



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Август 2026



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 **20 августа 2026 года**.

ОГЛАВЛЕНИЕ

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 4 СЕНТЯБРЯ 2026 ГОДА	4
I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ	5
1.1. Ключевые внешние и внутренние предпосылки прогноза	5
1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию	7
1.3. Альтернативные сценарии	10
1.4. Риски в среднесрочной перспективе	12
1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса	12
II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	15
2.1. Инфляция	15
2.2. Внутренний сектор	19
2.3. Фискальная политика	24
III. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ	26
3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики	26
3.1.1. Процентный канал	26
3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)	27
3.1.3. Валютный канал	28
3.2. Денежная масса	29
БОКСЫ	
Бокс 1. Индекс ISM: оценка инфляционного давления.	16
Бокс 2. Как динамика обменного курса влияет на внутренние цены.	18
Бокс 3. Анализ влияния LRT на стоимость жилья в Астане.	23
Бокс 4. Структурные изменения депозитных сбережений в Казахстане.	29

РЕШЕНИЕ ПО БАЗОВОЙ СТАВКЕ ОТ 4 СЕНТЯБРЯ 2026 ГОДА

Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка Республики Казахстан принял решение установить базовую ставку на уровне 16,25% годовых с коридором +/- 1 п.п. Решение опирается на результаты прогнозного раунда, обновленные оценки основных макроэкономических показателей и баланса рисков инфляции.

В августе т.г. темпы годовой инфляции замедлились до 9,8%. Дезинфляционный процесс продолжается 11 месяцев подряд.

Месячная инфляция в августе составила 0,6% (0,6% в июле), с очисткой от сезонных факторов – 0,9% (0,7% в июле). Базовая инфляция сохранилась на уровне 0,7%.

Инфляционные ожидания населения на год вперед в июле снизились до 12,1% (13,4% в июне). Ожидания профессиональных участников рынка на конец 2026 года сохраняются на уровне 10%.

Во внешнем секторе ситуация остается нестабильной. Продолжающийся конфликт на Ближнем Востоке поддерживает высокие цены на энергоносители и усиливает внешнее инфляционное давление. В этих условиях риторика ведущих центральных банков сохраняет жесткий характер. Мировые цены на продовольствие несколько выросли за счет зерновых и растительных масел, при этом цены на мясо снизились впервые за длительное время.

Прогноз по инфляции на 2026 год не претерпел изменений: она ожидается в диапазоне 9-11%. Прогноз на 2027 год пересмотрен в сторону повышения до 6,5-8,5%, что обусловлено ростом внешней инфляции, пересмотром предпосылок регулируемых цен, а также увеличением фискального импульса. При этом накопленная жесткость денежно-кредитной политики продолжит ограничивать инфляционное давление и способствовать дальнейшему замедлению роста цен. В 2028 году инфляция стабилизируется вблизи цели в 5% по мере нормализации внешнего инфляционного фона, фискальной консолидации, нормализации внутреннего спроса и снижения инфляционных ожиданий на фоне умеренно жестких денежно-кредитных условий.

Баланс рисков инфляции остается смещенным в проинфляционную сторону. Основные риски связаны с расширением внутреннего спроса на фоне усиления фискального импульса, незаякоренными инфляционными ожиданиями, дальнейшей динамикой цен на ГСМ и тарифов ЖКУ. Внешние риски обусловлены ростом мировых цен на продовольствие и энергоносители ввиду возможного усиления геополитической напряженности.

Прогноз роста ВВП на 2026 год в базовом сценарии не претерпел изменений и оценивается на уровне 4,5-5,5%. Рост ВВП в 2027 году сложится в пределах 4,5%. В 2028 году ожидается ускорение роста ВВП до 4-5%.

Позитивная динамика текущей инфляции и инфляционных ожиданий позволила снизить базовую ставку в рамках текущего решения. При этом в условиях усиления проинфляционных факторов и рисков, которые отразились на пересмотре прогнозных оценок на 2027 год, пространство для дальнейшего снижения ограничено.

Последующие решения будут приниматься исходя из поступающих данных по инфляции, ее соответствия прогнозной траектории, динамики внутреннего спроса, инфляционных ожиданий и регулируемых цен, а также масштабов и эффектов фискального и квазифискального стимулирования. Денежно-кредитная политика будет направлена на снижение инфляции к среднесрочной цели 5% в 2028 году.

I. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

1.1. Ключевые внешние и внутренние предпосылки прогноза

- Рост экономик стран – торговых партнеров останется умеренным, но неоднородным: устойчивость Китая будет сочетаться с более слабой динамикой ЕС и России.
- Внешнее инфляционное давление будет несколько выше, главным образом, вследствие более высокой инфляции в России.
- Внешние монетарные условия останутся относительно жесткими на фоне инфляционных и геополитических рисков.
- Цены на нефть будут снижаться по мере стабилизации ситуации на Ближнем Востоке и роста мирового предложения.
- Мировые цены на зерновые останутся повышенными в краткосрочном периоде, но в дальнейшем ожидается нормализация их динамики.
- Выделение целевых трансфертов в 2027-2028 годах станет проинфляционным фактором на прогнозном периоде.
- Рост тарифов на регулируемые ЖКУ соответствует формуле «инфляция + 5%» на 2026-2027 годы и «инфляция + 3%» на 2028 год согласно Комплексу мер по снижению инфляции¹.
- До конца 2026 года предполагается сохранение годового роста цен на ГСМ вблизи текущих уровней, на среднесрочном горизонте ожидается возвращение к темпам, соответствующим цели по инфляции.

Страны-торговые партнеры (ЕС, Китай, Россия).

Экономика Китая замедлилась на фоне слабого внутреннего спроса и снижения инвестиций, несмотря на устойчивые экспорт и промышленное производство. В дальнейшем экспорт и государственная поддержка продолжают поддерживать экономическую активность, тогда как слабый внутренний спрос будет сдерживать инфляцию, которая останется низкой на всем прогнозном горизонте.

В ЕС темпы роста экономики замедлились в результате снижения инвестиционной активности. На прогнозном горизонте экономический рост останется сдержанным на фоне слабой динамики инвестиций и промышленного производства. Повышенные цены на энергоносители будут поддерживать инфляционное давление в краткосрочной перспективе, однако в 2027 году ожидается возвращение инфляции к целевому уровню.

Экономика России сократилась, что связано с резким снижением инвестиций при сохраняющемся росте потребления. Краткосрочный прогноз экономического роста несколько снижен вследствие топливного кризиса, дальнейшего сокращения инвестиций и более жестких денежно-кредитных условий, в дальнейшем ожидается умеренный рост. Инфляционное давление при этом останется повышенным на фоне ситуации на топливном рынке и расширения бюджетного дефицита, а достижение целевого уровня в 4% ожидается только в 2028 году (таблица 1).

Внешние монетарные условия.

Усиление инфляционных рисков на фоне роста цен на энергоносители в мире привело к ужесточению риторики крупнейших центральных банков, отдельные из которых уже перешли

¹ Комплекс мер по контролю и снижению уровня инфляции в рамках Программы совместных действий Правительства Республики Казахстан, Национального Банка Республики Казахстан и Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка по макроэкономической стабилизации и повышению благосостояния населения на 2026–2028 годы (утверждена постановлением Правительства Республики Казахстан от 19 ноября 2025 года № 980).

к повышению ставок. ФРС США на последнем заседании сохранила ставку на уровне 3,75% годовых. ЕЦБ после июньского повышения до 2,4% взял паузу, а Банк России продолжил снижение ставки до 14,0%, сохранив жесткий сигнал. На фоне повышенных инфляционных рисков рынок ожидает дальнейшего ужесточения политики ФРС США и ЕЦБ, тогда как Банк России предполагает более медленное снижение ставки (таблица 1).

Товарные рынки.

После весеннего пика цены на нефть снизились на фоне ослабления напряженности на Ближнем Востоке и слабого спроса со стороны азиатских стран. Вместе с тем сохраняющиеся перебои с поставками будут поддерживать цены до конца текущего года. В дальнейшем стабилизация ситуации на Ближнем Востоке и рост мирового предложения будут способствовать постепенному снижению цен на нефть.

Мировые цены на продовольствие в последние месяцы умеренно выросли, главным образом за счет зерновых и растительных масел. В краткосрочном периоде цены на зерновые останутся повышенными на фоне геополитических и погодных рисков, однако в дальнейшем высокий уровень производства и достаточные запасы будут способствовать умеренному росту цен (таблица 1).

Фискальная политика

В текущем прогнозном раунде отмечается изменение предпосылки по направленности фискальной политики государства по сравнению с прошлыми ожиданиями. Согласно обновленной информации, в 2027-2029 годах в совокупности ожидается выделение целевых трансфертов из Национального фонда РК в размере 5 трлн. теңге. Средства будут направлены на финансирование критически важных объектов и проектов общегосударственного значения.

Вместе с тем в краткосрочном периоде реализация данных расходов будет оказывать проинфляционное воздействие за счет увеличения совокупного спроса, в том числе вследствие роста расходов на оплату труда, приобретение товаров и услуг, а также импортных закупок в рамках реализации проектов. Таким образом, несмотря на ожидаемый положительный эффект от расширения производственных мощностей в среднесрочной перспективе, на этапе реализации проектов трансферты будут влиять на расширение спроса, тем самым формируя дополнительное инфляционное давление.

Вместе с тем объем квазифискального финансирования экономики со стороны АО «НИХ «Байтерек» в ближайшие годы ожидается на уровне 8 трлн. теңге. Как и ожидалось ранее, в среднесрочном горизонте его влияние будет проинфляционным, хотя вклад квазифискальных стимулов будет снижаться в сравнении с ВВП и становиться менее проинфляционным.

Регулируемые жилищно-коммунальные услуги (ЖКУ).

Рост тарифов на регулируемые ЖКУ определяется исходя из формулы «инфляция + 5%» на 2026-2027 годы и «инфляция + 3%» на 2028 год согласно Комплексу мер по снижению инфляции. В качестве прогнозного значения инфляции используется середина диапазона Прогноза социально-экономического развития Республики Казахстан (ПСЭР), в рамках которого прогноз инфляции был повышен на 2 п.п. в 2027 году и на 1 п.п. в 2028 году.

Горюче-смазочные материалы (ГСМ).

В текущем году после завершения действия моратория происходит постепенная корректировка цен в рамках поэтапной либерализации ценообразования на рынке нефтепродуктов. Учитывая неопределенность относительно дальнейших темпов корректировки цен, а также сохраняющиеся риски со стороны внешних рынков нефтепродуктов на фоне топливного кризиса в регионе, предполагается сохранение текущих темпов годового роста цен на ГСМ до конца 2026 года. В 2027-2028 годах ожидается возвращение роста цен к уровню, соответствующему цели по инфляции (5%).

Таблица 1. Внешние предпосылки прогноза.

		2025	2026	2027	2028
Рост ВВП, %	Китай	5,0	4,7 (4,6)	4,5 (4,4)	4,3 (4,3)
	ЕС	1,4	0,9 (1,2)	1,4 (1,5)	1,6 (1,6)
	Россия	1,0	0,8 (1,0)	1,3 (1,3)	1,4 (1,4)
Инфляция, %	Китай	0,8	1,1 (1,1)	1,2 (1,2)	1,6 (1,6)
	ЕС	2,3	2,8 (2,5)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
	Россия	5,6	6,5 (5,0)	4,5 (4,0)	4,0 (4,0)
Ставка ФРС США, %		3,9	3,9 (3,6)	4,1 (3,6)	3,4 (3,4)
Цена на Brent, \$/баррель		69,1	89,2 (90,1)	75 (75)	65 (65)
Индекс цен на зерновые ФАО		107,2	110,1 (108,7)	111,1 (109,9)	112,1 (111,1)

Источник: Eurostat, National Bureau of Statistics of China, Росстат, Consensus Ecs., ЦБ РФ, оценка НБРК

Примечание: ВВП – изменение в среднем за год; инфляция – декабрь к декабрю предыдущего года; ставка ФРС – на конец года; цена на нефть Brent – в среднем за год; индекс цен на зерновые ФАО – на конец года (2014-2016=100).

В скобках приведены оценки предыдущего прогнозного раунда.

1.2. Перспективы развития экономической ситуации по базовому сценарию

Экономическая активность в первом полугодии 2026 года сложилась в соответствии с ожиданиями НБРК. До конца 2026 года внутренний спрос останется основным источником экономического роста. При этом вклад инвестиций будет усиливаться на фоне реализации инфраструктурных и инвестиционных проектов. С учетом текущей динамики экономической активности прогноз роста ВВП на 2026 год сохранен в диапазоне 4,5-5,5%. В 2027 году рост составит 3,5-4,5%, а в 2028 году темпы роста экономики будут выше в диапазоне 4-5% (график 1, таблица 2).

В первом полугодии 2026 года **рост ВВП** ускорился и составил 4,1% г/г. Основным драйвером роста остается внутренний спрос, поддерживаемый как потребительской, так и усиливающейся инвестиционной активностью. Ускорение роста инвестиций проявлялось также в расширении объемов строительных работ. Дополнительный вклад в экономический рост внесло сохранение высоких объемов производства в несырьевых секторах. Складывающаяся динамика соответствует прогнозной траектории и не меняет оценку роста ВВП на 2026 год.

Вместе с тем возможно дополнительное усиление внутреннего спроса. Расширение финансирования инвестиционных проектов по строительству и реконструкции инфраструктурных и социальных объектов может сместить траекторию роста ВВП ближе к верхней границе прогнозного диапазона.

В результате, до конца 2026 года внутренний спрос останется основным драйвером экономического роста. Потребительский спрос будет расти более умеренными темпами, чем в 2025 году, в том числе вследствие эффекта высокой базы. При этом во втором полугодии 2026 года динамика потребления может ускориться по мере исчерпания эффекта адаптации к повышению НДС.

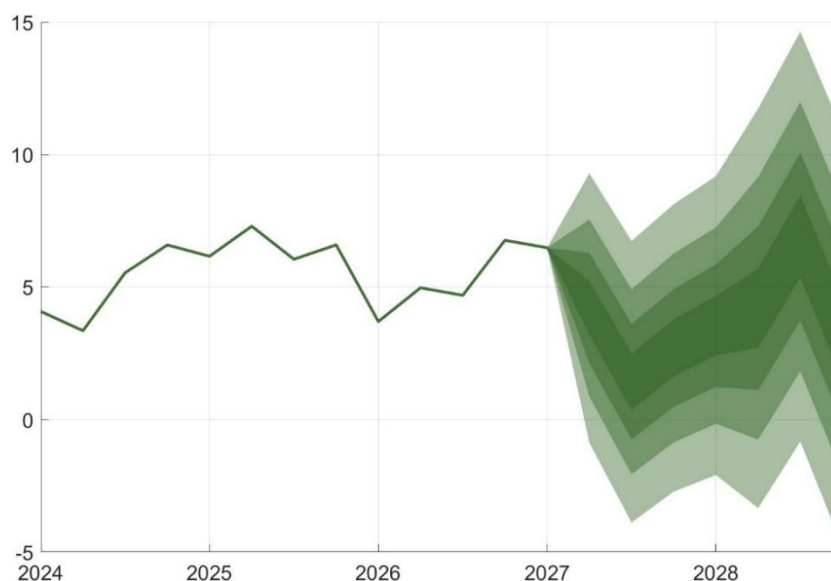
Валовое накопление продолжит расти на фоне реализации инвестиционных проектов в несырьевых отраслях и расширения строительства. Высокая инвестиционная активность будет поддерживать спрос на импорт инвестиционных товаров, включая машины и оборудование, а также строительные материалы. Экспорт будет поддерживаться расширением поставок нефтепродукции.

В 2027 году экономический рост будет поддерживаться более стимулирующей фискальной политикой на фоне выделения целевых трансфертов, что приведет к расширению внутреннего спроса как за счет роста инвестиций, так и потребительской активности

домохозяйств. Рост со стороны потребления органов государственного управления ожидается умеренным. При этом ввиду переноса ремонта на крупном месторождении ТШО с текущего года на 2027 год предполагается снижение нефтяного экспорта по сравнению с прошлыми прогнозами, что будет сдерживать еще больший рост ВВП.

В 2028 году в условиях сохранения стимулирующей фискальной политики ввиду планируемого выделения трансфертов из НФ РК внутренний спрос будет повышенным по сравнению с прошлыми ожиданиями. Дополнительно, динамика ВВП будет поддерживаться приростом нефтяного экспорта в условиях стабилизации производства нефти на крупных месторождениях.

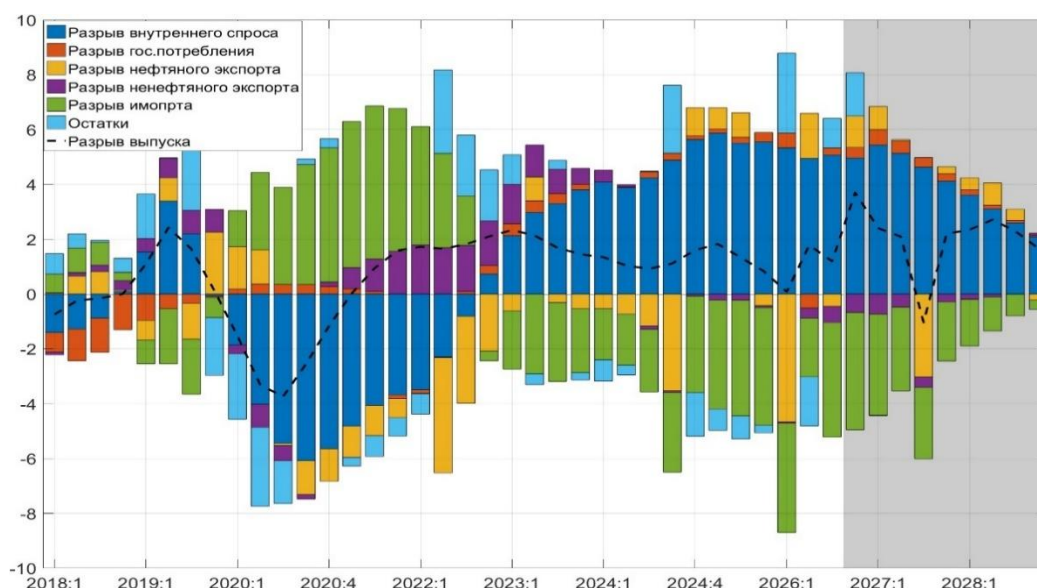
График 1. Экономическая активность будет поддержана повышенным фискальным импульсом на всем прогнозном периоде.



Источник: прогнозы НБРК

Обновленные предпосылки по более стимулирующей фискальной политике поддержат разрыв выпуска (характеризующий отклонение фактического уровня ВВП от потенциального) положительным на всем прогнозном горизонте (график 2).

График 2. Оценка разрыва выпуска смещена в проинфляционную зону.



Источник: оценка НБРК

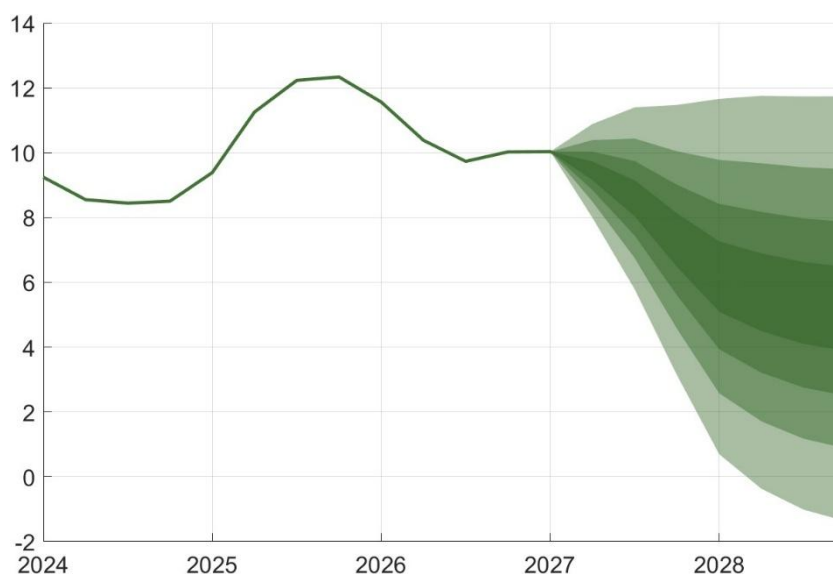
Разрыв внутреннего спроса будет положительным до конца 2028 года, оказывая более проинфляционное давление на внутренние цены по сравнению с прошлыми оценками. Снижение разрыва выпуска в середине 2027 года связано с предполагаемым проведением ремонтных работ на месторождении ТШО. Плановый капитальный ремонт на текущий год был перенесен на 2027 год в связи со снижением добычи нефти на фоне проблем с инфраструктурой на Каспийском трубопроводном консорциуме в текущем году.

По мере уменьшения объемов фискального стимулирования относительно уровня номинального ВВП в 2028 году разрывы внутреннего спроса и импорта также будут сужаться, однако полностью не закроются.

Прогноз инфляции на 2026 год сохранен на уровне 9-11%. На фоне усиления внутренних и внешних проинфляционных факторов прогноз инфляции на 2027 год пересмотрен вверх до 6,5-8,5%. В 2028 году по мере постепенного снижения квазифискального и фискального импульса, а также сохранения умеренно жестких денежно-кредитных условий инфляция приблизится к целевому уровню 5% (график 3, таблица 2).

Текущая динамика инфляции в целом соответствует прогнозной траектории НБРК. Несмотря на пересмотр предпосылок по ценам на ГСМ в сторону более значительного роста в конце 2026 года, ожидается, что инфляция по итогам года сохранится в диапазоне 9-11%. Прямой эффект от повышения цен на ГСМ частично нивелирован благоприятной динамикой номинального обменного курса теңге. При этом основная часть косвенных эффектов от роста цен на ГСМ проявится в начале 2027 года.

График 3. Инфляция пересмотрена на 2027 год.



Источник: прогнозы НБРК

В 2027 году дополнительное инфляционное давление, наряду с косвенными эффектами от повышения цен на ГСМ, будет формироваться под влиянием пересмотра предпосылок по тарифам на ЖКУ и более сильной динамикой внутреннего спроса на фоне выделения дополнительных целевых трансфертов. Дополнительным проинфляционным фактором выступит более медленное возвращение инфляции в России к целевому уровню в связи с ситуацией с топливом в России. Сдерживать инфляционное давление будут более крепкая динамика реального эффективного обменного курса и сохранение сдерживающей денежно-кредитной политики.

В 2028 году ожидается достижение целевого уровня инфляции 5% на фоне сохранения умеренно жестких денежно-кредитных условий, фискальной консолидации, снижения инфляционных ожиданий населения и нормализации внешнего инфляционного давления.

Таблица 2. Прогнозы по базовому сценарию*

	2026	2027	2028
ВВП, г/г, %	4,5-5,5 (4,5-5,5)	3,5-4,5 (3,5-4,5)	4-5 (3,5-4,5)
ИПЦ, дек. к дек. предыдущего года, %	9-11 (9-11)	6,5-8,5 (5,5-7,5)	вблизи 5,0 (вблизи 5,0)

Источник: Прогнозы НБРК

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

1.3. Альтернативные сценарии

Национальный Банк переходит к новому подходу формирования альтернативных сценариев. Ранее альтернативные сценарии различались преимущественно траекториями цен на нефть: оптимистичный сценарий предполагал более высокую, а пессимистичный – более низкую цену на нефть. С текущего момента каждый сценарий будет формироваться как целостная макроэкономическая история развития внешних и внутренних условий, которые могут обусловить отклонение инфляции от базовой траектории и, соответственно, потребовать корректировки денежно-кредитной политики Национального Банка в соответствующую сторону.

Такой подход соответствует международному опыту центральных банков и позволяет более полно отражать источники неопределенности вокруг базового прогноза, показывая возможные направления отклонения инфляции и денежно-кредитной политики от базовой траектории.

В рамках прогнозного раунда «Август 2026» сценарий А и сценарий Б будут отражать два различных варианта развития экономики относительно базового сценария. Сценарий А предполагает такое развитие внешних и внутренних условий, при котором инфляция формируется выше траектории базового сценария, и возникает необходимость в более жесткой реакции денежно-кредитной политики Национального Банка. Сценарий Б, напротив, отражает развитие факторов, при котором инфляционное давление оказывается ниже базового сценария, что создает условия для более мягкой денежно-кредитной политики.

Сценарий А

Предпосылки Сценария А.

- Цены на нефть будут снижаться быстрее, чем в базовом сценарии в результате быстрой стабилизации ситуации на Ближнем Востоке, что будет отражаться в более мягких внешних монетарных условиях.
- Внешнее инфляционное давление будет выше, чем в базовом сценарии вследствие усугубления топливного кризиса в РФ.
- Фискальная политика будет более проинфляционной, чем в базовом сценарии, вследствие увеличения расходов государственного бюджета на 2027-2028 годы по сравнению с базовым сценарием. Параметры квазифискальной политики соответствуют базовому сценарию.
- Рост тарифов на регулируемые ЖКУ будет выше по сравнению с базовым сценарием и будет сопоставим с темпами роста в 2025 году до начала моратория на повышение тарифов.
- До конца прогнозного горизонта рассматривается более высокий рост цен на ГСМ, чем в базовом сценарии, который будет сопоставим с текущими темпами роста цен.

Прогнозы макроэкономических параметров по Сценарию А.

В 2027 году динамика ВВП будет формироваться под воздействием разнонаправленных факторов. С одной стороны, более проинфляционная фискальная политика будет поддерживать внутренний спрос и экономическую активность. С другой стороны, более жесткие денежно-кредитные условия и более низкие цены на нефть будут сдерживать экономический рост. Совокупное влияние сдерживающих факторов будет преобладать, и рост ВВП сложится ниже базового сценария. В 2028 году динамика ВВП будет постепенно восстанавливаться на фоне стабилизации цен на нефть, а также за счет эффекта более низкой базы предыдущего года.

Более высокие регулируемые цены и усиление внешнего инфляционного давления со стороны России будут оказывать прямое влияние на потребительские цены, а через вторичные эффекты – на издержки производителей и инфляционные ожидания.

В результате реализации предпосылок сценария А инфляция на всем прогнозном горизонте будет складываться выше базового сценария. Ключевым фактором в этом сценарии станет то, насколько устойчивыми окажутся вторичные эффекты, то есть насколько первоначальный ценовой шок на фоне реализации предпосылок сценария А транслируется в устойчивый рост цен на широкий круг товаров и услуг. При этом инфляция может превысить целевой уровень 5%, прежде чем начнет устойчиво снижаться. Это может потребовать более сильного и более длительного ужесточения денежно-кредитных условий, чтобы базовая инфляция (без учета изменения цен на регулируемые ГСМ и услуги ЖКУ) постепенно вернулась к цели 5% к концу 2028 года.

Сценарий Б

Предпосылки Сценария Б.

- Цены на нефть будут выше, чем в базовом сценарии в результате повторной эскалации ситуации на Ближнем Востоке, что повлияет на ужесточение внешних монетарных условий.
- Внешнее инфляционное давление будет ниже, чем в базовом сценарии вследствие разрешения топливного кризиса в РФ.
- Фискальная и квазифискальная политики будут иметь параметры, соответствующие предпосылкам базового сценария. Но отдача от инвестиций будет более качественной, чем в базовом сценарии, что приведет к меньшему инфляционному давлению со стороны фискальной политики.
- Рост тарифов на регулируемые ЖКУ будет соответствовать предпосылкам базового сценария.
- До конца 2026 года рост цен на ГСМ будет более умеренным, чем в базовом сценарии. В 2027-2028 годах рост цен на ГСМ будет соответствовать предпосылкам базового сценария.

Прогнозы макроэкономических параметров Казахстана по Сценарию Б.

Более высокие цены на нефть будут поддерживать экспортные доходы и экономическую активность. При этом более качественный рост инвестиций и расширение производственного потенциала приведут к ускорению темпов роста ВВП при меньшем расширении разрыва выпуска по сравнению с базовым сценарием, что окажет менее проинфляционное воздействие на потребительские цены.

Более умеренный рост цен на ГСМ, в т.ч. через прямое и косвенное воздействие, а также более низкое внешнее инфляционное давление через более умеренное удорожание импорта

будут приводить к тому, что инфляционные ожидания населения и бизнеса будут менее выражено расти.

В результате, в сценарии Б совокупное влияние факторов предложения и внешней конъюнктуры будет способствовать формированию более низкой инфляции относительно базового сценария. В свою очередь, более низкое инфляционное давление и меньший рост разрыва выпуска создадут пространство для более мягкой траектории денежно-кредитной политики относительно базового сценария: необходимость в сохранении жестких денежно-кредитных условий будет снижаться быстрее по мере более раннего приближения инфляции к таргету 5%.

1.4. Риски в среднесрочной перспективе

Баланс рисков инфляции остается смещенным в проинфляционную сторону, что потребует сохранения умеренно-жестких денежно-кредитных условий (график 4).

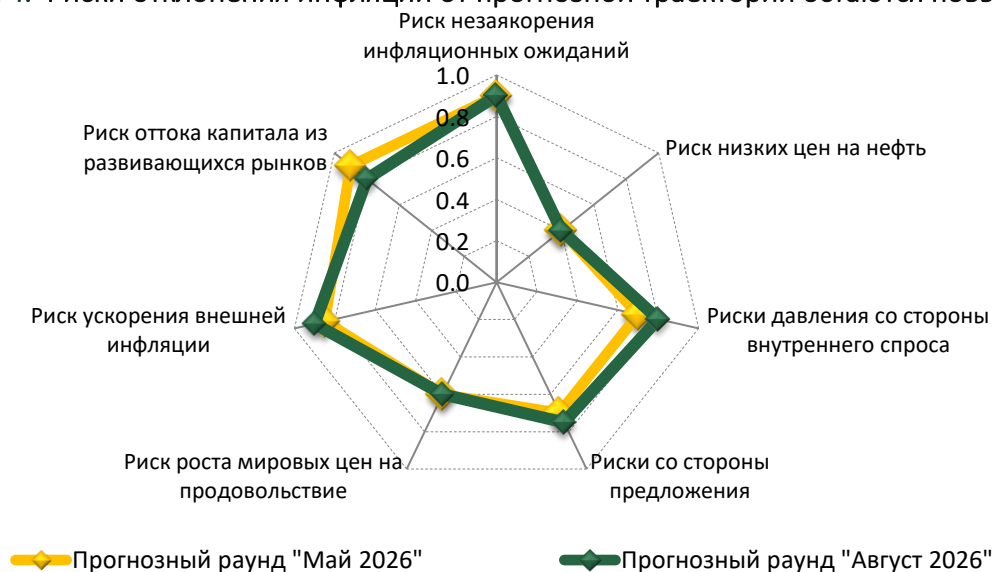
В первую очередь являются повышенными риски со стороны внутреннего спроса ввиду выделения целевых трансфертов. Более значительный фискальный импульс будет поддерживать совокупный спрос на высоком уровне и, соответственно, создавать дополнительное давление на инфляцию в среднесрочной перспективе.

В условиях сохраняющейся неопределенности относительно повышения цен на ГСМ и ЖКУ остаются высокими риски со стороны предложения. Помимо прямого влияния роста регулируемых цен, значимым фактором выступают вторичные эффекты, которые могут проявляться через увеличение издержек производителей, транспортных расходов и последующий перенос этих затрат в цены конечных товаров и услуг.

Значимо присутствует и риск импорта внешней инфляции ввиду сохраняющейся неопределенности относительно дальнейшего развития топливного кризиса в России. Потенциальные изменения цен и условий на российском топливном рынке могут оказывать влияние на внутренние цены в Казахстане как напрямую – через стоимость отдельных видов топлива, так и косвенно – через транспортные и производственные издержки.

В то же время несколько снизился риск влияния оттока капитала из развивающихся стран вследствие повышения странового рейтинга Казахстана.

График 4. Риски отклонения инфляции от прогнозной траектории остаются повышенными.



Источник: оценки НБРК

1.5. Прогноз текущего счета платежного баланса

В рамках базового сценария в среднесрочной перспективе текущий счет платежного баланса сохранится в зоне дефицита. Это будет обусловлено постепенным сценарным снижением цен на нефть, а также сохранением высокой инвестиционной активности, сопровождающейся ростом импорта промежуточных и инвестиционных товаров.

В сравнении с предыдущим прогнозным раундом оценки текущего счета на 2026-2028 годы были незначительно пересмотрены (таблица 3). Основными причинами пересмотра стали более низкая, чем ожидалось ранее, динамика цен на нефть и меньшие объемы ее добычи.

Таблица 3. 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%	-0,2% (0,1%)	-2,3% (-2,1%)	-3,5% (-3,8%)
<i>Справочно: текущий счет в млрд. долл. США</i>	-11,1	-2,7	6,4	-8,3	-6,8	-12,5	-0,9 (0,4)	-9,1 (-8,3)	-13,8 (-15,4)

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

В среднесрочной перспективе экспорт товаров будет сохраняться выше уровня 2025 года как за счет нефтяного, так и ненефтяного компонентов. Более высокий уровень цен на нефть будет способствовать росту нефтяного экспорта. Объемы ненефтяного экспорта будут увеличиваться за счет повышения цен на металлы и уран вследствие дефицита мирового предложения медных руд, цинка и алюминия, роста спроса со стороны «зеленой» энергетики и технологий искусственного интеллекта, а также перебоев в поставках сырья на фоне конфликта на Ближнем Востоке. Дополнительную поддержку ненефтяному экспорту окажет устойчивый внешний спрос на казахстанскую продукцию высокого передела, в том числе продукты переработки зерновых. Как итог, экспорт товаров в прогнозном периоде ожидается на уровне 21,4%-25,5% к ВВП (85,2-98,1 млрд. долл. США) (график 5).

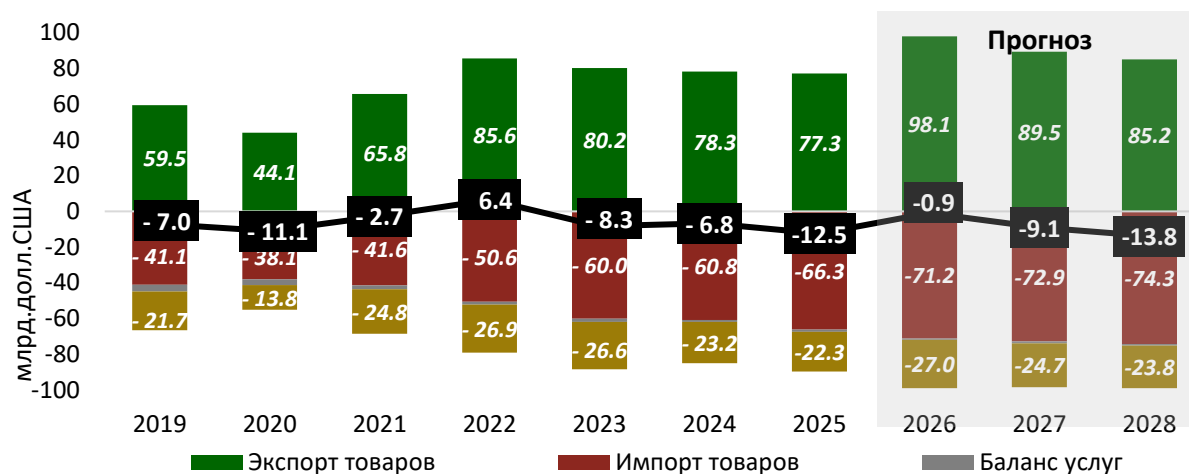
На прогнозном горизонте ожидается сохранение повышенного спроса на импортную продукцию. Рост импорта будет обеспечиваться преимущественно за счет ввоза промышленных товаров, необходимых для реализации инвестиционных и инфраструктурных проектов, расширения производственных мощностей и обновления действующих предприятий. Поддержку импортному спросу окажет расширение инвестиционной активности, финансируемой за счет собственных и заемных средств субъектов предпринимательства, а также государственных и квазигосударственных источников. В результате, импорт товаров в 2026-2028 годах ожидается на уровне 18,5-18,6% к ВВП (71,2-74,3 млрд. долл. США).

Дефицит баланса доходов будет предопределяться динамикой цен на нефть и металлы. Ввиду значительных объемов добычи нефти и цен на сырье, доходы к выплате прямым иностранным инвесторам сохранятся на высоком уровне. Таким образом, дефицит баланса доходов на прогнозном горизонте составит порядка (-)6%-(-)7% к ВВП ((-)23,8-(-)27,0 млрд. долл. США).

В среднесрочной перспективе ожидается сокращение дефицита баланса услуг по сравнению с уровнем прошлого года. Улучшение баланса услуг будет обусловлено опережающим ростом экспорта услуг по сравнению с их импортом. Рост экспорта услуг будет поддержан увеличением пропускной способности транспортных коридоров, проходящих через территорию Казахстана, а также увеличением притока иностранных граждан на фоне укрепления позиции страны как привлекательного делового и туристического направления. Динамика импорта услуг будет обусловлена ростом спроса на транспортные услуги вслед за расширением товарного импорта, увеличением потребности в деловых и профессиональных услугах в связи с реализацией крупных инвестиционных проектов в энергетической,

химической, нефтегазовой, металлургической и IT-отраслях, а также ростом расходов казахстанских граждан на поездки за рубеж. В результате, дефицит баланса услуг в среднесрочной перспективе составит (-)0,2% к ВВП ((-)0,8-(-)1,0 млрд. долл. США).

График 5. Декомпозиция текущего счета платежного баланса



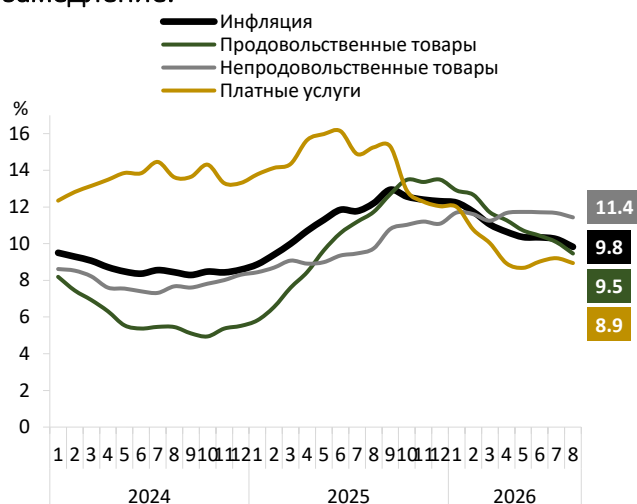
Источник: прогноз НБРК

II. ТЕКУЩИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

2.1. Инфляция

В августе 2026 года годовая инфляция продолжила замедляться одиннадцатый месяц подряд и составила 9,8%. Замедлению инфляции способствовали умеренно жесткие денежно-кредитные условия, крепкий курс тенге, а также антиинфляционные меры Правительства. Замедление охватило все компоненты инфляции. Основной вклад в замедление внесло снижение темпов роста цен на продовольственные товары. В то же время цены на непродовольственные товары и платные услуги замедляются более умеренными темпами.

График 6. Годовая инфляция продолжает замедление.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

Годовая инфляция продолжила замедляться одиннадцатый месяц подряд и в августе 2026 года составила 9,8% (график 6). Вместе с тем месячные темпы инфляции сохраняются выше среднеисторических значений, а годовая инфляция – выше целевого уровня. Инфляционное давление формируется под влиянием как внешних, так и внутренних факторов. К **внешним факторам** относятся сохраняющиеся высокие мировые цены на отдельные продовольственные товары, а также ускоряющаяся инфляция в России, способствующая росту цен на импортируемые из России товары. Среди

внутренних факторов основными драйверами выступают рост цен производителей, устойчивый спрос, высокие инфляционные ожидания и рост цен на ГСМ. Дополнительное проинфляционное давление продолжают оказывать и квазифискальные операции, направленные на стимулирование экономического роста.

Годовой рост цен на продовольственные товары в августе 2026 года замедлился до 9,5%. Этому способствовало снижение цен на плодоовощную продукцию, что во многом связано с реализацией антиинфляционных мер Правительства, крепким обменным курсом тенге, а также хорошим урожаем в странах – производителях фруктов. Вместе с тем сохраняются факторы, сдерживающие более устойчивое замедление продовольственной инфляции. К ним относятся рост цен производителей сельскохозяйственной продукции, а также повышенные мировые цены на отдельные продовольственные товары, прежде всего на мясо. Высокие мировые цены повышают привлекательность экспорта, что сокращает предложение на внутреннем рынке и создает дополнительное давление на внутренние цены.

Годовая инфляция на непродовольственные товары в августе 2026 года составила 11,4%. После четырех месяцев сохранения на практически неизменном уровне в августе непродовольственная инфляция начала замедляться. При этом более значительное замедление непродовольственной инфляции сдерживается ростом цен на ГСМ. Помимо прямого вклада в инфляцию, удорожание топлива оказывает косвенное влияние через рост логистических издержек, а также способствует сохранению повышенных инфляционных ожиданий. Дополнительное проинфляционное давление оказывает устойчивый потребительский спрос, в том числе на фоне высокой активности в строительной отрасли, а также продолжающаяся дерегуляция рынка медикаментов. В то же время значительный

дезинфляционный вклад вносит снижение цен на автомобили на фоне крепкого курса тенге и превышения предложения над спросом.

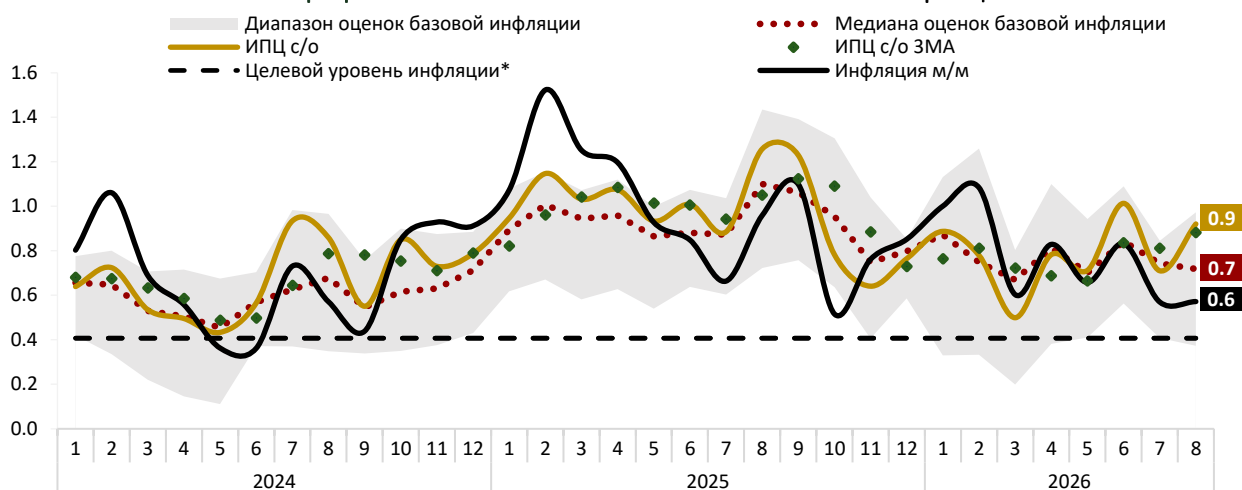
В августе 2026 года годовой рост цен на платные услуги замедлился до 8,9%. Основное проинфляционное давление формирует устойчивый потребительский спрос на рыночные услуги. Дополнительным фактором со стороны предложения выступает рост цен на авиатопливо, который способствует удорожанию авиаперелетов и туристических путевок. В то же время ключевым дезинфляционным фактором остается эффект ранее действовавшего моратория на повышение тарифов на регулируемые ЖКУ. Годовой рост тарифов на регулируемые ЖКУ снизился с 30,4% в сентябре 2025 года до (-)3% в августе 2026 года.

Показатели сезонно очищенной и базовой инфляции в августе 2026 года изменились разнонаправленно. Сезонно очищенная инфляция ускорилась, тогда как медиана оценок базовой инфляции не изменилась. При этом данные показатели остаются существенно выше уровня, соответствующего цели по инфляции, что указывает на сохранение устойчивого ценового давления в экономике.

Сезонно очищенная инфляция ускорилась до 0,9% в августе 2026 года (0,7% в июле), что в аннуализированном выражении соответствует 11,6% (8,9%) (график 7). Ускорение связано с платными услугами, сезонно очищенный рост которых составил 1,4% (0,7%) на фоне повышения тарифов на газ. По продовольственным и непродовольственным товарам сезонно очищенная инфляция практически не изменилась и составила 0,7% (0,7%) и 0,8% (0,7%). Одновременно с этим сохраняется ускоренный рост цен на рыночные услуги, отражая устойчивый внутренний спрос.

Медиана оценок базовой инфляции практически не изменилась, составив 0,72% в августе 2026 года (0,74% в июле), в аннуализированном выражении – 9,0% (9,3%), что ниже темпа общей сезонно очищенной инфляции. Это указывает на то, что колебания сезонно очищенной инфляции в августе были вызваны отдельными волатильными компонентами, тогда как устойчивая составляющая ценового давления практически не изменилась, оставаясь существенно выше цели по инфляции.

График 7. Различные показатели месячной инфляции.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

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

Примечание: исторические оценки могут пересматриваться.

Бокс 1. Индекс ISM: оценка инфляционного давления.

Индекс инфляционного шокового импульса (Inflation Shock Momentum Index, ISM) характеризует широту распространения устойчивых ценовых шоков по компонентам индекса потребительских цен (ИПЦ). Индекс предложен Лэнсингом и Шапиро (Lansing and Shapiro, 2026) в исследовании Федерального резервного банка Сан-Франциско. В отличие от агрегированных показателей инфляции,

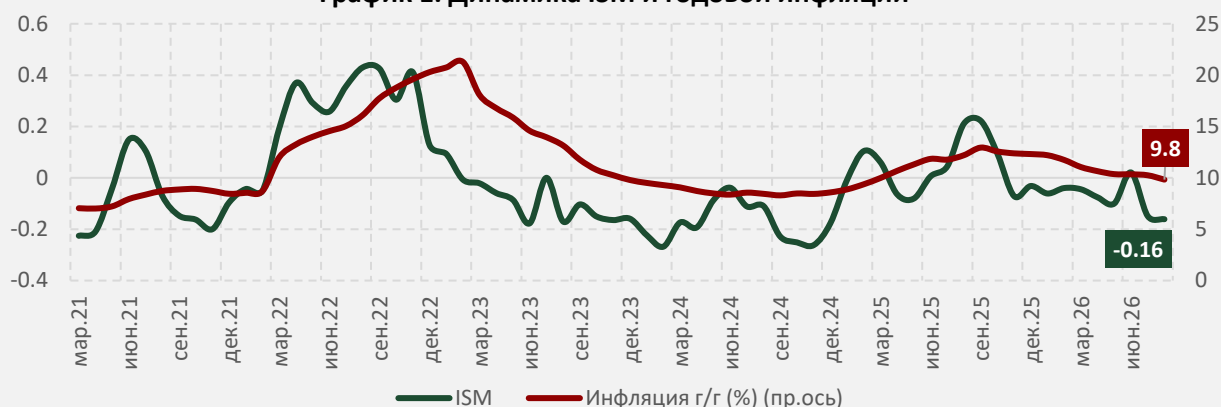
отражающих среднюю динамику цен, ISM показывает, какая часть потребительской корзины обусловлена устойчивыми проинфляционными или дезинфляционными шоками.

Для Казахстана ISM рассчитан на основе сезонно очищенных данных по 102 классам товаров и услуг ИПЦ. Для каждого класса на скользящем 120-месячном окне оценивается модель AR(1). Остатки модели интерпретируются как ценовые шоки: три последовательных положительных остатка определяются как устойчивый проинфляционный шок, три отрицательных – как дезинфляционный. Индекс рассчитывается как разница между весами классов в ИПЦ с проинфляционными и дезинфляционными шоками. Положительное значение ISM указывает на преобладание проинфляционных шоков, отрицательное – дезинфляционных.

Для формальной оценки прогнозной информативности ISM построены внутривыборочные регрессии, в которых годовая инфляция через 12 месяцев объясняется текущим значением индекса. Сравнивались модели без ISM и с его включением в двух спецификациях: без контрольных переменных и с учетом дополнительных факторов. В качестве контрольных переменных использовались текущая годовая инфляция, накопленная инфляция за последние три месяца, инфляционные ожидания, обменный курс тенге к доллару США, мировые продовольственные цены, инфляция в России и цены производителей. Результаты показывают, что ISM содержит дополнительную информацию о будущей инфляции. В модели без контрольных переменных его включение повышает скорректированный коэффициент детерминации (Adj. R²) на 19 п.п., а в модели с контрольными переменными – на 3 п.п.

Таким образом, ISM может рассматриваться как опережающий индикатор инфляционного давления и вспомогательный инструмент прогнозного анализа. Индекс дополняет традиционные показатели инфляции оценкой широты и устойчивости ценовых шоков, позволяет выявлять усиление и ослабление инфляционных тенденций, а также может подавать ранние сигналы об их возможном развороте.

График 1. Динамика ISM и годовой инфляции



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

На графике 1 представлена динамика ISM и годовой инфляции. Сопоставление показателей указывает на способность ISM подавать опережающие сигналы об изменении инфляционной динамики. Так, рост индекса в 2022 году, а также его повторное повышение в 2025 году сигнализировали о расширении проинфляционных шоков и предшествовали последующему ускорению годовой инфляции. В августе 2026 года ISM находится в дезинфляционной зоне, что указывает на преобладание дезинфляционных шоков по компонентам ИПЦ и может сигнализировать о замедлении годовой инфляции в ближайшие месяцы.

