
8 апреля 2025 года

11 апреля Национальный Банк (НБК) объявит свое очередное решение по базовой ставке, которая в начале марта была повышена сразу на 125 б.п. до 16,50%. Такое резкое повышение ставки стало неожиданностью для нас и других профессиональных участников рынка, что, по нашему мнению, негативно влияет на предсказуемость монетарной политики. В марте НБК также существенно пересмотрел прогнозы по инфляции, повысив целевые ориентиры на 2025-2026 годы. Как мы ранее писали, эти оценки на 2025 год могут быть завышены, и некорректно учитывают планируемый рост ставки НДС в 2026 году. С учетом пояснений НБК мы полагаем, что на предстоящем заседании НБК, вероятно, сохранит текущий уровень базовой ставки и, по всей видимости, ставка сохранится на этом уровне до конца года.

В целом мы сохраняем наш прогноз по инфляции на конец года в диапазоне 9-10%. Однако этот прогноз базируется на среднегодовой цене на нефть на уровне \$70 за баррель. Если цены на нефть закрепятся на другом уровне, мы пересмотрим наш прогноз по инфляции. С учетом нашего текущего прогноза по инфляции оптимальным уровнем базовой ставки на конец 2025 года, на наш взгляд, является 15%.

В марте 2025 года наблюдался дальнейший рост годовой инфляции по сравнению с февралем – с 9,4% г/г до 10,0% г/г, в то время как месячная инфляция замедлилась до 1,3% (1,5% в феврале). Все ключевые компоненты инфляции по итогам марта сложились выше в годовом выражении. По нашему мнению, есть две ключевые причины такого резкого роста инфляции в начале года. Первое – отложенный эффект от ослабления курса тенге в конце прошлого и январе текущего года и его трансляция через канал импортной инфляции. Среднее значение курса USDKZT в январе составило 524,64 тенге за доллар США и 519,65 тенге за доллар США в декабре 2024 года. Учитывая временной лаг между валютными колебаниями и их эффектом на цены, влияние ослабления тенге на инфляцию оказалось заметным. Второе – плановое повышение тарифов на некоторые регулируемые услуги ЖКХ (электричество, водоснабжение, т.д.) в феврале и частично в марте. Это оказало единоразовое инфляционное давление, и дальнейшего их повышения в этом году, вероятно, не будет.

На валютном рынке в марте наблюдалась относительная стабильность, в особенности по сравнению с концом прошлого и январем текущего года. Спрос на иностранную валюту в начале года сезонно остается умеренным, что наряду с высоким уровнем трансфертов из Национального фонда в бюджет, продолжением практики зеркалирования, а также нормой об обязательной продаже 50% валютной выручки квазигосударственными компаниями, привело к стабилизации курса тенге в конце марта на уровне 504,27 тенге за доллар США (499,09 тенге за доллар США на конец февраля). Текущее ослабление тенге до уровня 520 тенге за доллар происходит на фоне снижения цен на нефть и из-за возможного выхода нерезидентов из государственных ценных бумаг Казахстана на фоне неопределённости на внешних рынках. Мы пока не изменяем наш прогноз по среднегодовой цене на нефть на уровне \$70 за баррель и не ожидаем резкого ослабления тенге в ближайшем будущем.

С учетом резкого повышения инфляции в феврале на последнем заседании Комитета по денежно-кредитной политике в начале марта НБК повысил уровень базовой ставки с 15,25% сразу до 16,50%. Такое решение стало неожиданностью для всех профессиональных участников рынка. Так, согласно проведенному Ассоциацией финансистов Казахстана (АФК) опросу, 69% участников рынка ожидали сохранения ставки на прежнем уровне. Мы также считали, что НБК ограничится более умеренным повышением – в диапазоне 25-50 б.п. На наш взгляд, столь резкое повышение ставки могло быть избыточным. Ключевой вызов – снижение предсказуемости текущей денежно-кредитной политики,

что, в свою очередь, затрудняет прогнозирование будущих решений по ставке и сказывается на доверии участников рынка.

В начале марта НБК также значительно пересмотрел свои прогнозы по инфляции. В новых прогнозах НБК заметно увеличил свои ожидания по инфляции на предстоящие годы. В 2025 году НБК ожидает инфляцию в пределах 10-12% (6,5-8,5% в январе), а в 2026 году – 9-11% (5,5-7,5% в январе). Мы считаем, что прогнозы НБК по инфляции могут быть несколько завышенными. Также в них не совсем точно учтено влияние роста ставки НДС в 2026 году на инфляцию. Подробно мы [рассматривали](#) эти вопросы в предыдущей аналитической заметке.

Исходя из текущей динамики инфляции, мы придерживаемся прогноза, что инфляция к концу 2025 года составит 9-10% в годовом выражении. Однако этот прогноз базируется на среднегодовой цене на нефть на уровне \$70 за баррель. Если цены на нефть закрепятся на другом уровне, мы пересмотрим наш прогноз по инфляции.

Влияние сезонных факторов на инфляцию будет быстро снижаться, и в последующие месяцы мы ожидаем замедление темпов фактической инфляции, как в прошлом году. Мы также полагаем, что на предстоящем заседании Комитета по денежно-кредитной политике НБК, вероятно, сохранит текущий уровень базовой ставки и, по всей видимости, ставка сохранится на этом уровне до конца года. При этом с учетом прогноза по инфляции, на наш взгляд, оптимальным уровнем базовой ставки на конец года является 15%. Это позволило бы продолжать борьбу с инфляцией, не оказывая сильного давления на внутренний спрос и кредитование реального сектора.

Санжар Калдаров – 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 Кабжалялова
Санжар Калдаров
Салтанат Игенбекова

+7 (727) 339 43 86

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz

s.kaldarov@halykfinance.kz

s.igenbekova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance