

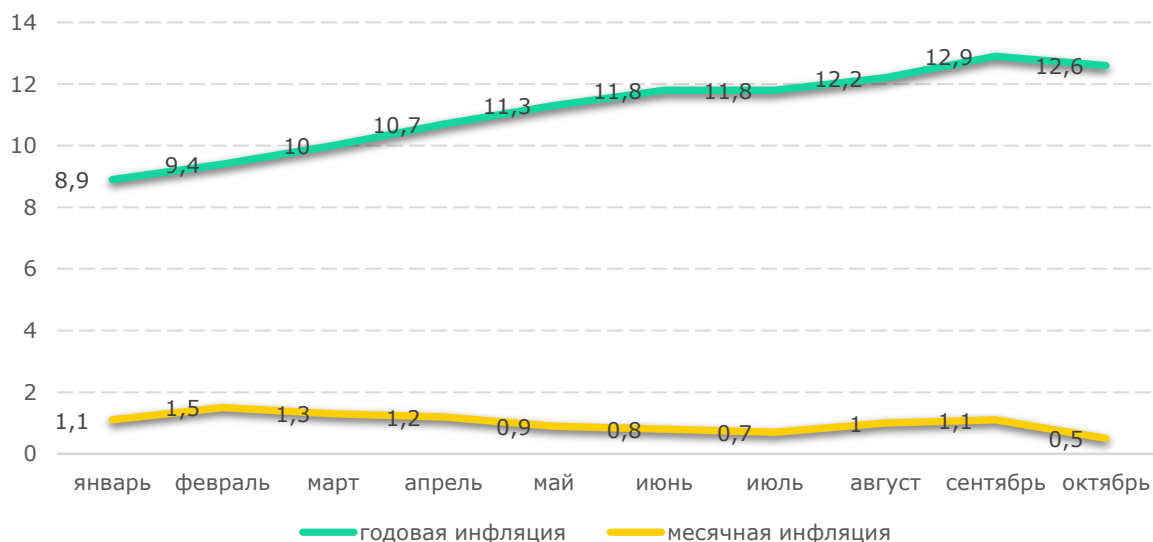
26 ноября 2025 года

28 ноября Национальный Банк проведет последнее в нынешнем году заседание Комитета по денежно-кредитной политике, на котором примет решение по базовой ставке. В предыдущий раз, 10 октября, она была резко повышена на 150 б.п. и сейчас составляет 18,00%. Мы ожидаем, что этот показатель будет сохранен на ближайшем заседании. Также остается в силе наш прогноз по инфляции до конца года — в диапазоне 12-12,5% г/г.

По нашей оценке, текущие макроэкономические условия не должны привести к ускорению инфляции в ноябре по сравнению с октябрьским уровнем. Об этом свидетельствуют факторы, о которых мы писали ранее: тарифы ЖКХ, использование средств Национального фонда, курс тенге, в том числе относительно рубля, инфляционные ожидания населения и бизнеса. Почти все они в ноябре складываются благоприятно, — за исключением инфляционных ожиданий населения.

В октябре 2025 года потребительская инфляция в годовом выражении составила 12,6% — против 12,9% месяцем ранее (Рис. 1). Снижение темпов роста цен стало первым в нынешнем году. Главным драйвером выступило замедление роста стоимости услуг (на 0,4 п.п. г/г) в то время, как инфляция продовольственных и непродовольственных товаров, напротив, ускорилась на 0,8 и 0,2 п.п. г/г соответственно.

Рис. 1. Динамика инфляции в 2025 году, %



Источник: БНС

В середине октября мы перечисляли факторы, формировавшие инфляцию или влиявшие на нее в текущем году. Главные среди них: рост регулируемых тарифов ЖКХ, чрезмерное использование средств Национального фонда в конце 2024 года и первой половине 2025-го, несколько волн ослабления тенге, в том числе по отношению к рублю, а также высокие инфляционные ожидания населения и бизнеса.

В ноябре продолжает действовать мораторий на повышение тарифов ЖКХ. Такая мера, принятая в середине октября, сохранится до конца первого квартала 2026 года. Кроме того, в нескольких регионах Казахстана с октября и до конца года временно отменили дифференциацию тарифов на

