

5 февраля 2026 года

В издании «Экономическое обозрение Национального Банка Республики Казахстан» 26 декабря 2025 года опубликована статья «[Макроэкономический портрет сырьевых стран: взгляд через призму данных](#)», посвященная сравнительному анализу макроэкономических показателей Казахстана и ряда стран – нетто-экспортеров сырья через призму внешних активов и режимов макроэкономической политики.

Основные выводы статьи указывают на то, что наличие внешних активов с высоким соотношением к ВВП позволяет странам придерживаться более жестких курсовых режимов и сглаживать внешние шоки посредством интервенций, тогда как при более скромных накоплениях оптимальным является режим свободно плавающего обменного курса. Кроме того, в статье подчеркивается, что развитие ненефтяных (несырьевых) секторов является одновременно результатом и инструментом макроэкономической стратегии, снижающим сырьевую зависимость и формирующим устойчивые источники дохода. Отдельно отмечается, что схожие значения текущего счета могут скрывать принципиально различную структуру внешнеэкономических потоков, а комбинация инфляционного таргетирования при плавающем курсе с бюджетными правилами в целом способствует большей устойчивости экономического роста.

В мае 2024 года нами был опубликован документ «[Индустриализация и диверсификация Казахстана: почему мы топчемся на месте уже много лет](#)», где были обозначены причины сохранения сырьевой модели и ограниченность фактического прогресса в структурной трансформации. Подчеркивая важность перехода к диверсификации и расширению конкурентоспособных несырьевых производств, мы также отмечали, что без устойчивых институциональных изменений и корректировки системы экономических стимулов, включая трансформацию практики господдержки, снижение сырьевой зависимости остается ограниченным, что позволяет нам полностью согласиться с выводами, представленными в обзоре НБК.

Мы в своих публикациях отмечали, что для укрепления макроэкономической устойчивости Казахстана принципиальны: (1) сохранение и наращивание внешних буферов при снижении структурной зависимости бюджета от трансфертов и реализации полноценной контрциклической фискальной политики, (2) качественная диверсификация через рост доли высокотехнологичных товаров и продукции глубоких переделов технологичности в экспорте, (3) снижение хронических дисбалансов платежного баланса, прежде всего по доходам, (4) согласованность фискальной и монетарной политики.

Обеспечение транспарентной фискальной модели, минимизация квазифискального участия в экономике, неукоснительное соблюдение фискальной дисциплины и контрциклических правил позволяет снизить вероятность накопления дисбалансов.

Введение

В издании «Экономическое обозрение» Национальным Банком (НБК) 26 декабря 2025 года опубликовано исследование, посвященное сравнительному анализу подходов к макроэкономической политике группы стран-экспортеров сырья, с фокусом на внешние активы, платежный баланс, фискальные параметры, а также денежно-кредитную политику (ДКП). Выборка стран для анализа в обзоре отражает не только сырьевую направленность экономик (нефть, газ, металлы, уголь), но и разнообразие макроэкономических моделей: от различных режимов ДКП и валютной политики до специфики бюджетных правил и налоговой нагрузки. Также учтено различие стран по уровням доходов. В обзоре подчеркивается, что для ресурсозависимых стран внешние шоки и волатильность сырьевых поступлений создают повышенные риски макроэкономической

нестабильности, а качество политики и институтов определяет способность экономики адаптироваться к таким шокам.

С учетом значимости сырьевого фактора важна роль макроэкономической политики, которая, как отмечается в статье, формируется не отдельными инструментами, а целостной конфигурацией факторов: качества институтов, структурной диверсификации и специфики управления фискальными и валютными потоками. При этом подчеркивается, что выбор курсового режима связан с масштабом накопленных внешних активов, а устойчивость внешних потоков зависит не только от сальдо текущего счета, но и от структуры платежного баланса и характера бюджетной политики. Автор статьи подчеркивает, что схожие значения текущего счета могут скрывать различную структуру внешнеэкономических потоков, а наиболее устойчивые конфигурации формируются там, где плавающий курс сочетается с бюджетными правилами и более высокой степенью диверсификации, что снижает уязвимость экономики.

На основе анализа опыта сырьевых стран и актуальных исследований в статье дан тезис об отсутствии универсальных решений для ресурсозависимых экономик. С этой точки зрения важна разработка адаптивных стратегий, учитывающих институциональные особенности, зрелость финансовых рынков и специфику политик. Эффективность макроэкономического реагирования на внешние шоки напрямую зависит от гибкости фискального и монетарного инструментария. Как отмечает автор, формирование институциональных механизмов управления сырьевыми доходами является фактором минимизации структурных дисбалансов.

В мае 2024 года нами был опубликован документ [«Индустириализация и диверсификация Казахстана: почему мы топчемся на месте уже много лет»](#), где мы подчеркивали, что без усиления рыночных механизмов распределения финансовых ресурсов, развития высокопроизводительной и экспортноориентированной обрабатывающей промышленности структурные дисбалансы продолжают сохраняться. Также в нашем [обзоре](#) отмечалась важность контрциклических бюджетных правил и координации фискальной и монетарной политики, что в целом совпадает с логикой, представленной в исследовании НБК.

Внешние активы

В статье НБК внешние активы рассматриваются как ключевой элемент устойчивости сырьевых экономик. Автор показывает, что страны, располагающие значительными внешними активами, обладают большими возможностями по сглаживанию внешних шоков, в том числе посредством операций на валютном рынке, тогда как при ограниченных накоплениях адаптация в большей степени осуществляется через гибкость обменного курса. Анализ опыта рассматриваемых стран показал, что суверенные фонды играют ключевую роль в сглаживании экономических колебаний.

Мы согласны с тезисом статьи о роли внешних активов как инструмента стабилизации, которые позволяют сглаживать колебания курса национальной валюты и обеспечивать исполнение бюджетных обязательств. Так, консолидированные международные резервы Казахстана на конец декабря 2025 года составили почти \$130 млрд, увеличившись с начала года почти на четверть за счет роста золотовалютных активов Национального банка и валютных активов Национального фонда (НФ). При этом качество структуры резервов выявляет необходимость соблюдения баланса: значительные объемы изъятий могут ограничивать их устойчивость и создавать дополнительную нагрузку на монетарную политику через инфляционные каналы. Так, по итогам 2025 года поступления в НФ без учета инвестиционного дохода снизились на 1,8% г/г, при этом изъятия из НФ превысили поступления почти на 28% (без учета инвестиционного дохода). Мы в наших отчетах подчеркивали важность соблюдения контрциклических бюджетных правил.

Степень диверсификации экономики

В статье НБК диверсификация экономики трактуется как один из факторов снижения уязвимости сырьевых стран к внешним шокам. Для оценки диверсификации в работе используется индекс экономической диверсификации (EDI, разработан Школой управления MBRSG), который комплексно измеряет три равнозначных аспекта: структуру производства, торговли и государственных доходов.

Страны с более высокими индексами (114-104) имеют диверсифицированные источники бюджетных доходов и несырьевые секторы экономики. Индекс Казахстана составляет 93 (2023 год), что относится к нижней шкале уровня диверсификации. Автор подчеркивает, что развитие несырьевых секторов выступает одновременно результатом и инструментом макроэкономической стратегии, позволяя снижать зависимость от сырьевых доходов и формировать более устойчивые источники роста.

Мы в своих исследованиях также отмечали недостаточную степень диверсификации экономики. Доля сырья в экспорте Казахстана занимает преобладающую долю, что отражается в индексе экономической сложности экономики (Harvard Growth Lab's), который находится в отрицательной зоне на протяжении более 20 лет, демонстрируя специализацию страны на производстве менее сложных (менее технологичных) товаров. В публикации [«Индустриализация и диверсификация Казахстана: почему мы топчемся на месте уже много лет»](#) (2024 год) мы делали акцент на том, что для устойчивого роста необходимо обеспечить диверсификацию через производство и экспорт высокотехнологичных товаров и услуг, что сможет обеспечить долгосрочную конкурентоспособность страны.