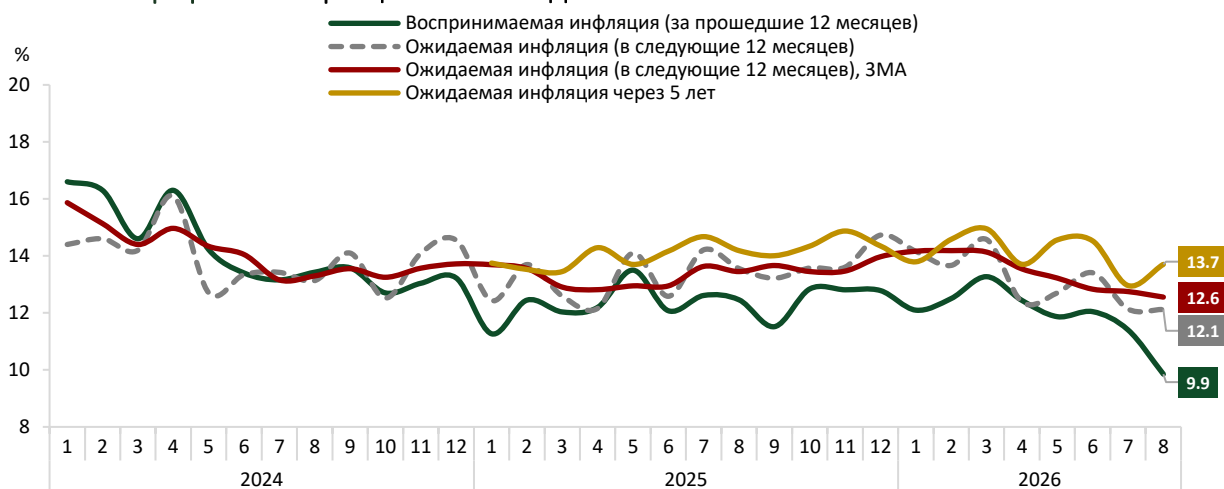
Несмотря на сохраняющуюся волатильность и повышенный уровень инфляционных ожиданий, их сглаженная динамика свидетельствует о постепенном снижении (график 8).

В августе 2026 года инфляционные ожидания на горизонте 12 месяцев не изменились в сравнении с предыдущим месяцем, составив 12,1%. При этом сглаженный за три месяца показатель продолжил снижение, составив 12,6%. Это может свидетельствовать о некотором снижении инфляционных ожиданий в последние месяцы, хотя их уровень по-прежнему остается повышенным. При формировании краткосрочных инфляционных ожиданий

население по-прежнему в значительной степени ориентируется на личный опыт покупок. Это указывает на сохраняющуюся роль текущего восприятия цен в формировании инфляционных ожиданий. Среди факторов будущей инфляции респонденты продолжают отмечать рост цен на продукты питания и ЖКУ. Вместе с тем увеличилась обеспокоенность населения относительно дальнейшего удорожания ГСМ. Наряду с этим на фоне конфликта на Ближнем Востоке респонденты продолжают упоминать внешние события в качестве фактора будущей инфляции.

Инфляционные ожидания на пятилетнем горизонте составили 13,7% в августе 2026 года (13% в июле). Их уровень по-прежнему остается повышенным и превышает инфляционные ожидания на горизонте 12 месяцев, что отражает обеспокоенность населения относительно долгосрочной динамики цен.

График 8. Инфляционные ожидания населения остаются повышенными.



Источник: FusionLab: опрос населения

Бокс 2. Как динамика обменного курса влияет на внутренние цены.

Изменение обменного курса передается во внутренние цены с различной скоростью в зависимости от типа товара. Цены на импортные потребительские товары относительно быстро реагируют на изменение обменного курса теңге. Для отечественных продовольственных товаров перенос происходит постепенно: удорожание импортного сырья и оборудования сначала повышает издержки производителей, а затем отражается в отпускных и розничных ценах. Часть курсового шока поглощается торговлей за счет сокращения маржи, поэтому его влияние на потребительские цены слабее.

Результаты оценки влияния динамики обменного курса теңге на потребительские цены (ИПЦ) и цены производителей (ИЦП) показали², что за последнее десятилетие величина эффекта менялась под влиянием двух структурных сдвигов (графики 1,2):

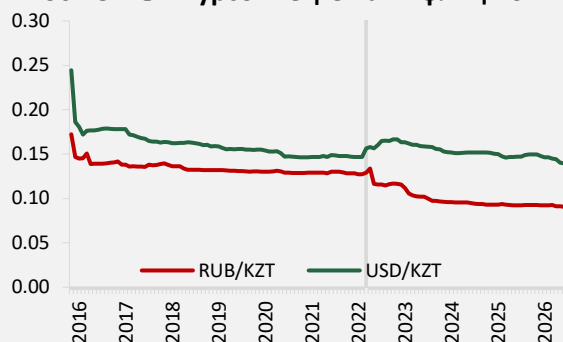
2015 год. После перехода к инфляционному таргетированию и свободно плавающему обменному курсу по мере адаптации экономики к новым условиям реакция цен на курсовые колебания постепенно ослабевала.

2022 год. После февраля 2022 года внешнеторговые потоки начали перестраиваться. В 2023 году Китай вышел на первое место среди поставщиков с долей 27,4%, тогда как доля России снизилась и составила 26,5%³. Смена поставщиков и логистических маршрутов снизила зависимость внутренних цен от российского рубля и усилила роль доллара США.

² Оценки получены методом расширяющегося окна, при котором модель последовательно переоценивается при добавлении каждого нового наблюдения: начальная дата выборки фиксирована, конечная сдвигается вперед на один месяц.

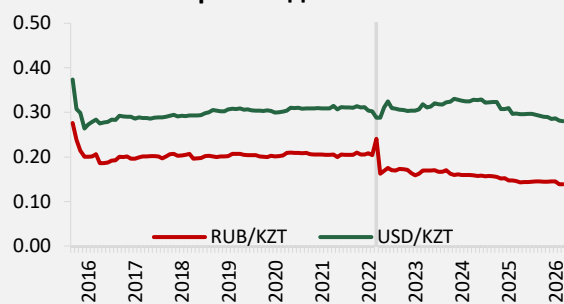
³ БНС АСПиР РК «Внешнеторговый оборот Республики Казахстан (январь - декабрь 2023 года)».

График 1. Изменение эффекта переноса обменных курсов теңге на инфляцию



Источник: расчеты НБРК

График 2. Изменение эффекта переноса обменных курсов теңге на цены производителей



Источник: расчеты НБРК

Согласно оценкам, при ослаблении теңге к доллару США (российскому рублю) на 1% эффект переноса в цены производителей на горизонте 12 месяцев составляет:

- 0,32 (0,15) п.п. для обрабатывающей промышленности;
- 0,28 (0,14) п.п. для пищевой промышленности.

Для потребительских цен соответствующие оценки составляют:

- 0,14 (0,09) п.п. по общей инфляции;
- 0,15 (0,10) п.п. по продовольственным товарам;
- 0,25 (0,16) п.п. по непродовольственным товарам;
- 0,02 (0,02) п.п. по платным услугам.

Основная часть эффекта реализуется в первые 3-5 месяцев после курсового шока, затем накопленная реакция цен стабилизируется. Как для цен производителей, так и для всех компонентов потребительских цен эффект переноса обменного курса теңге к доллару США выше, чем к российскому рублю. Различия между компонентами инфляции объясняются структурой затрат. Продовольственные товары реагируют слабее, так как значительная их часть производится внутри страны, а доля импорта значительно ниже. Услуги на динамику обменного курса почти не реагируют – их себестоимость формируется в основном внутри страны, прежде всего за счет оплаты труда.

Помимо общего уровня эффекта переноса, важно понимать, одинаково ли цены реагируют на ослабление и укрепление теңге. Оценки указывают на выраженную асимметрию: ослабление теңге передается в цены заметно сильнее, чем укрепление. При укреплении теңге к доллару США наиболее слабо реагируют цены на непродовольственные товары, а к российскому рублю – на продовольственные.

2.2. Внутренний сектор

В первом полугодии 2026 года реальный ВВП Казахстана увеличился на 4,1% в годовом выражении. Рост формировался преимущественно за счет ненефтяного сектора, тогда как динамика нефтедобычи оставалась неравномерной.

Одним из основных драйверов остается строительство, охватывающее широкий круг транспортных, логистических, промышленных, энергетических, коммунальных, социальных и жилищных проектов. Их реализация поддерживает инвестиционный спрос и активность в смежных отраслях, создавая условия для дальнейшего расширения производственных и инфраструктурных возможностей экономики.

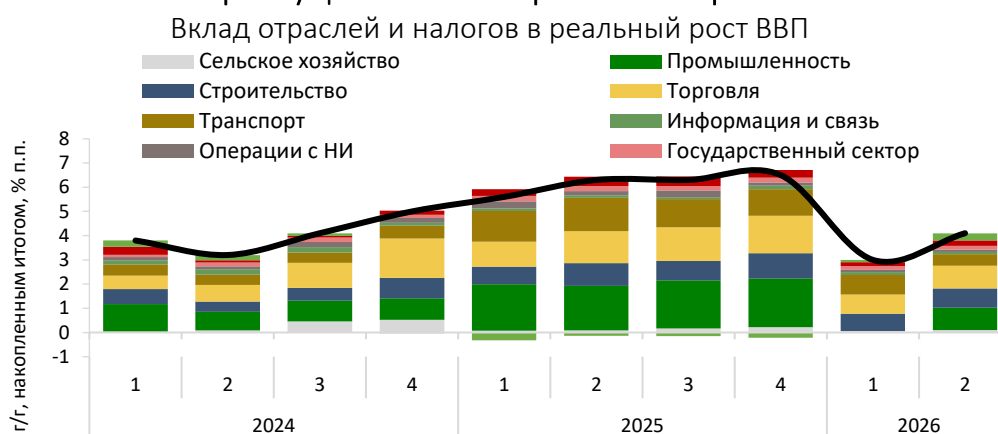
В обрабатывающей промышленности существенный вклад в рост вносит расширение выпуска легковых автомобилей, при этом дополнительную поддержку обеспечивает производство грузовой и сельскохозяйственной техники, а также железнодорожных вагонов. Рост строительства стимулирует выпуск цемента, железобетонных изделий, строительных растворов и других материалов. Положительная динамика также сохраняется в производстве продовольственных товаров, химической и фармацевтической продукции, а также в легкой промышленности.

Рост сельского хозяйства обеспечивается увеличением выпуска продукции животноводства, диверсификацией посевов в пользу востребованных культур и благоприятной урожайностью. В совокупности это расширяет сырьевую базу для производства продуктов питания, растительных масел и кормов, а также создает условия для дальнейшего развития животноводства.

В начале года нефтяной сектор испытывал производственные ограничения. По мере восстановления добычи основным фактором неопределенности стали риски, связанные с работой экспортной инфраструктуры. При этом, по оценкам НБРК, без учета горнодобывающей отрасли рост ВВП составил порядка 5,3% г/г, что указывает на устойчивое расширение ненефтяной части экономики.

Несмотря на снижение объемов трубопроводных перевозок, рост в сфере транспорта и складирования, а также оптового товарооборота свидетельствует об увеличении товарных потоков между отраслями. Таким образом, ненефтяные отрасли продолжают поддерживать устойчивую экономическую активность на фоне сохраняющихся сложностей в нефтяном секторе (график 9).

График 9. В первом полугодии 2026 года рост экономики был обеспечен преимущественно ненефтяным сектором.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

Внутренний спрос сохраняет устойчивую динамику, поддерживаемую потреблением домашних хозяйств и инвестиционной активностью. Динамика розничных продаж и отдельных категорий услуг указывает на сохранение устойчивого потребительского спроса. Рост инвестиций в основной капитал, в свою очередь, свидетельствует об усилении инвестиционной активности.

Со стороны потребительского спроса продолжается расширение розничных продаж. По итогам января-июля объем розничной торговли увеличился на 4,1% г/г в реальном выражении. При этом темпы роста постепенно ускорялись с начала года (график 10). Продолжающееся ускорение спроса на товары также может указывать на постепенную адаптацию потребителей к повышению НДС.

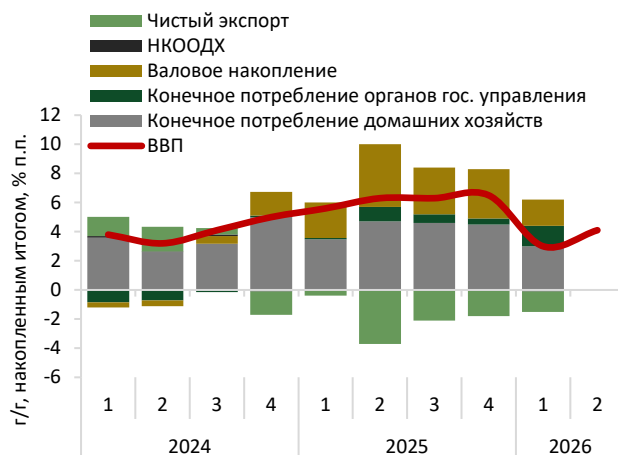
Ускоряется рост продаж непродовольственных товаров. Их динамика может быть частично связана с активностью на рынке жилья, так как приобретение жилья часто сопровождается дополнительными расходами на мебель, бытовую технику и другие товары длительного пользования (график 11). Во втором квартале 2026 года активность на рынке жилья усилилась, сохраняясь на относительно высоком уровне (график 12).

