

**26 августа 2025 года**

В пятницу, 29 августа, Национальный Банк озвучит очередное решение по базовой ставке, которая на данный момент составляет 16,5%. Учитывая усиление инфляционного давления в этом году, регулятор уже ужесточал монетарную политику: в марте ставка выросла с 15,25% до 16,5%, с тех пор остается неизменной.

Сложившиеся инфляционные тенденции свидетельствуют о переходе к фазе стабилизации после шести месяцев последовательного роста годовой инфляции. Месячная инфляция, которая в начале года демонстрировала высокие темпы роста, замедлилась до 0,7% в июле, чему способствовало исчерпание эффекта от пересмотра регулируемых тарифов и эффекта от значительного обесценения тенге в начале года. Также мы ожидаем сокращение фискального стимулирования к концу года.

По нашему мнению, в августе-декабре этого года будет значительное сокращение фискального стимулирования, связанное с ограничением трансфертов из Национального фонда, в случае сохранения ранее утвержденного лимита на 2025 год. Это замедлит наблюдаемые высокие темпы экономического роста и будет способствовать снижению инфляционного давления, однако не сможет полностью компенсировать риски, связанные с инфляционными ожиданиями, внутренними дисбалансами и внешними экономическими факторами.

По нашему мнению, в совокупности текущие условия обуславливают высокую вероятность сохранения базовой ставки Национальным Банком на текущем уровне 16,5%.

В июле годовая инфляция осталась, так же как и в июне, на прежнем высоком уровне – 11,8% г/г, против 11,3% г/г в мае и 10,7% г/г в апреле, сохраняясь выше целевого ориентира Национального Банка (НБК) в 5%. В разрезе потребительской корзины ускорению инфляции способствовал рост цен на услуги (14,9% г/г), продовольственные (11,2% г/г) и непродовольственные товары (9,5% г/г) (Рис. 1). Важно отметить, что месячная инфляция продолжает замедляться, и за июль она составила 0,7% против 0,8% в июне, 0,9% в мае (Таблица 1).

Таблица 1. Месячная инфляция за январь-июль 2025 года

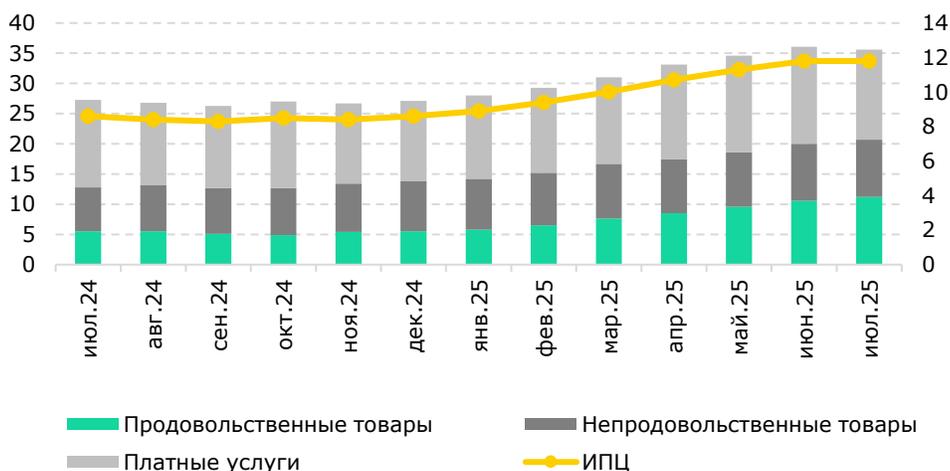
	ИПЦ	Продовольственные товары	Непродовольственные товары	Платные услуги
Январь	1,1%	1,4%	0,6%	1,1%
Февраль	1,5%	1,5%	1,0%	2,1%
Март	1,3%	1,6%	0,8%	1,3%
Апрель	1,2%	1,1%	0,6%	1,9%
Май	0,9%	0,9%	0,6%	1,3%
Июнь	0,8%	0,9%	0,9%	0,8%
Июль	0,7%	0,7%	0,8%	0,5%

Источник: БНС

Наиболее заметное замедление в июле было зафиксировано в секторе платных услуг, где рост цен составил всего 0,5% м/м против 0,8% м/м в июне и пиковых значений в 1 квартале. Это было связано с замедлением темпов роста цен по услугам ЖКХ, что отразилось в снижении их вклада в годовую инфляцию до 1,77 п.п, по сравнению с 1,84 п.п. в июне и 1,87 п.п. в декабре 2024 года. Эта тенденция указывает на постепенное угасание эффекта от регулирования тарифов, имевшего место в начале года, особенно в период с февраля по апрель, когда были зафиксированы существенные повышения цен на электроэнергию, отопление и водоснабжение.

