВУ замедлились (в апреле т.г. – 16,0% г/г) на фоне более умеренного роста кредитования населения (график 28).

Темпы роста розничного кредитования в апреле т.г. замедлились до 16,5% г/г. Охлаждение потребительского кредитования обусловлено принятыми регуляторными мерами и умеренно жесткой денежно-кредитной политикой. В то же время ипотечное кредитование продолжает расширяться (рост на 16,9% г/г) на фоне действия льготных программ (включая «Наурыз», «Наурыз Жұмыскер»).

Основной вклад в рост корпоративного кредитования вносит малый и средний бизнес.

В апреле текущего года темпы роста кредитования бизнеса замедлились до 15,3% г/г. Замедление вызвано сокращением портфеля крупных предприятий вследствие погашения кредитов в ряде банков. При этом кредиты малому и среднему бизнесу демонстрируют значительные темпы роста (32,7% г/г и 13,7% г/г, соответственно).

Депозитный рынок демонстрирует положительную динамику на фоне стабильных процентных условий. В апреле 2026 года объем депозитов в депозитных организациях увеличился на 14,1% г/г (график 29). Основной вклад в рост продолжили вносить депозиты в национальной валюте. Рост валютного сегмента обеспечивался преимущественно притоком новых вкладов юридических лиц, однако данный эффект оставался сдержанным ввиду отрицательной курсовой переоценки.

Устойчивость депозитной динамики согласуется с текущим уровнем сберегательной

активности населения. Норма сбережений домохозяйств⁴ в IV квартале 2025 года расположилась около уровня 2024 года. При этом доля сберегающих семей, по данным FusionLab⁵, продолжает находиться в диапазоне 23-26% с конца прошлого года.

График 28. Кредиты экономике от БВУ (портфель), г/г, %

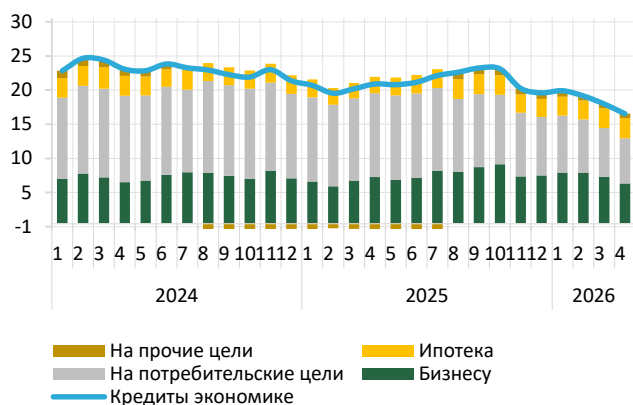
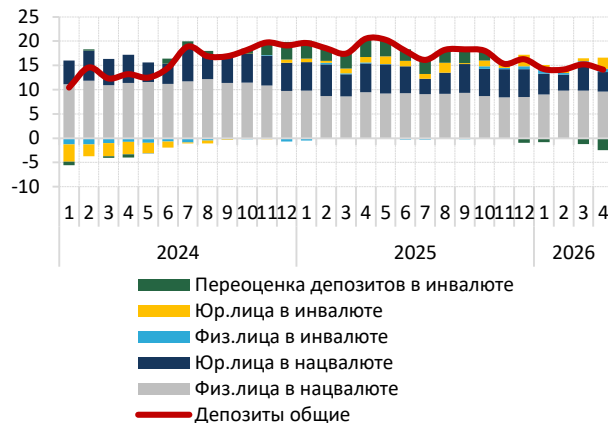


График 29. Депозиты резидентов в депозитных организациях, г/г, %



Источник: НБРК

Сохраняющийся спрос на тенговые сбережения способствует дальнейшему снижению долларизации депозитов. В марте 2026 года долларизация депозитов достигла нового исторического минимума (19,9%) за счет снижения валютной составляющей в депозитах физических (до 17,4%) и юридических лиц (до 23,3%) до рекордно низкого уровня за последние 28 лет. В апреле снижение продолжилось в сегменте физических лиц (до 16,7%), тогда как в корпоративном сегменте наблюдалось умеренное повышение (до 25,2%). В итоге общий уровень долларизации депозитов составил 20,4%.