Потребительская активность в сегменте услуг также остается высокой. Динамика оказанных услуг общественного питания и пассажирских перевозок указывает на сохранение устойчивого спроса. В июле т.г. пассажирооборот воздушным транспортом продолжил расти в сезонно скорректированном выражении, что может свидетельствовать об увеличении спроса на туристические услуги сверх сезонно ожидаемой динамики. Объем услуг

общественного питания также сохранялся на высоком уровне и продолжил увеличиваться в годовом выражении (график 13).

График 10. В 1 квартале 2026 года основной вклад в рост экономики со стороны потребления обеспечивал потребительский и инвестиционный спрос.

Вклад компонентов спроса в реальный рост ВВП



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 11. Объем розничных продаж продолжает ускоряться с начала года.

Вклад компонентов розничного товарооборота в рост

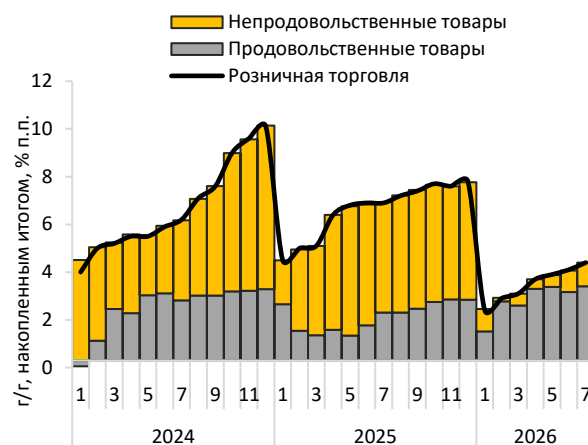


График 12. Активность на рынке жилья увеличилась во втором квартале 2026 года.



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 13. Потребительская активность в сегменте услуг остается устойчивой.

Объем оказанных услуг, в сезонно скорректированном выражении



Со стороны инвестиционного спроса также наблюдается устойчивая динамика. В январе-июле 2026 года темпы роста инвестиций составили 7,7% г/г в реальном выражении. Положительная динамика инвестиций отмечалась в ряде несырьевых и инфраструктурных секторов, в частности в обрабатывающей промышленности, услугах по проживанию и питанию, информации и связи, а также в секторах ЖКХ в рамках реализации Национального проекта «Модернизация энергетического и коммунального секторов» (график 14). Сокращение инвестиций в горнодобывающей промышленности и государственном секторе отражает завершение ряда крупных инвестиционных проектов.

В январе-июле 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 25,0% г/г (график 15).

График 14. Рост инвестиций обеспечивается увеличением вложений в несырьевые сектора экономики.

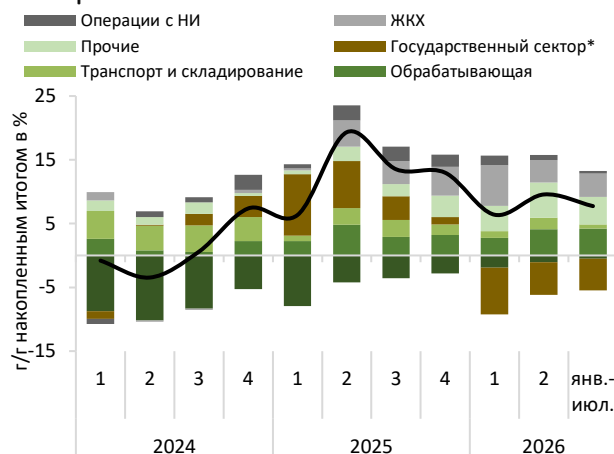


График 15. Частная инвестиционная активность продолжила расширяться.

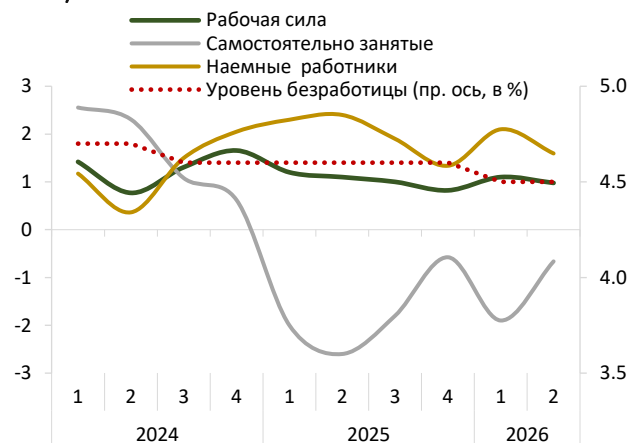


Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

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

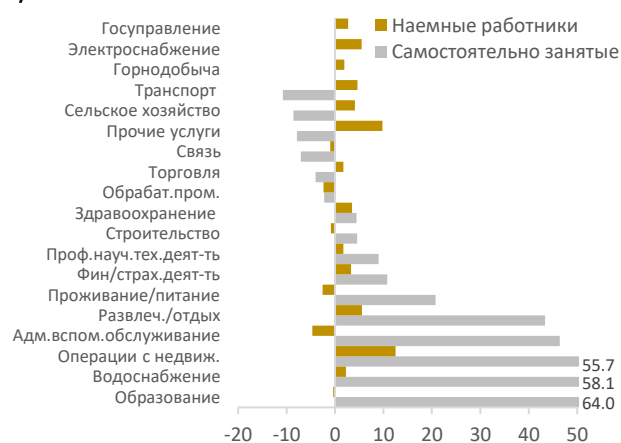
Во втором квартале 2026 года рост занятости продолжился на фоне увеличения числа наемных работников, удерживая безработицу на уровне исторически минимальных значений.

График 16. Рост занятости продолжился на фоне увеличения числа наемных работников, в % г/г



Источник: БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 17. В отраслевом разрезе наблюдалась неоднородная динамика, в % г/г



Увеличение занятости во втором квартале 2026 года обеспечивалось главным образом ростом численности наемных работников, тогда как сокращение самостоятельно занятых продолжилось, но более умеренными темпами (график 16). Данная динамика отражает дальнейшую тенденцию перераспределения занятости в пользу формального сектора экономики.

В отраслевом разрезе рост занятости в здравоохранении, электроснабжении, госуправлении и обороне, финансовой и страховой деятельности обеспечивался преимущественно за счет наемных работников. В ряде секторов услуг – операциях с недвижимостью, образовании,

развлечениях и отдыхе — увеличение занятости происходило преимущественно за счет самостоятельно занятых, что может быть связано с особенностями организации труда и сохранением гибких форм занятости (график 17).

Бокс 3. Анализ влияния LRT на стоимость жилья в Астане.

Запуск LRT стал одним из наиболее значимых инфраструктурных проектов последних лет в Астане. Повышение транспортной доступности влияет на привлекательность отдельных районов города и стоимость расположенного в них жилья. Наибольший эффект можно ожидать для квартир, находящихся в пешей доступности от станций LRT, поскольку жители получают более удобный доступ к общественному транспорту.

Для оценки влияния LRT на стоимость недвижимости использованы объявления о продаже квартир с сайта krisha.kz. На графиках 1 и 2 представлены цены предложения за квадратный метр в 2025 году и 2026 году и расположение линии LRT. Визуальное сравнение не позволяет отделить влияние LRT от общего изменения цен и различий в составе объявлений, поэтому для оценки эффекта были построены эконометрические модели.

График 1. Цена за квадратный метр
2025 г.

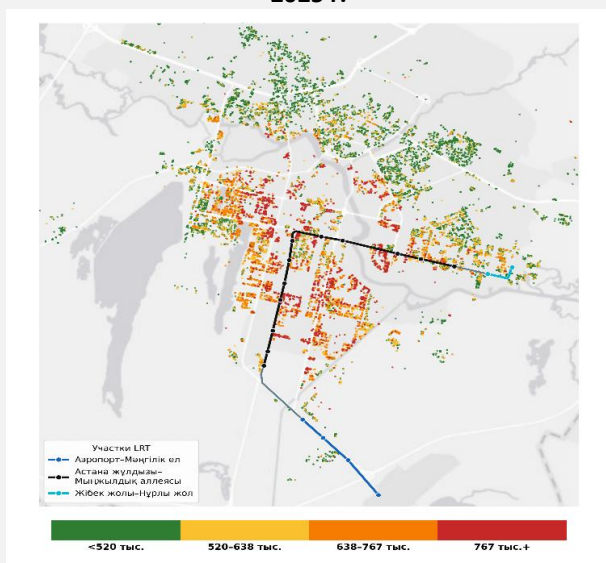
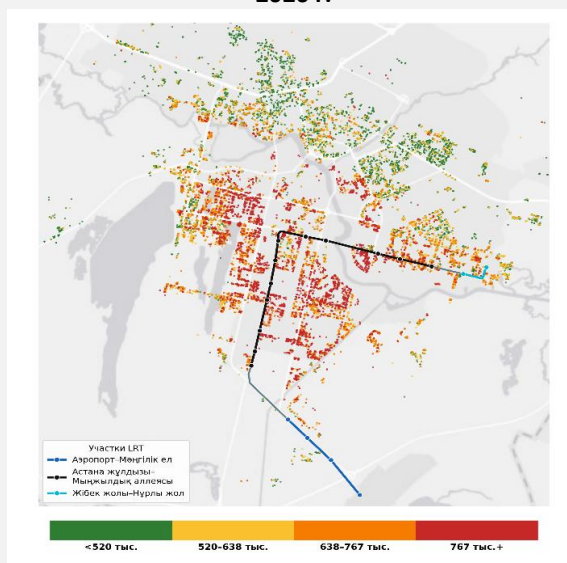


График 2. Цена за квадратный метр
2026 г.



Источник: krisha.kz, расчеты НБРК

Для оценки эффекта LRT применён метод «разность разностей». Его логика заключается в сравнении изменения цен с 2025 года по 2026 год вблизи станций LRT с изменением цен в контрольной группе, расположенной дальше от них. Такой подход позволяет учесть общий рост цен на жильё между 2025 годом и 2026 годом и выделить дополнительное изменение стоимости квартир вблизи станций. Если цены рядом со станциями выросли сильнее, чем в контрольной группе, эта разница рассматривается как возможный эффект LRT. В качестве контрольной группы выбраны квартиры на расстоянии 1,5–2 км от ближайшей станции. На таком расстоянии станции находятся за пределами непосредственной пешей доступности, поэтому их влияние предполагается минимальным, при этом квартиры остаются географически сопоставимыми. Квартиры вблизи станций разделены на четыре зоны по расстоянию: до 300 м, 300–700 м, 700–1000 м и 1000–1500 м. Модель также учитывает характеристики жилья, район расположения и близость к ТРЦ, паркам и набережной.

Наиболее заметный дополнительный рост цен относительно контрольной группы наблюдается на участке «Аэропорт»–«Мәңгілік ел». В 2026 году цены на этом участке выросли сильнее, чем в контрольной группе: на 8% в зоне 300–700 м и на 10,5% — в зоне 700–1000 м.

На участке «Жібек жолы»–«Нұрлы жол» дополнительный рост цен составил 6,5% в зоне 300–700 м и 5,3% в зоне 1000–1500 м.

На участке «Астана жұлдызы»–«Мыңжылдық аллеясы» рост относительно контрольной группы составил 4,9% в пределах 300 м и 4,6% в зоне 1000–1500 м. Отдельные оценки в других зонах являются менее статистически значимыми.

В целом положительные оценки получены на всех рассматриваемых участках, однако чёткой зависимости между величиной эффекта и расстоянием до станции не выявлено. Наиболее высокие

оценки на участке «Аэропорт»–«Мәңгілік ел» могут указывать на более сильный эффект улучшения транспортной доступности в удалённых районах города. Вместе с тем этот результат следует интерпретировать осторожно из-за сравнительно небольшой выборки — 566 объявлений.

2.3. Фискальная политика

Налоговая реформа на текущем этапе вносит ограниченный вклад в расширение доходной базы.

В первом полугодии 2026 года общий дефицит государственного бюджета увеличился до 3,2% к ВВП и превысил целевой ориентир в 2% на фоне сокращения трансфертов (график 18). При этом нефтегазовый дефицит, напротив, продолжил сокращаться и составил 7,1% к ВВП, что ниже уровней предыдущих лет. Сокращение нефтегазового дефицита обусловлено преимущественно структурным улучшением бюджетной позиции, а не влиянием экономического цикла: вклад циклической составляющей в изменение дефицита близок к нулю (график 19). Несмотря на номинальный рост расходов на 11,7% в годовом выражении, бюджетная консолидация обеспечивается главным образом за счет расходной части. Так, доля расходов относительно размера экономики в 1 полугодии снизилась с 24,7% к ВВП в 2025 году до 23,5% к ВВП в 2026 году. В то же время продолжается рост затрат на обслуживание долга, что сокращает пространство для финансирования других расходов в рамках бюджетных правил.