Поскольку наиболее существенный вклад в общую инфляцию формирует сектор платных услуг, в целях сдерживания инфляции правительством принято решение о сдерживании роста тарифов на ЖКХ: прогнозный рост ограничен до 15-20%, также пересмотрено ранее запланированное повышение цен в электро- и теплоснабжении с 35% до 20%, в секторе водоснабжения и газа – с 50% до 30%, что создаёт предпосылки для дальнейшего снижения влияния роста тарифов ЖКХ на инфляцию и замедления месячной инфляции ближе к концу года.

Рис. 1. Темпы потребительской инфляции, % г/г



Источник: БНС

Дополнительно мы обращаем внимание на важный фактор, влияющий на темпы роста инфляции – значительное сокращение фискального стимулирования экономики.

Сумма трансфертов из Национального фонда Казахстана в бюджет на 2025 год была утверждена в размере Т5,25 трлн. За семь месяцев 2025 года уже использовано Т3,475 трлн, что на Т476 млрд (15,9%) превышает уровень прошлого года за аналогичный период. Среднемесячное использование составило Т496 млрд. Если общая запланированная сумма трансфертов не будет увеличена (как это было в прошлом году), то в оставшиеся пять месяцев 2025 года среднемесячное использование трансфертов потребует сократить до Т355 млрд (снижение на 28,5% относительно текущего уровня). Такое значительное сокращение фискального стимулирования, связанное с ограничением трансфертов из Нацфонда, приведёт к снижению расходов бюджета на поддержку экономики. Вследствие этого замедлится рост совокупного спроса и снизится инфляционное давление.

В целом сложившиеся тенденции указывают на относительную стабилизацию и снижение темпов инфляции. Тем не менее, несмотря на замедление месячной инфляции, данный показатель для летних месяцев складывается на высоком уровне. При этом инфляционные ожидания населения на год вперед в июле 2025 года увеличились до 14,2% (12,6% в июне), на пятилетнем горизонте – до 14,7% (14,2% в июне). Формирование инфляционных ожиданий в июле 2025 года происходило на фоне высокой фактической инфляции и ослабления номинального обменного курса тенге.

Таким образом, при наличии позитивных сдвигов в замедлении месячной динамики роста цен годовая инфляция в Казахстане остаётся на высоком уровне (11,8% в июле против целевого ориентира 5%). При этом инфляционные ожидания населения даже выросли, что свидетельствует о сохраняющейся инфляционной напряжённости. Снижение фискального стимулирования экономики и его смягчающее влияние на инфляцию не компенсирует полностью инфляционные риски, создаваемые как внутренними факторами (инфляционные ожидания, налоговая реформа, зависимость продовольственного сегмента от импорта), так и внешними (неопределенность в мировой торговле, волатильность на финансовых, товарных и сырьевых рынках).

По нашему мнению, сложившийся баланс факторов инфляции, проинфляционные тенденции и влияние внешнеэкономических факторов обуславливают высокую вероятность сохранения Национальным Банком базовой ставки на уровне 16,5%.

**Салтанат Игенбекова – Аналитический центр**

*При использовании материала из данной публикации ссылка на первоисточник обязательна.*

© 2025 АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

© 2025 г., все права защищены.

#### **Аналитический центр**

Мадина Кабжалылова  
Санжар Калдаров  
Салтанат Игенбекова  
Арслан Аронов  
Арсен Сариев

**+7 (727) 339 43 86**

[m.kabzhalyalova@halykfinance.kz](mailto:m.kabzhalyalova@halykfinance.kz)  
[s.kaldarov@halykfinance.kz](mailto:s.kaldarov@halykfinance.kz)  
[s.igenbekova@halykfinance.kz](mailto:s.igenbekova@halykfinance.kz)  
[a.aronov@halykfinance.kz](mailto:a.aronov@halykfinance.kz)  
[a.sariyev@halykfinance.kz](mailto:a.sariyev@halykfinance.kz)

#### **Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### **Bloomberg**

**HLFN**

#### **Refinitiv**

Halyk Finance

#### **Factset**

Halyk Finance

#### **Capital IQ**

Halyk Finance