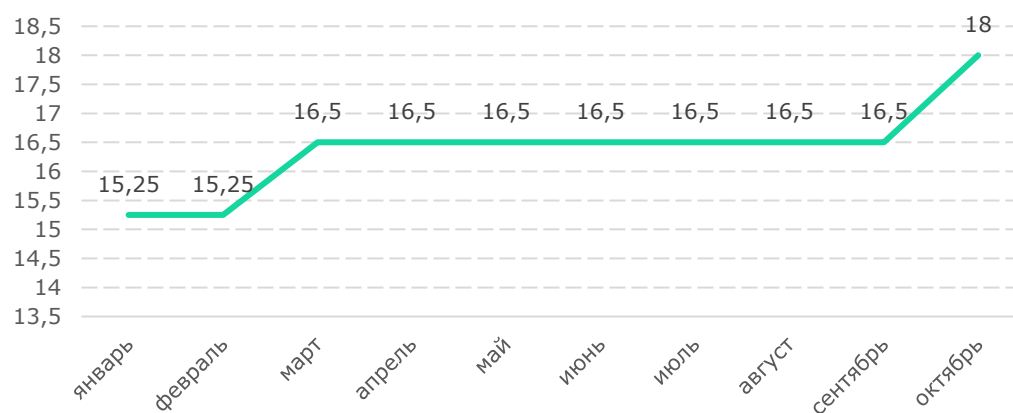
холодную воду, что позволяет домохозяйствам платить за нее вне зависимости от общего объема потребления. Именно это обстоятельство послужило драйвером не просто замедления инфляции, а снижения цен на услуги ЖКХ по итогам октября. Еще один фактор — стоимость бензина. В октябре правительство на неопределенный срок заморозило розничные цены на Аи-92 и дизельное топливо, которые прекращало регулировать в начале года. Вместе услуги ЖКХ и топливо существенно влияют на инфляцию услуг и непроизводственную инфляцию. Исходя из изложенного, мы не ожидаем ее существенного ускорения.

С января по июнь из Национального фонда в бюджет ежемесячно направлялись существенные суммы трансфертов. Пик пришелся на май, когда размер трансферта составил Т620 млрд. С начала второй половины года суммы трансфертов резко снизились и до октября стабильно составляли Т355 млрд в месяц. В сообщении по валютному рынку в начале ноября Национальный Банк писал о намерении выделить в бюджет в ноябре в виде трансфертов \$600-700 млн, то есть не более Т370 млрд, исходя из курса доллара к тенге в ноябре. Как мы писали ранее, трансферты из Национального фонда через повышение денежной массы существенно влияют на цены и инфляцию.

Курс тенге к доллару, влияющий в основном на непроизводственные цены, в ноябре продолжает укрепляться. С начала месяца и на текущую дату рост составил 2,2%, а с начала октября — 5,5%. Укрепление тенге, как и в октябре, связано с увеличением предложения иностранной валюты в результате заимствований — государственного, квазигосударственного и частного секторов, а также с сохранением выросших в октябре до Т475 млрд объемов продажи валюты в рамках зеркалирования покупок золота Национальным Банком и с повышенным спросом на тенге со стороны иностранных инвесторов в условиях повышенной недавно базовой ставки. Укрепление тенге способствует замедлению импортной инфляции.

Курс рубля к тенге, в течение года подвергавшийся значительным колебаниям, в ноябре оставался стабильным. С начала месяца он вырос всего на 0,7%, с начала октября снизился на 0,9%. Такая динамика не должна сильно сказаться на продовольственных ценах, которые в значительной степени зависят от импорта из России.

Рис. 2. Динамика базовой ставки Национального Банка в 2025 году, %



Источник: БНС

В октябре инфляционные ожидания населения в перспективе ближайших 12 месяцев, по данным опроса Национального Банка, выросли с 13,2% до 13,6%. В то же время, представители всех опрошенных Национальным Банком отраслей, за исключением сельского хозяйства, ожидали снижения темпов роста цен на готовую продукцию в четвертом квартале 2025 года.

Как мы уже отмечали, за счет активного охлаждения кредитного, в первую очередь потребительского, рынка и повышения минимальных резервных требований (МРТ) для банков

номинальные темпы роста потребкредитов в нынешнем году замедлились (реальные — почти вдвое), что также оказывает антиинфляционный эффект.

Таким образом, в ноябре почти все факторы, которые, по нашей оценке, сильнее всего влияют на инфляцию, складываются позитивно. Исключение составляют только инфляционные ожидания населения. Это дает основания полагать, что годовая и месячная инфляция по итогам ноября как минимум не ускорится. А значит у Национального Банка не будет повода к еще большему повышению базовой ставки, которая на прошлом заседании в октябре была резко повышена на 150 б.п., до 18,00%. В то же время, монетарный регулятор вряд ли пойдет на снижение ставки сразу после столь заметного повышения.

Мы ожидаем сохранения базовой ставки на заседании комитета Национального Банка по денежно-кредитной политике 28 ноября на текущем уровне 18,00%. Актуальным остается и наш прогноз по инфляции — в диапазоне 12-12,5% г/г к концу года.

Алексей Афонский – Аналитический центр

При использовании материала из данной публикации ссылка на первоисточник обязательна.

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 Кабжалялова
Салтанат Игенбекова
Арслан Аронов
Алексей Афонский
Асан Курманбеков

+7 (727) 339 43 86

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz

s.igenbekova@halykfinance.kz

a.aronov@halykfinance.kz

a.afonskiy@halykfinance.kz

a.kurmanbekov@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance