

29 августа 2025 года

Международное рейтинговое агентство S&P Global Ratings подтвердило суверенный кредитный рейтинг Казахстана на уровне BBB-/A-3 и повысило прогноз со «стабильного» до «позитивного». По мнению агентства, более жесткие фискальные правила, предусмотренные новым Бюджетным кодексом, вместе с расширением доходной базы благодаря обновленному Налоговому кодексу создают условия для фискальной консолидации в ближайшие два-три года при одновременном сохранении значительных ликвидных резервов государства. 26 августа Правительство Казахстана утвердило Прогноз социально-экономического развития РК на 2026–2028 годы (ПСЭР). Согласно ПСЭР, правительство в следующие три года не планирует изъятия из Нацфонда в виде целевых трансфертов и облигационных займов, а гарантированный трансферт из Нацфонда в бюджет будет зафиксирован на уровне T2,77 трлн ежегодно. Это довольно жесткие планы с учетом правительственного прогноза по цене на нефть в \$60 за баррель в течение трех лет. Если данные планы будут исполнены, то мы согласны с положительной оценкой S&P Global Ratings.

S&P прогнозирует рост ВВП на уровне 5,6% в 2025 году с замедлением до около 4% в 2026–2028 годах. По заявлению S&P, ускорение в 2025 году будет обеспечено расширением нефтедобычи на месторождении Тенгиз и государственными инвестициями в инфраструктурные проекты, при этом ключевым риском остается снижение цен на нефть. S&P ожидает замедление инфляции до 11% к концу 2025 года и ослабление курса до 540 тенге за доллар. Мы разделяем прогнозы S&P по динамике ВВП и инфляции, однако полагаем, что курс национальной валюты может продемонстрировать более заметное ослабление.

S&P указывает, что прогноз может быть возвращен к «стабильному», если реформы в области налогового администрирования и расширения доходной базы будут свернуты, либо если новые бюджетные правила не смогут предотвратить дальнейшее сокращение ликвидных активов. Дополнительным риском остается резкое и продолжительное падение нефтяных доходов, в том числе при возможных перебоях в работе Каспийского трубопроводного консорциума (КТК). При этом повышение рейтинга станет возможным, если новый Налоговый кодекс сможет обеспечить устойчивый рост ненефтяных доходов, а бюджетные правила будут способствовать постепенному восстановлению фискальных резервов при сохранении умеренной долговой нагрузки.

S&P обосновало подтверждение рейтинга на уровне BBB-/A-3 и смену прогноза со «стабильного» до «позитивного» прогрессом страны в проведении институциональных и экономических реформ. В частности, были приняты новые редакции Бюджетного и Налогового кодексов, что, по мнению агентства, укрепляет основу экономической политики. S&P особо подчеркнуло, что введение более строгих фискальных правил и масштабное расширение доходной базы бюджета будут способствовать консолидации государственных финансов. Рейтинг агентства отражает и усилия по либерализации и диверсификации экономики РК: продолжается реализация Национального инфраструктурного плана и других программ модернизации, что должно постепенно уменьшить зависимость экономики от нефтяных доходов и увеличить поступления в ненефтяной сектор.

На наш взгляд, ключевым фактором является не столько объем проводимых реформ, сколько их содержание, последовательность и качество исполнения. Прошлый опыт показывает, что многие институциональные инициативы нередко сталкивались с ограничениями на этапе реализации, что тормозило достижение заявленных целей по диверсификации и укреплению фискальной дисциплины. В то же время текущие результаты остаются сдержанными – системные проблемы с налоговым администрированием, бюджетным планированием и изъятиями из Национального фонда страны ограничивают эффективность проводимой политики. Мы считаем, что устойчивое снижение ненефтяного дефицита и предсказуемая бюджетная политика должны подтверждаться фактической динамикой доходов и расходов. Без этого позитивный прогноз может остаться лишь на уровне ожиданий, особенно если внешние факторы, такие как цены на нефть, окажутся менее благоприятными, чем предполагает S&P.

Аналитики S&P также указали на устойчивость банковского сектора перед геополитическими и макроэкономическими вызовами – банковская система обладает достаточным запасом капитала и ликвидности для поглощения внешних шоков. Все эти факторы, по мнению S&P, укрепляют доверие к финансовой системе и снижают уязвимость экономики.

Как отмечает S&P, отношения с Россией остаются значимыми для Казахстана. Россия сохраняет статус одного из крупнейших торговых партнеров страны, хотя ее доля в импорте снизилась с более 40% до 29% после начала войны в Украине. Около 80% казахстанской нефти по-прежнему экспортируется через трубопровод КТК, проходящий по территории России, что создает риски при сохранении геополитической напряженности. Альтернативные маршруты, включая «Средний коридор» через Азербайджан, Грузию и Турцию, а также нефтепровод Казахстан-Китай, требуют значительных инвестиций и сопряжены с логистическими сложностями.

S&P дает оптимистичные прогнозы по основным макроэкономическим показателям Казахстана на ближайшие годы. Ожидается, что реальный рост ВВП ускорится до 5,6% в 2025 году, затем будет постепенно замедляться до около 4% в год в период 2026-2028 годов. Прогноз S&P на 2025 год совпадает с нашими оценками. Как и мы, агентство предполагает, что рост ВВП в текущем году будет поддерживаться расширением нефтедобычи на месторождении Тенгиз и значительными государственными расходами на инфраструктурные проекты. При этом S&P ожидает снижение цен на нефть до \$60 за баррель во второй половине 2025 года и до \$65 в 2026-2028 годах, что может частично нейтрализовать эффект от увеличения нефтедобычи. Кроме того, S&P обращает внимание, что прогнозируемый объем нефтедобычи значительно превышает текущую квоту РК в рамках ОПЕК+ (1,532 млн барр./день с августа 2025 года). Это, по заявлению S&P, объясняется ограниченными возможностями правительства повлиять на международные компании.

S&P указывает, что в среднесрочной перспективе темпы роста ВВП будут постепенно замедляться по мере сокращения бюджетных стимулов. При этом правительство рассчитывает поддержать инвестиционную активность за счет активной реализации Национального инфраструктурного плана, который включает проекты в сфере энергетики, транспорта, водоснабжения и ЖКХ. Для решения долгосрочных проблем электроэнергетики также запланировано строительство крупных АЭС с участием российских и китайских компаний.

По мере сохранения высокой базовой ставки инфляция должна пойти на спад. S&P ожидает постепенное замедление роста цен, хотя инфляция пока остается значительно выше целевого коридора НБК. Агентство прогнозирует снижение годовой инфляции к концу 2025 года до 11%, что совпадает с верхней границей наших оценок. S&P также ожидает стабилизацию курса тенге на уровне 540 тенге за доллар к концу 2025 года после его резкого ослабления в конце 2024. Мы же в этом году предполагаем более заметное ослабление до 550-560 тенге за доллар.

Государственный долг РК, по оценке агентства, останется умеренным. Несмотря на существенные расходы бюджета в последние годы, относительный размер долга контролируется. S&P ожидает, что при соблюдении новых бюджетных правил уровень государственного долга стабилизируется в среднесрочной перспективе. Помимо этого, Казахстан сохраняет статус нетто-кредитора – консолидированные международные резервы (международные резервы НБК и валютные активы Национального фонда) значительно превышают внешний долг страны.

Таким образом, S&P подтвердило устойчивый суверенный рейтинг Казахстана, одновременно повысив прогноз. Тем не менее, экономика остается ресурсно-ориентированной: по оценке S&P, на долю углеводородного сектора приходится почти 20% ВВП, свыше 30% доходов бюджета и более половины экспорта. Государство ставит целью диверсификацию и снижение зависимости от сырьевых доходов, поскольку высокая доля нефтяного сектора сохраняет значительные риски для экспортных поступлений при возможных перебоях в работе КТК или падении нефтяных цен. На наш взгляд, достижение этих целей во многом будет зависеть от соблюдения и эффективного исполнения как мер по либерализации экономики, так и контрциклических бюджетных правил. Только при устойчивом снижении ненефтяного дефицита и расширении роли частного сектора

возможно обеспечить устойчивый экономический рост, укрепить доверие инвесторов и создать предпосылки для повышения кредитного рейтинга.

Санжар Калдаров – 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 Кабжалылова
Санжар Калдаров
Салтанат Игенбекова
Арслан Аронов
Арсен Сариев

+7 (727) 339 43 86

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz
s.kaldarov@halykfinance.kz
s.igenbekova@halykfinance.kz
a.aronov@halykfinance.kz
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

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance