

29 мая 2026 года

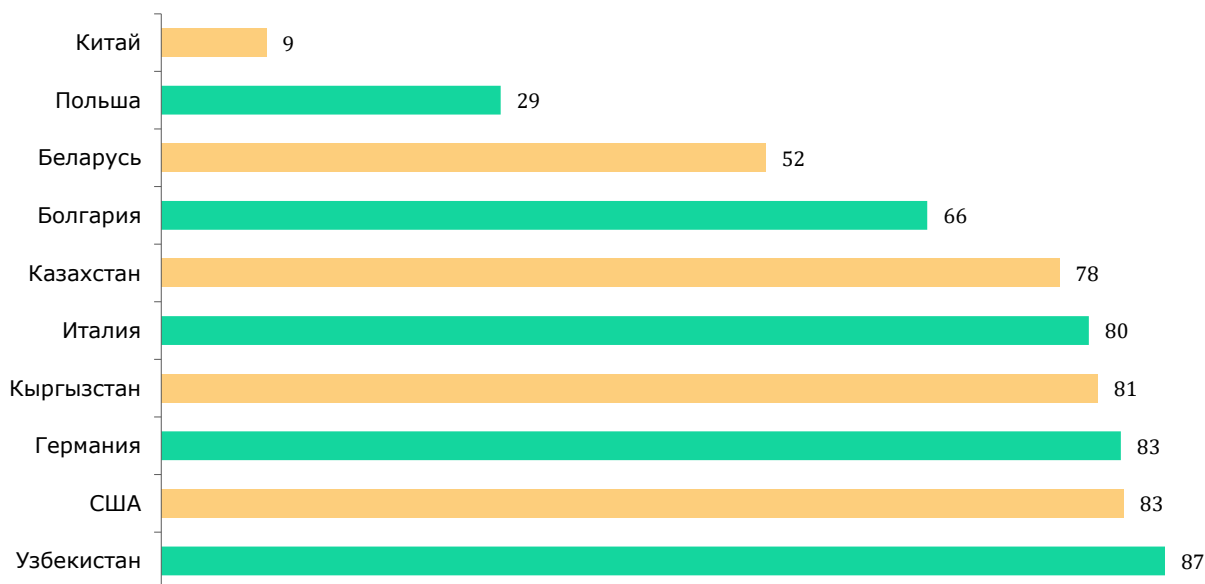
Страны Центральной Азии в последние годы отличаются не только динамичным ростом экономики, но и увеличением их международных резервов. При этом, судя по последним изменениям в их структуре, Узбекистан, Кыргызстан и Казахстан делают более выраженную ставку на золото, тогда как развитые экономики используют золото преимущественно как исторический и стратегический резервный актив. Узбекистан имеет одновременно самую высокую долю золота в резервах и самый высокий уровень международных резервов к ВВП. Для Казахстана, на наш взгляд, оптимальной представляется более сбалансированная стратегия в отношении размера и структуры внешних буферов.

После существенного увеличения в прошлом году международные резервы Казахстана продолжили расширяться в текущем году. При этом данный процесс также отмечен и в соседних странах. Так, в апреле объём резервов достиг \$67,8 млрд в Казахстане и \$70,9 млрд в Узбекистане. Ключевую роль в росте резервов сыграл рост цен на золото, а также его покупки центральными банками.

Несмотря на доминирование валютных активов в международных резервах, золото продолжает усиливать роль стратегического актива центральных банков. Для Казахстана, Узбекистана и Кыргызстана данный фактор имеет дополнительное значение: золото для них является не только резервным инструментом, но и внутренним сырьевым ресурсом, связанным с добычей, экспортной выручкой и промышленной базой. Поэтому высокая доля золота в резервах в этих странах отражает не только защитную политику центрального банка, но и наличие собственной ресурсной базы.

Доля золота в международных резервах отдельных стран довольно существенно отличается. Максимальный показатель наблюдается у Узбекистана, где золото составляет 87% резервов. Далее следуют США и Германия – по 83%, Кыргызстан – 81%, Италия – 80%, Казахстан – 78%. Более умеренная доля золота представлена у Болгарии – 66%, Беларуси – 52%, Польши – 29%, тогда как минимальное значение среди рассматриваемых стран у Китая – 9%. Среднемировой показатель доли золота в резервах составляет примерно 20%.