3.1.3. Валютный канал

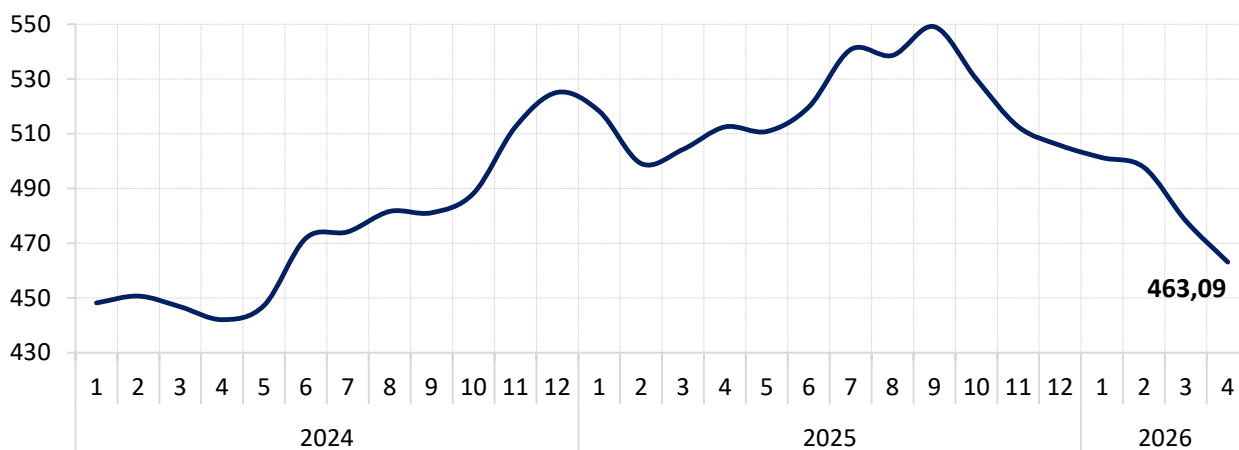
Динамика обменного курса формировалась под влиянием комплекса внутренних и внешних факторов.

В апреле 2026 года по сравнению с январем национальная валюта укрепилась к доллару США на 7,6% (график 30). Курсовая динамика формировалась под влиянием совокупности внешних и внутренних факторов. Со стороны внешней конъюнктуры поддержку национальной валюте оказало повышение и нахождение цен на нефть на высоком уровне. Среди внутренних факторов следует отметить снижение сезонного спроса на иностранную валюту со стороны бюджета и экономических агентов, рост интереса нерезидентов к государственным ценным бумагам на фоне сохраняющейся умеренно жесткой денежно-кредитной политики. Также укреплению национальной валюты способствовали продажи иностранной валюты из Национального фонда и со стороны субъектов квазигосударственного сектора, а также операции зеркалирования.

⁴ Показатель, рассчитанный на основе данных БНС АСПИР РК по следующей формуле: (денежные доходы домохозяйств - денежные расходы домохозяйств)/денежные доходы домохозяйств

⁵ Опрос населения по инфляционным ожиданиям (<https://nationalbank.kz/ru/page/inflyacionnyye-ozhidaniya>)

График 30. Обменный курс тенге к доллару США (тенге за доллар США, на конец месяца)



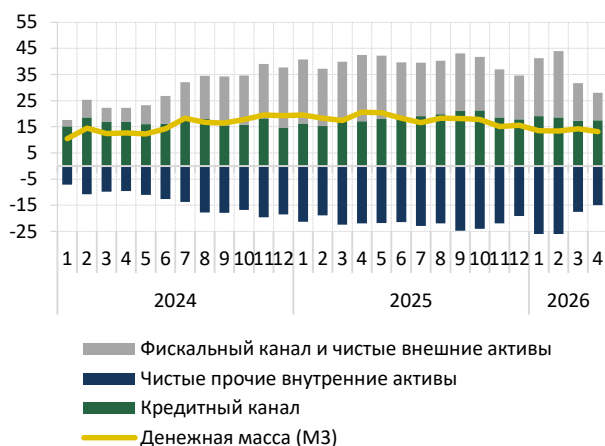
Источник: КФБ

3.2. Денежная масса

Темпы роста денежной массы немного замедлились, но остались положительными.

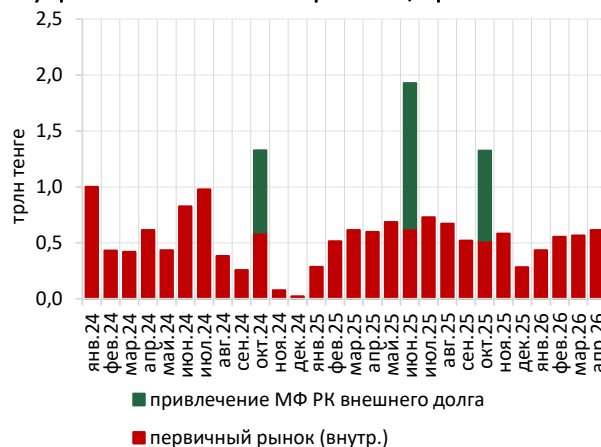
В апреле 2026 года годовой рост общей денежной массы замедлился до 13,1% (график 31), тенговой составляющей – до 16,0%. Рост денежного предложения продолжил поддерживаться расширением кредитования, а также положительным вкладом фискальных операций и внешних активов на фоне привлечения Правительством внешних займов и увеличения расходов бюджета. В феврале-апреле 2026 года объем выпуска ГЦБ МФРК немного превысил объемы в аналогичном периоде прошлого года (график 32).

График 31. Денежная масса, % г/г



Источник: НБРК, КФБ

График 32. Объем выпуска ГЦБ МФРК на внутреннем и внешних рынках, трлн тенге



Бокс 3. Механизм создания депозитных денег в банковской системе.

В экономической литературе роль банков в формировании денег трактовалась по-разному. Согласно теории финансового посредничества, банки рассматривались преимущественно как институты, перераспределяющие уже существующие сбережения между вкладчиками и заемщиками. Вместе с тем в современных исследованиях и публикациях центральных банков все большее внимание уделяется тому, что банковское кредитование является одним из механизмов создания денег в экономике. Эмпирически данный механизм рассматривался в исследовании R. Werner, где на основе фактических кредитных операций и внутренних бухгалтерских записей банка анализировалось, сопровождается ли выдача кредита созданием нового депозитного обязательства. Полученные результаты автор интерпретирует как свидетельство того, что при выдаче кредита банк одновременно формирует кредитный актив и депозитное обязательство перед клиентом.

Вопрос о роли банков особенно важен для понимания депозитной части денежной массы. Денежная масса включает наличные деньги в обращении, а также средства на банковских счетах и депозитах. Наличные деньги выпускаются центральным банком, тогда как депозитная часть денежной массы формируется внутри банковской системы. Средства на счетах и депозитах используются населением и бизнесом как для хранения сбережений, так и для расчетов и переводов. Поэтому при анализе денежной массы важно учитывать не только объем таких средств, но и операции, в результате которых они возникают или сокращаются.

Одним из таких механизмов является банковское кредитование. В привычном представлении банк сначала привлекает средства вкладчиков, а затем направляет их заемщикам. Однако с точки зрения банковского баланса кредитование не всегда начинается с уже существующего депозита. В ряде случаев именно выдача кредита сопровождается возникновением нового депозита. При выдаче кредита в активах банка появляется требование к заемщику, поскольку заемщик обязан вернуть полученные средства в будущем. Одновременно в пассивах банка возникает обязательство перед клиентом, так как сумма кредита зачисляется на его счет и становится доступной для использования. Для заемщика эти средства могут использоваться как безналичные деньги, при этом одновременно у него возникает обязательство по их возврату банку. Таким образом, кредитная операция одновременно формирует кредитный актив банка и депозитное обязательство перед клиентом. Например, если банк предоставляет клиенту кредит на 100 000 тенге, на счете клиента появляется соответствующая сумма. Упрощенно такую операцию можно представить следующим образом:

Упрощенная схема операции	Отражение на балансе	
Активы банка	Требование к заемщику	100 000 тенге
Обязательства банка	Средства на счете клиента/депозит	100 000 тенге

После выдачи кредита клиент может распоряжаться средствами на счете. Если он направляет их на оплату товаров, услуг или других расходов, депозит переходит к получателю платежа. Например, средства списываются со счета заемщика и зачисляются на счет продавца. Если продавец обслуживается в другом банке, депозит перераспределяется между банками, однако на уровне банковской системы в целом продолжает оставаться частью безналичных денег. Обратный эффект возникает при погашении основного долга. Даже если первоначально созданный депозит уже был использован и перешел к другим участникам экономики, погашение кредита уменьшает задолженность заемщика перед банком и одновременно сокращает средства на счете, с которого производится платеж. То есть, для погашения кредита необходимо снизить средства на депозите заемщика. Поэтому погашение основного долга действует в противоположном направлении по отношению к выдаче кредита и может сокращать депозитные деньги.

Вместе с тем рост кредитования не всегда приводит к сопоставимому увеличению тенговых депозитов. Полученные средства могут быть сняты в наличной форме, использованы для покупки иностранной валюты, направлены на погашение ранее полученных кредитов или на иные операции. Поэтому связь между кредитной активностью и динамикой депозитов не является прямой и зависит от дальнейшего движения средств после выдачи кредита.

Кредитование также не является единственным механизмом изменения денежной массы. На динамику денежных агрегатов влияют в том числе фискальные операции, изменение внешних активов и другие факторы. Например, банки могут участвовать в финансировании Правительства через приобретение государственных ценных бумаг. В этом случае в активах банков увеличиваются требования к Правительству, а дальнейшее влияние на денежную массу зависит от использования привлеченных средств (рисунок 1).

В рамках данного бокса акцент сделан на кредитном канале, поскольку он наглядно показывает связь между операциями банков и формированием депозитной части денежной массы.

При этом динамика кредитования зависит от множества экономических и регуляторных факторов. Возможности банков по увеличению кредитного портфеля зависят от спроса на кредиты, платежеспособности заемщиков, оценки кредитных рисков, регуляторных требований, стоимости фондирования и макроэкономических ожиданий и т. д.

Денежно-кредитная политика влияет на этот процесс через процентные условия. Изменение базовой ставки отражается на стоимости кредитов, доходности сбережений и стимулах экономических агентов к заимствованию или накоплению средств. Поэтому динамика депозитной части денежной массы формируется не механически, а в результате взаимодействия кредитной активности банков, спроса со стороны заемщиков, сберегательного поведения и общих финансовых условий.

Рисунок 1. Вклад факторов в годовое изменение денежной массы в апреле 2026 года