Состояние платежного баланса

В статье НБК состояние платежного баланса рассматривается как важная характеристика внешней устойчивости сырьевых стран. Профицит текущего счета способствует росту резервов, но при слабой диверсификации экономики он подтверждает сырьевую зависимость и уязвимость к ценовым шокам. Дефицит может говорить о давлении на экономику и потребности во внешних инвестициях. Казахстан в соответствии с разделением стран на группы по внешнеэкономическому положению отнесен в статье к странам с умеренно дефицитным текущим счетом. Автор статьи связывает дефицит текущего счета Казахстана с двумя ключевыми факторами: высокой зависимостью от импорта (21% в ВВП в среднем за 2014–2023 годы) из-за слабого внутреннего производства и значительными выплатами доходов иностранным инвесторам.

Отдельно отмечается, что одинаковые по величине значения текущего счета могут формироваться при различной структуре внешнеэкономических потоков, что имеет значение для интерпретации устойчивости внешнего контура и оценки источников дисбалансов. В статье делается вывод о том, что в большинстве стран с режимом плавающего курса обменного курса наблюдаются более устойчивые внешнеэкономические потоки. Важным фактором является наличие бюджетных правил, которые балансируют текущий счет.

В нашем исследовании [«Платежный баланс в третьем квартале 2025 года: углубление дефицита текущего счета на фоне роста выплат иностранным инвесторам»](#) (11 ноября 2025 года) мы отмечали углубление дефицита текущего счета и подчеркивали, что это связано не только с дисбалансом внешней торговли, но и структурными компонентами, которые сложнее корректируются в краткосрочном горизонте. Мы согласны с тезисами статьи о том, что плавающий валютный курс позволяет экономике лучше абсорбировать внешние шоки. В целом устойчивость внешнего контура требует комплекса мер в области индустриализации и экспортной политики, привлечения прямых иностранных инвестиций и фискальной дисциплины.

Фискальная и монетарная политика

В статье НБК обращается внимание на различия в фискальной позиции сырьевых стран и в степени зависимости бюджетных доходов от сырьевых поступлений. Отмечается, что часть стран предпринимает шаги по диверсификации бюджетных поступлений — в том числе через изменение налоговых параметров и внедрение бюджетных правил, — что рассматривается как важный элемент повышения устойчивости макроэкономической политики. Анализ бюджетных систем стран-экспортеров ресурсов в статье демонстрирует, что дефицит консолидированного бюджета в развитых экономиках имеет технический характер. Фискальная дисциплина и сбалансированная налоговая система делают бюджет более устойчивым. Авторы делают вывод о том, что в условиях стабильных институтов дефицит консолидированного бюджета не является угрозой для

макроэкономической стабильности, а выступает в роли управляемого буфера, позволяющего сглаживать последствия внешних вызовов без ущерба для долгосрочного роста.

В статье отмечается, что инфляционное таргетирование в сочетании с плавающим курсом является доминирующим режимом (50% выборки стран). Опыт развитых стран подтверждает, что эффективность монетарной политики напрямую зависит от уровня диверсификации экономики, внешней устойчивости и фискальной дисциплины наряду с широкой налоговой базой.

Мы поддерживаем тезисы статьи о необходимости диверсификации бюджетных поступлений, внедрения и соблюдения бюджетных правил, а также выводы об эффективности инфляционного таргетирования при плавающем обменном курсе для смягчения внешних и внутренних шоков. В нашем [исследовании](#) отмечалось, что результативность монетарной политики во многом определяется качеством макроэкономической координации, прежде всего, соблюдением фискальной дисциплины, глубиной структурных реформ, включающих диверсификацию экономики, уровень развития рыночных механизмов, а также финансового и валютного рынков.

В целом для обеспечения фундаментальной устойчивости экономики необходимо изменить текущую модель роста, обеспечить диверсификацию и фокусироваться на экспорте технологичной продукции за пределами сырьевых отраслей, обеспечивающих рост производительности и конкурентоспособности экономики.

Салтанат Игенбекова - Аналитический центр

Александр Вернер – 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 цennыми бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающими 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 цennыми 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

Мадина Кабжаялова
Асан Курманбеков
Салтанат Игенбекова
Арслан Аронов

+7 (727) 339 43 86

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

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «B», 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