
13 мая 2026 года

В феврале текущего года МВФ подготовлен [документ](#) – «Казахстан: государственные компании, фискальная политика и риски», выводы которого представляются важными для анализа фискальной политики и роли государственных компаний в экономике Казахстана. В нём отмечается, что государственные компании (госкомпании), в том числе структуры ФНБ «Самрук-Казына» и НИХ «Байтерек», остаются краеугольным камнем в экономике Казахстана и в модели экономического роста страны. По мнению МВФ, широкое присутствие госкомпаний в экономике имеет два ключевых значения для макроэкономической политики в стране. Во-первых, квазифискальная деятельность госкомпаний, осуществляемая вне официальной бюджетной системы, препятствует формированию общей картины о состоянии государственных финансов, усложняет макроэкономическое управление и может ограничивать пространство для развития частного сектора в отдельных сегментах экономики. Во-вторых, отрицательная динамика показателей деятельности и высокий уровень долговых обязательств госкомпаний могут создавать непредвиденные бюджетные риски, особенно в случае снижения цен на сырьевые товары или ухудшения экономических условий.

В связи с этим МВФ рекомендует властям в Казахстане тщательно выверять инвестиционные и стратегические планы госкомпаний, чтобы обеспечить их соответствие общей политике по управлению государственными финансами. Также необходимо регулярно отслеживать финансовое состояние и результаты деятельности госкомпаний в целях минимизации рисков для устойчивости государственных финансов. В документе МВФ говорится, что важнейшими реформами для Казахстана являются ограничение квазифискальной деятельности госкомпаний; повышение их прозрачности; улучшение корпоративного управления в госкомпаниях; ускорение приватизации.

После публикации данного документа МВФ были проведены заседания Совета директоров НИХ «Байтерек» (в марте) и Совета директоров ФНБ «Самрук-Казына» (в апреле). Согласно пресс-релизам по итогам данных заседаний, повестка холдингов в 2026 году предусматривает дальнейшее расширение их квазифискальных функций, что отличается от подхода, рекомендованного МВФ. Также, действующая модель управления, при которой контроль в Советах директоров холдингов сосредоточен у представителей исполнительной власти, отличается от структуры, рекомендуемой стандартами ОЭСР для государственных компаний, о чем мы писали [ранее](#).

Текущая ситуация

По оценкам МВФ, роль госкомпаний в экономике остается значительной, а объем их активов за последние годы заметно увеличился. В 2013 году суммарные активы по балансу «Самрук-Казына» и «Байтерек» составляли Т16 трлн (порядка 15% к ВВП, согласно представленной в документе диаграмме), тогда как в 2025 году активы данных государственных холдингов достигли Т55 трлн (порядка 54% к ВВП).

По мнению МВФ, государственные компании в Казахстане участвуют в реализации ряда задач государственной политики, часть которых имеет признаки квазифискальной деятельности. К квазифискальной активности относятся: кредитование по льготным ставкам; субсидирование регулируемых цен и тарифов (например, электричество, газ, бензин и вода); инвестиции в инфраструктуру и производство по поручениям правительства; поддержка различных социальных проектов; высокий уровень благотворительности по поручениям правительства и тому подобное. «Самрук-Казына» и «Байтерек» финансируют участие в различных государственных программах, проектах и поручениях правительства за счет своей прибыли; за счет кредитов и инвестиций в капитал из бюджета и из Нацфонда; а также за счет заимствований на внутреннем и внешнем рынках под явную и неявную государственную гарантию. Под неявными государственными гарантиями понимаются ожидания отечественных и иностранных кредиторов относительно того, что

при возникновении финансовых затруднений государство будет иметь возможности для поддержки таких компаний, в том числе с учетом накопленных фискальных резервов.

В документе МВФ говорится, что для осуществления правильной макроэкономической политики в стране важно иметь полноценную картину по всем государственным финансам. Однако наличие существенного объема квазифискальной деятельности в данных государственных холдингах, который не включается в общий анализ по всем финансам государственного сектора, ограничивает полноту оценки фактического состояния государственных финансов и их влияния на макроэкономическую ситуацию в стране.

В документе МВФ отмечается, что в период с 2019 по 2024 годы активы данных государственных холдингов увеличились в среднем на сумму, эквивалентную 20% расходов государственного бюджета. Включение данных операций в состав бюджетных расходов в рамках консолидированной финансовой отчетности государственного сектора привело бы к увеличению нефтегазового дефицита в 2024 году ориентировочно на 3,5 процентных пункта. За последние пять лет государственные предприятия увеличили бы дефицит бюджета в среднем еще на 4,5 процентных пункта.

Включение квазифискальной деятельности госкомпаний в бюджетную отчетность показало бы, что общий объем фискального стимулирования экономики в этот период был заметно выше, чем следует из официальных бюджетных показателей. Оценки МВФ показывают, что совокупный фискальный импульс (фискальное стимулирование экономики) в период с 2019 по 2024 годы превысил параметры, предусмотренные официальным бюджетом. По оценкам МВФ, такая динамика могла усиливать давление со стороны спроса и оказывать проинфляционное влияние.

Несмотря на запланированное ограничение государственного бюджета в текущем 2026 году, по мнению МВФ, расширение квазифискальной активности нацхолдингов «Самрук-Казына» и «Байтерек» может привести к искажению консолидированных показателей государственных финансов, препятствуя реализации контрциклической бюджетной политики и обеспечению соблюдения бюджетных правил, основанных на росте государственных расходов. В частности, в 2026 году правительством планируется значительный рост льготного кредитования в НИХ «Байтерек» и существенный рост инвестиций ФНБ «Самрук-Казына» в различные инфраструктурные и производственные проекты. По оценке МВФ, эффект запланированных бюджетных ограничений на 2026 год может быть в значительной степени смягчен расширением квазифискальной деятельности госкомпаний, что сохраняет риски для устойчивости государственных финансов.

Также в документе говорится, что квазифискальная деятельность госкомпаний выступает фактором давления на их прибыльность и создаёт значительные риски для их финансовой устойчивости. Например, 50% валовых доходов холдинга «Самрук-Казына» составляют доходы от нефтегазового сектора, и в случае падения цен на нефть или резкого ухудшения других экономических условий, правительство может столкнуться с необходимостью непредвиденного увеличения расходов бюджета для финансовой помощи холдингу.

Основные рекомендации МВФ по фискальной политике, связанной с госкомпаниями

Как говорится в документе МВФ, общие рекомендации по бюджетной политике, связанной с госкомпаниями, были даны в [отчете МВФ по Казахстану](#), опубликованном в январе 2026 года. В частности, в отчете отмечалось, что для сдерживания инфляции, сохранения фискальных резервов в Нацфонде и достижения целей бюджетных ограничений необходима существенная корректировка бюджетной политики, а также инвестиционных и кредитных планов госкомпаний. Приоритетными направлениями являются увеличение нефтегазовых доходов и ограничение квазифискальной деятельности, что позволит ограничить чрезмерно стимулирующий характер государственных финансов и обеспечить строгое соблюдение бюджетных правил расходования государственных средств в целях усиления контрциклическости фискальной политики.

Необходима более тесная координация фискальной и монетарной политики для снижения инфляции и уменьшения макроэкономических дисбалансов в стране. Сочетание устойчивой инфляции, быстрого роста кредитования, особенностей бюджетной политики и значительного объёма квазифискальной деятельности создаёт признаки перегрева экономики, в формировании которого существенную роль играют меры государственной поддержки.

В документе, обсуждаемом в данной заметке, МВФ дал рекомендации по поводу квазифискальной деятельности национальных холдингов. В частности, рекомендовано провести тщательный анализ обоснованности присутствия государственных компаний в коммерческой деятельности, где частный сектор способен обеспечить более высокую эффективность. Необходимо стремиться к созданию равных условий для частного сектора путем разделения коммерческой и некоммерческой деятельности госкомпаний, минимизируя финансовую и нефинансовую поддержку со стороны государства, включая различного рода преференции для госкомпаний. В некоторых случаях могут потребоваться законодательные изменения для обеспечения равных условий для государственных и частных организаций. В других случаях необходимо обеспечить соблюдение уже существующих законов. Следует усилить корпоративное управление и контроль за счет применения планирования, ориентированного на коммерческие результаты деятельности.

Необходимо улучшить систему управления государственными финансами, чтобы обеспечить эффективный мониторинг и снизить риски бюджета, связанные с госкомпаниями. Задолженность государственных предприятий следует включить в налогово-бюджетный анализ путем расширения определений государственного долга, чтобы охватить риски заимствования, создаваемые госкомпаниями.

Для эффективного управления государственными финансами и для улучшения финансового состояния госпредприятий необходима большая прозрачность. Следует раскрывать подробную информацию о государственной поддержке, получаемой госкомпаниями, об оплатах в бюджет со стороны госкомпаний. Повышение прозрачности и раскрытие информации о долге госкомпаний и о государственных гарантиях по долгам госкомпаний имеют решающее значение для надлежащего мониторинга и снижения бюджетных и финансовых рисков.

Кроме того, необходимо прозрачно отражать расходы по всей квазифискальной деятельности. Также важно консолидировать финансовые и бюджетные риски, связанные с госкомпаниями в единую отчетность по всем государственным финансам, включая квазифискальные операции и условные обязательства госкомпаний. Целесообразно ускорить процессы приватизации в целях сокращения степени влияния государства, перераспределения ресурсов и повышения эффективности управления активами, прежде всего в нестратегических секторах экономики.

Необходимо улучшать корпоративное управление в государственных компаниях

В своих рекомендациях МВФ говорит о том, что необходимо улучшать корпоративное управление в государственных компаниях, в связи с чем мы решили напомнить о нашей [публикации](#) – «Обзор отчета ОЭСР о корпоративном управлении в госкомпаниях Казахстана: нужны серьезные реформы».

Одним из вызовов, описанным в отчете ОЭСР, является то, что в соответствии со стандартами ОЭСР, государство должно обеспечить любой коммерческой госкомпании полную операционную независимость и должно воздержаться от вмешательства в её управление. Данный результат обеспечивается путем формирования правительством, как акционером, профессионального и независимого состава Совета директоров госкомпаний, который в свою очередь назначает и контролирует профессиональное руководство компании.

Стандарты ОЭСР предписывают использование механизмов по недопущению конфликта интересов между государственными и коммерческими интересами, который может препятствовать объективному исполнению Советом директоров своих полномочий. Указанные меры также призваны минимизировать политическое вмешательство в операционную деятельность органов корпоративного управления.

Сложившаяся практика, при которой контроль в Советах директоров национальных холдингов сосредоточен у представителей правительства, отражает приоритет прямого государственного участия в управлении холдингами. Рекомендации ОЭСР предполагают другой подход — обеспечение институциональной независимости Совета директоров, в том числе через председательство независимого директора.

Аналитический центр

При использовании материала из данной публикации ссылка на первоисточник обязательна.

© 2026 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.

© 2026 г., все права защищены.

Аналитический центр

Салтанат Игенбекова
Асан Курманбеков
Арслан Аронов

+7 (727) 339 43 86

s.igenbekova@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
a.aronov@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