За 6 месяцев 2026 года налоговые поступления выросли в реальном выражении на 5,7%, главным образом за счет НДС и НДСП (график 20). Относительно размера экономики общий рост остается ограниченным. Так, доля налоговых поступлений увеличилась с 17,5% к ВВП до 17,7% к ВВП (график 21).

В первом полугодии 2026 года сокращение фискального импульса продолжает компенсироваться расширением квазифискального финансирования, не отражающегося в показателе нефтегазового дефицита. Таким образом, консолидация бюджета не транслируется в сопоставимое снижение совокупного импульса государственного сектора, поскольку часть нагрузки переносится во внебюджетный сектор. В результате, сохранение давления государственных расходов на совокупный спрос ограничивает дезинфляционный эффект консолидации и может потребовать более жестких денежно-кредитных условий для достижения целевой траектории инфляции.

График 18. Сокращение нефтегазового дефицита госбюджета в первом полугодии 2026 года обусловлено в основном консолидацией бюджетных расходов, в % от ВВП, за 1 полугодие периода.

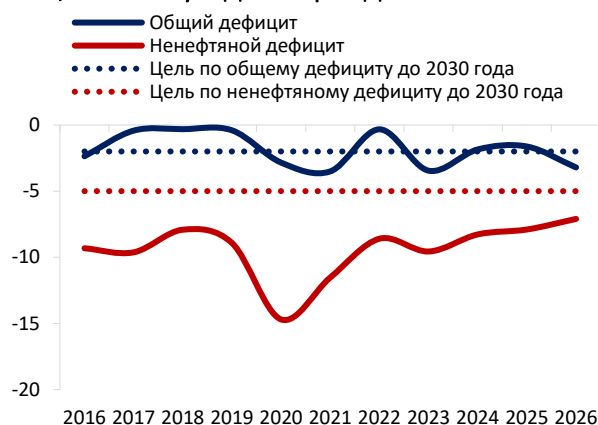
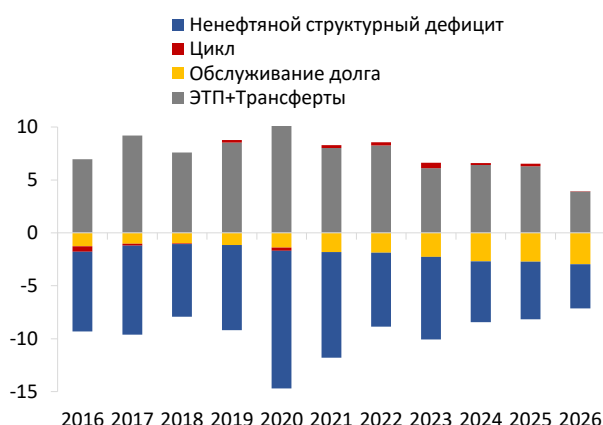


График 19. В структуре дефицита продолжает расти доля обслуживания долга, декомпозиция дефицита госбюджета, в % от ВВП, за 1 полугодие периода.



Источник: МФ РК, БНС АСПР РК, расчеты НБРК

График 20. НДС остается основным источником роста налоговых поступлений, в %, г/г, за 1 полугодие периода.

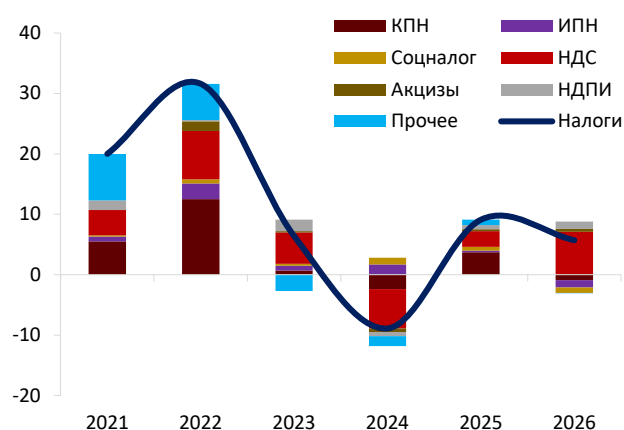
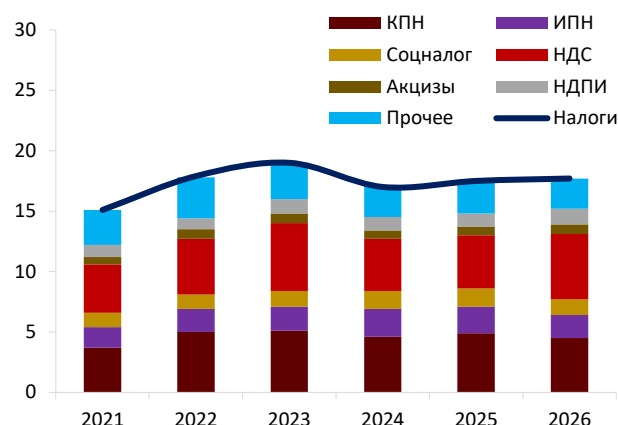


График 21. Эффект налоговой реформы на текущем этапе остается ограниченным, в % от ВВП, за 1 полугодие периода.



Источник: МФ РК, БНС АСПР РК, расчеты НБРК

3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Ставки денежного рынка в целом следовали за базовой ставкой. Депозитные ставки скорректировались в сторону снижения вслед за базовой ставкой.

В корпоративном сегменте кредитные ставки снизились вслед за динамикой базовой ставки. В ипотечном сегменте процентные условия практически не изменились. В сегменте потребительского кредитования динамика ставок сохраняла волатильность, отражая изменение доли рассрочек в структуре выдач.

Рост депозитной базы сохраняется благодаря вкладам в национальной валюте, при этом валютные депозиты демонстрируют умеренную положительную динамику.

Кредитование БВУ сохраняет устойчивую положительную динамику. Ипотечное кредитование продолжает расширяться на фоне программ льготного кредитования и использования пенсионных накоплений на жилищные цели. Рост корпоративного кредитования преимущественно поддерживается сегментами малого и среднего бизнеса. Темпы роста денежной массы ускорились.

3.1.1. Процентный канал

Ставки денежного рынка следовали за базовой ставкой.

В мае – июле 2026 года ставка TONIA следовала за динамикой базовой ставки, снижаясь вслед за ее пересмотром. На протяжении периода TONIA преимущественно формировалась вблизи базовой ставки и в пределах установленного процентного коридора (график 22). Средний отрицательный спред TONIA к базовой ставке сохранился на уровне (-)0,3 п.п.

В июле 2026 года **безрисковая кривая доходности ГЦБ относительно апреля 2026 года сместилась вниз по всей срочности**, при этом более выраженное снижение наблюдалось на долгосрочном участке кривой (график 23). Согласно июльскому макроэкономическому опросу Национального Банка РК, долгосрочные ожидания по базовой ставке и инфляции сохранились на прежнем уровне. **Снижение долгосрочной доходности происходило** на фоне устойчивого спроса на первичные размещения ГЦБ, сжатия премии за срок и риск, расширения участия нерезидентов, а также улучшения ожиданий участников макроэкономического опроса по обменному курсу теңге и ценам на нефть. **Снижение краткосрочных доходностей** сопровождалось снижением базовой ставки, сокращением объема нот Национального Банка РК и ограниченным предложением ГЦБ Министерства финансов при повышенном спросе.

График 22. Коридор процентных ставок и ставка TONIA

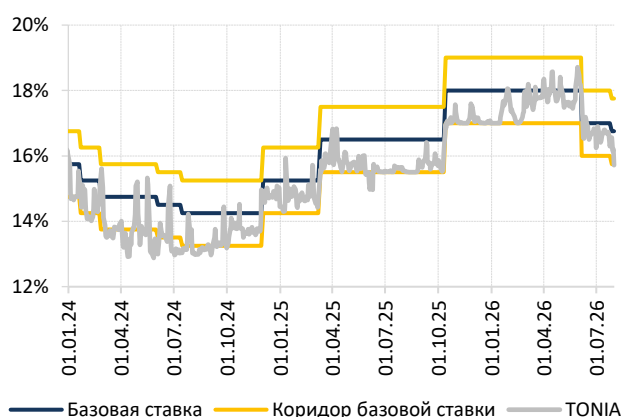
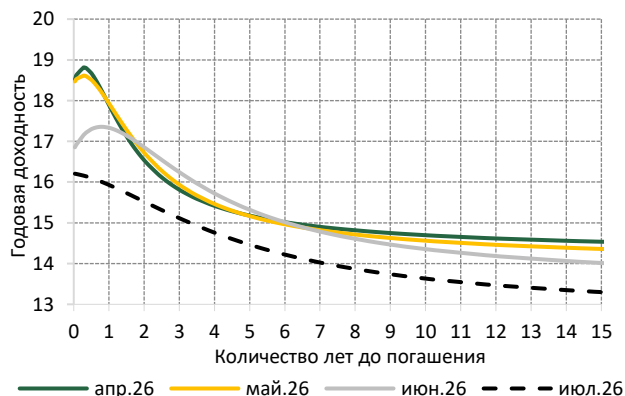


График 23. Безрисковая кривая доходности, %



Источник: НБРК, КФБ

Снижение базовой ставки сопровождалось корректировкой ставок по депозитам в теңге.

Ставки по депозитам юридических лиц снизились более существенно, тогда как ставки по депозитам физических лиц продемонстрировали умеренную понижающую динамику (график 24). С учетом постепенной адаптации розничного сегмента потенциал для дальнейшего снижения ставок сохраняется.

Корпоративные кредитные ставки. Средневзвешенная ставка по кредитам в национальной валюте скорректировалась вслед за базовой ставкой (график 4).

Розничные кредитные ставки. Динамика ставок по потребительским кредитам оставалась волатильной, что в том числе отражало активность банков по продвижению программ рассрочки в отдельные месяцы. Средневзвешенная ставка по ипотечным займам в мае-июле составила около 10% (график 25).

График 24. Ставки по депозитам в национальной валюте, %

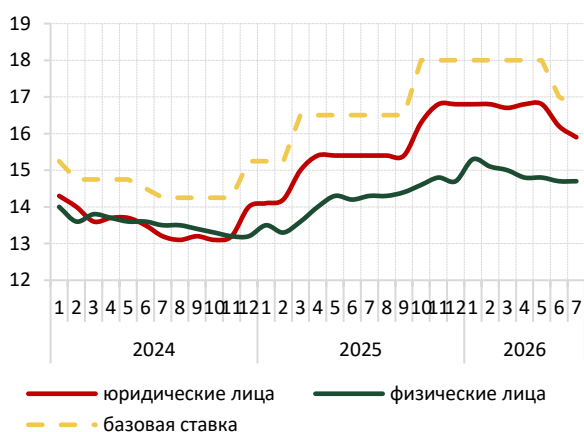
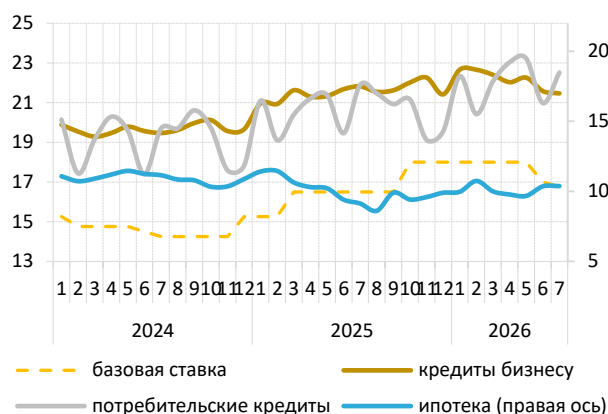


График 25. Ставки по кредитам в национальной валюте, %



Источник: НБРК

3.1.2. Кредитный канал и депозиты (канал благосостояния)

Динамика роста кредитного портфеля БВУ сохраняется на двузначном уровне (в июле т.г. – 13,5% г/г) (график 26).

Темпы роста розничного кредитования в июле т.г. составили 13,7% г/г. В сегменте потребительского кредитования формируется более сбалансированная динамика, чему способствуют принятые регуляторные меры и умеренно жесткие денежно-кредитные условия.

В то же время рост ипотечного кредитования продолжает демонстрировать высокие темпы, достигнув 18,4% г/г. Этому способствует реализация льготных программ, а также освоение и использование пенсионных накоплений для получения льготных и рыночных ипотечных займов.

Ключевым драйвером роста корпоративного кредитования остается сегмент МСБ.

Темпы роста корпоративного кредитного портфеля продолжают демонстрировать положительную динамику, составив 13,1% г/г в июле т.г. Наиболее высокие темпы роста сохраняются в сегментах малого и среднего бизнеса (26,5% г/г и 14,4% г/г, соответственно). Также отмечается ускорение роста в выдаче кредитов бизнесу: до 17,6% г/г в июле т.г. (накопленно за последние 12 месяцев) по всем категориям субъектов бизнеса (крупный, средний и малый бизнес).

Высокие процентные ставки продолжают поддерживать рост депозитов. В июле 2026 года объем депозитов в депозитных организациях увеличился на 20,1% г/г (график 27). Основной прирост обеспечили вклады в национальной валюте. В валютном сегменте рост депозитов поддерживался притоком вкладов юридических лиц, однако его эффект был частично нивелирован отрицательной курсовой переоценкой.

Текущая динамика показателей свидетельствует о сохранении высокой сберегательной

активности населения. Норма сбережений домохозяйств⁴ в I квартале 2026 года достигла 11,7% - максимального значения для данного периода за историю наблюдений. Результаты опроса FusionLab⁵ также свидетельствуют об увеличении доли сберегающих семей в мае-июле т.г.

График 26. Кредиты экономике от БВУ (портфель), г/г, %

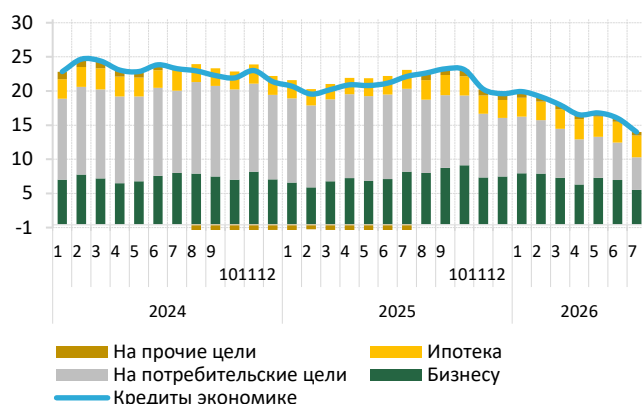
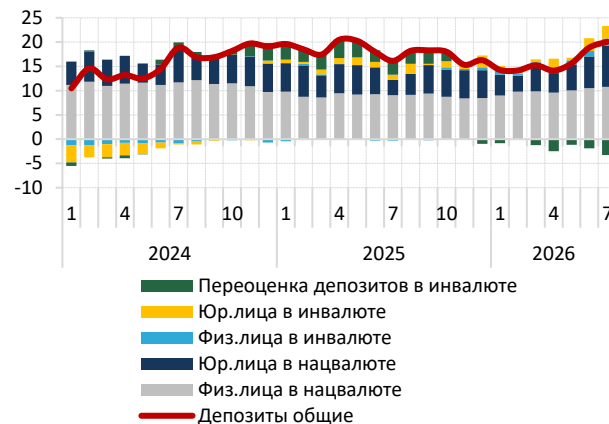


График 27. Депозиты резидентов в депозитных организациях, г/г, %



Источник: НБРК

Сохранение высокого спроса на сбережения в национальной валюте сопровождается снижением долларизации депозитов. С мая по июль 2026 года доля валютных депозитов последовательно сокращалась, достигнув в июле нового исторического минимума - 19,1%. Основной вклад в снижение внесло дальнейшее сокращение долларизации депозитов физических лиц до 15,5%. Снижение долларизации депозитов в июле также наблюдалось в сегменте юридических лиц (23,7%).

3.1.3. Валютный канал

На динамику национальной валюты оказывала влияние совокупность внешних и внутренних факторов.

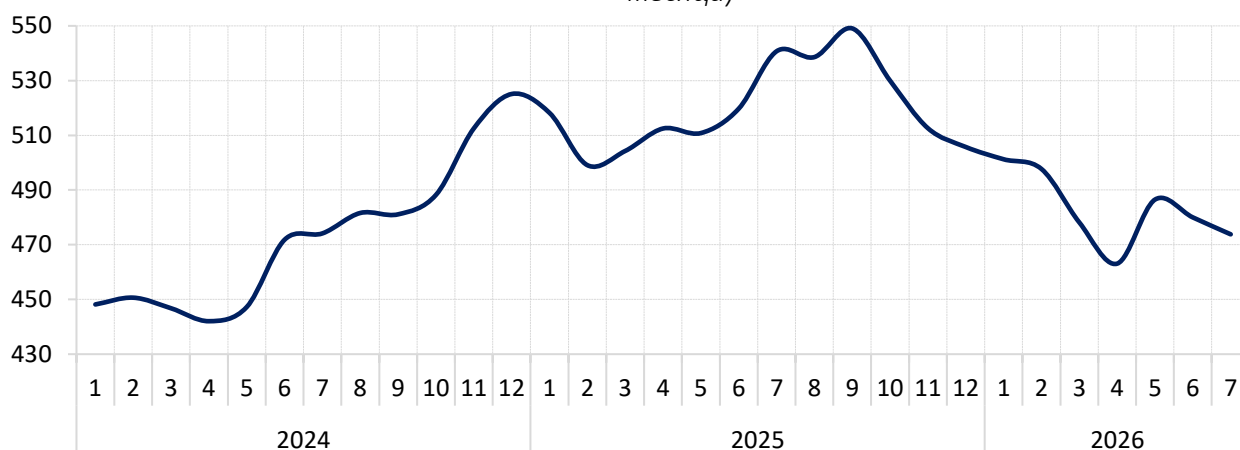
В июле 2026 года по сравнению с апрелем национальная валюта к доллару США скорректировалась в сторону ослабления на 2,3%, при этом в июне и июле наблюдалось укрепление (график 28).

Курс теңге сохраняется на более крепких уровнях относительно 2025 года и начала 2026 года. Со стороны внешней конъюнктуры поддержку теңге оказывали высокие цены на нефть. Внутренними факторами укрепления национальной валюты выступили умеренно жесткие денежно-кредитные условия, продажи иностранной валюты для трансфертов из Национального фонда в бюджет и субъектами квазигосударственного сектора, а также операции зеркалирования покупок золота. На этом фоне наблюдался значительный приток иностранной валюты со стороны нерезидентов.

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/inflyacionnye-ozhidaniya>)

График 28. Обменный курс теңге к доллару США (теңге за доллар США, на конец месяца)



Источник: КФБ

3.2. Денежная масса

Темпы роста денежной массы ускорились.

В июле 2026 года годовой рост общей денежной массы ускорился до 18,2% (график 29), тенговой составляющей – до 21,9%. Ускорению темпов роста денежной массы способствовали расширение бюджетных расходов и привлечение Правительством внешних займов. При этом, в мае-июле 2026 года объем выпуска ГЦБ МФРК сложился немного ниже объемов в аналогичном периоде прошлого года (график 30).

График 29. Денежная масса, % г/г

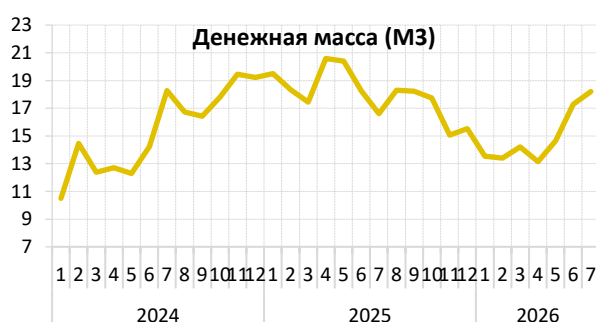


График 30. Объем выпуска ГЦБ МФРК на внутреннем и внешних рынках, трлн теңге



Источник: НБРК, КФБ

Бокс 4. Структурные изменения депозитных сбережений в Казахстане

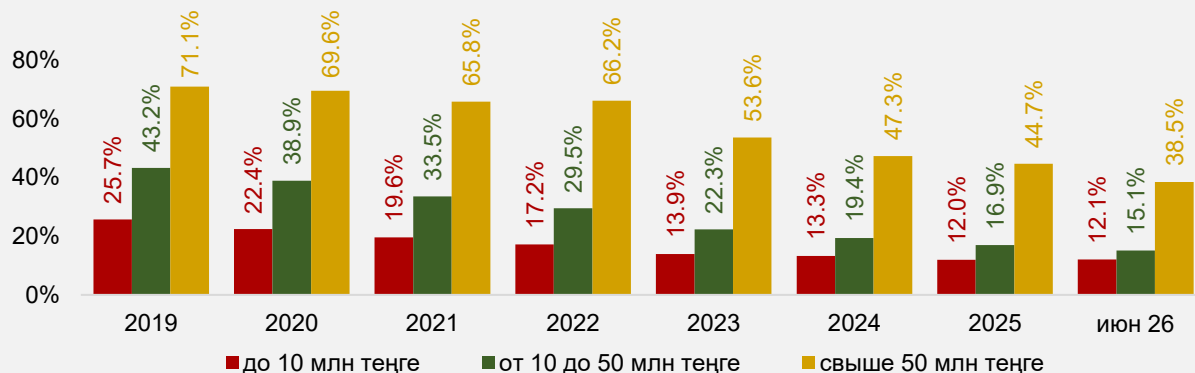
Депозитные сбережения являются важной составляющей финансового поведения населения, отражая не только объем накопленных средств, но и предпочтения в отношении способов их хранения. По мере изменения макроэкономических условий, доступности и привлекательности финансовых инструментов предпочтения вкладчиков могут трансформироваться, что постепенно находит отражение в депозитной базе. В связи с этим динамика структуры депозитов позволяет выявить более широкие изменения в подходах населения к формированию и сохранению денежных накоплений.

В Казахстане структура депозитных сбережений населения претерпела существенную трансформацию, особенно в последние годы. Расширение доступности банковских услуг, поддержание значительного дифференциала доходности между тенговыми и валютными депозитами

и реализация мер по повышению привлекательности сбережений в национальной валюте формировали условия для изменения предпочтений вкладчиков.

Одним из наиболее заметных проявлений этих изменений стало усиление роли теңговых сбережений и снижение долларизации депозитов физических лиц. Только за период с декабря 2019 года по июнь 2026 года общий уровень долларизации снизился более чем в 2 раза – с 45,8% до 22,3%⁶. Дедолларизация депозитов приобрела широкий характер, охватив все категории вкладчиков независимо от размера накоплений. Доля валютных депозитов снижалась как среди владельцев небольших сбережений, так и среди держателей крупных вкладов. Так, долларизация вкладов размером до 10 млн теңге уменьшилась в 2,1 раза, от 10 до 50 млн – в 2,9 раза, а свыше 50 млн теңге – в 1,8 раза (график 1).

График 1. Долларизация депозитов в разрезе размеров вкладов, %



Переход широкого круга лиц на сбережения в национальной валюте прослеживается и в динамике количества депозитных счетов. В рассматриваемом периоде число теңговых вкладов увеличилось во всех основных группах депозитов. Особенно интенсивный прирост наблюдался в сегментах средних и крупных вкладов (рост в 6,3 раза). Положительная динамика сохранялась и среди более мелких депозитов (рост в 2,3 раза), формирующих основную часть клиентской базы банков⁷.

Наряду с изменениями валютных предпочтений происходила и трансформация продуктовой структуры депозитной базы физических лиц. По мере повышения привлекательности сбережений в национальной валюте и расширения предложения депозитных продуктов население все активнее размещало средства в инструментах, ориентированных больше на накопление, чем ликвидность. Наиболее отчетливо данная тенденция проявлялась в увеличении спроса на срочные и сберегательные депозиты. В итоге совокупная доля двух видов вкладов в структуре депозитного портфеля увеличилась с 8,4% в декабре 2019 года до 31,3% в июне 2026 года, в том числе теңговой части данных депозитов – с 4,9% до 31,0%.

В совокупности изменение валютной и продуктовой структуры свидетельствует о постепенном изменении модели депозитных сбережений населения. Они проявились в усилении роли теңге как основной валюты хранения сбережений, а также изменении предпочтений населения относительно способов размещения средств. Дедолларизация депозитов охватила различные категории вкладчиков и основные сегменты депозитного рынка, тогда как увеличение доли срочных и сберегательных вкладов отражает повышение востребованности инструментов, ориентированных, в первую очередь, на формирование накоплений. Таким образом, данные тенденции могут рассматриваться как проявление укрепления доверия населения к теңге как средству накопления и усиления сберегательной направленности поведения вкладчиков.

⁶ В данном боксе используются данные по депозитам физических лиц, резидентов и нерезидентов РК, за исключением вкладов в национальной валюте, по которым часть вознаграждения субсидируется государством (в рамках жилищных строительных сбережений, государственной образовательной накопительной системы).

⁷ По состоянию на 1 июля 2026 года вклады размером до 10 млн теңге составляют 99,7% от всего количества и 41,0% от совокупного объема депозитов в теңге.