Рис. 1. Доля золота в международных резервах, %



Источник: профильные ведомства * март, апрель 2026 г.

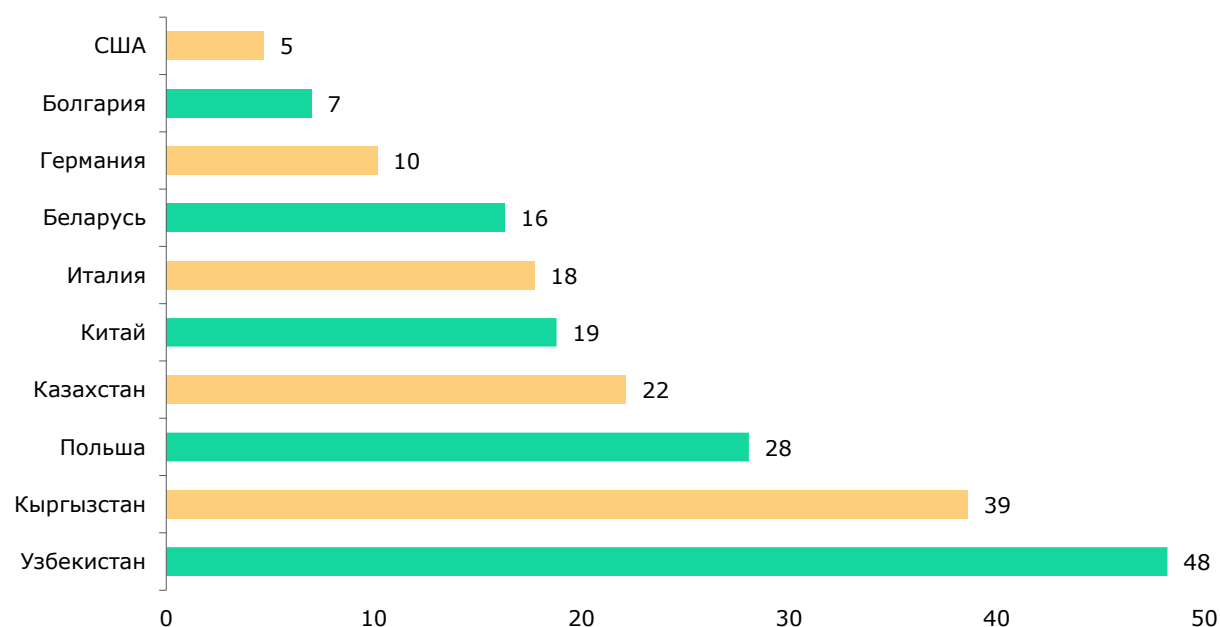
В случае США, Германии и Италии высокая доля золота во многом отражает исторически накопленные запасы и роль этих стран в мировой финансовой системе. В случае Казахстана, Узбекистана и Кыргызстана ситуация иная: высокая доля золота дополнительно опирается на наличие добычи и крупных месторождений в регионе. К примеру, в Кыргызстане золото является ключевым элементом горнодобывающего сектора, обеспечивая существенный вклад в ВВП страны.

Это означает, что для стран Центральной Азии золото является не только финансовым активом, но и естественным продолжением сырьевой специализации. При этом высокая концентрация в золоте имеет как преимущества, так и ограничения. С одной стороны, золото представляет собой значимый актив и лучше воспринимается в периоды геополитической неопределенности. С другой стороны, для валютных интервенций, обслуживания внешних обязательств и сглаживания краткосрочного давления на курс Центральному банку необходимы ликвидные валютные активы.

Если взглянуть на размер резервов к ВВП стран, то ситуация несколько меняется. Здесь лидером является Узбекистан – 48% к ВВП. Далее следуют Кыргызстан – 39%, Польша – 28%, Казахстан – 22%, Китай – 19%, Италия – 18%, Беларусь – 16%, Германия – 10%, Болгария – 7% и США – 5%.

Данный показатель важен с точки зрения внешней устойчивости. Чем выше международные резервы к ВВП, тем больше потенциальная способность страны сглаживать внешние шоки: давление на валютный курс, ухудшение условий внешнего финансирования, рост стоимости импорта или отток капитала. При этом для развитых экономик низкий показатель резервов к ВВП не обязательно является признаком слабости, тогда как для малых и развивающихся экономик крупные резервы играют более важную стабилизационную роль.

Рис. 2. Международные резервы, % к ВВП



Источник: профильные ведомства * отношение к ВВП за 2025 год

С этой точки зрения Узбекистан и Кыргызстан выглядят наиболее защищенными в рамках данной выборки: у них одновременно высокая доля золота и значительный размер резервов к ВВП. Казахстан находится в промежуточной позиции. Доля золота в резервах высокая – 78%, однако общий объем резервов к ВВП составляет 22%, что заметно ниже показателей Узбекистана и Кыргызстана. Однако у Казахстана также имеются валютные активы, аккумулируемые в Национальном фонде, размер которых составляет \$64,8 млрд. Их размер к ВВП составляет дополнительные 21%, что в сумме выводит резервные буферы республики к среднему показателю

между Кыргызстаном и Узбекистаном. Для Казахстана это особенно важно с учетом высокой зависимости экономики, бюджета и платежного баланса от сырьевого цикла, прежде всего от нефти, а также чувствительности курса тенге к внешним условиям.

Для Казахстана, Узбекистана и Кыргызстана важен еще один фактор – ограниченность предложения золота. Как известно, производство золота в мире практически неэластично к росту цены: даже существенное удорожание металла не приводит к быстрому увеличению добычи, поскольку новые проекты требуют времени, капитала, развития инфраструктуры, лицензирования и геологоразведки. World Gold Council отмечает, что новое добытое золото покрывает значительную часть спроса, однако предложение растет в пределах 1% в год.

На этом фоне постепенное наращивание золота в резервах может выглядеть оправданной стратегией, особенно для стран Центральной Азии, которые уже имеют собственную добычу. В отличие от импортируемого финансового актива, золото может пополняться за счет внутреннего сырьевого сектора, что снижает часть внешних ограничений. Однако чрезмерная доля золота снижает долю валютной ликвидности, которая необходима для оперативных действий центрального банка.

При этом Казахстану, по-видимому, нецелесообразно механически стремиться к уровню Узбекистана в 87% или выше. В отличие от Узбекистана и Кыргызстана, Казахстан имеет более выраженную зависимость от нефти, а значит – более высокую потребность в валютной ликвидности для сглаживания внешних шоков и волатильности тенге. Поэтому более сбалансированной выглядит модель, при которой золото занимает порядка 70-80% резервов, а 20-30% сохраняется в высоколиквидных валютных инструментах.

Таким образом, Узбекистан и Кыргызстан выглядят наиболее «золотоемкими» экономиками в глобальном масштабе: у них высокая доля золота в резервах сочетается с крупным объемом резервов к ВВП. Это усиливает их внешний буфер, но одновременно повышает чувствительность резервной позиции к динамике цен на золото. С учетом роли добычи золота в регионе такая структура выглядит логичной: золото является не только защитным активом, но и частью производственной и экспортной модели.

При этом резервы не являются бесплатным инструментом защиты. МВФ подчеркивает, что международные резервы снижают вероятность кризисов платежного баланса, помогают поддерживать финансовую стабильность и дают пространство для экономической политики, но одновременно несут альтернативную стоимость. Поэтому оценивать достаточность резервов нужно с учетом структуры экономики, внешних рисков, доступа к рынкам капитала и качества макроэкономической политики.

Для Казахстана, на наш взгляд, оптимальной выглядит более сбалансированная стратегия. С одной стороны, наличие собственной добычи, ограниченная эластичность мирового предложения и волатильность нефтяных цен поддерживают аргумент в пользу умеренного наращивания золота в резервах. С другой стороны, зависимость от нефти и чувствительность тенге требуют сохранения достаточной валютной ликвидности.

Курманбеков Асан – 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, все права защищены.

Аналитический центр

+7 (727) 339 43 86

Салтанат Игенбекова
Курманбеков Асан
Арслан Аронов

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