
8 января 2026 года

19 ноября 2025 года была утверждена Программа совместных действий правительства, Нацбанка и АРРФР по макроэкономической стабилизации и повышению благосостояния населения на 2026–2028 годы (далее - Программа). Программа была опубликована через месяц после утверждения – 25 декабря 2025 года.

Согласно Программе, она является полноценной экономической платформой развития Казахстана на ближайшие 3 года. Главными целями программы являются: (1) снижение и стабилизация инфляции; (2) обеспечение ежегодного роста экономики не ниже 5%; (3) обеспечение доходов населения на уровне выше «инфляция + (2–3%)».

Программа вызвала ряд вопросов. По нашему мнению, в документе сохраняется несогласованность между фискальной политикой правительства и монетарной политикой Нацбанка, что может продолжать оказывать влияние на инфляцию, макроэкономическую стабильность и устойчивый экономический рост.

Документ не раскрывает, за счет каких факторов предполагается рост реальных доходов населения в 2026 году при прогнозируемом уровне инфляции в диапазоне 9–11%. Также не раскрыто, какие новые меры будут способствовать ускоренному росту частных внутренних и иностранных инвестиций в экономику.

В целом остается неочевидным, чем заявленные в Программе государственные меры принципиально отличаются от ранее реализуемых с точки зрения диверсификации экономики, повышения производительности труда, развития несырьевого экспорта, формирования нового инвестиционного цикла и обеспечения качественного экономического роста. Как мы отмечали ранее, предыдущие государственные программы развития не привели к достижению устойчивого качественного роста экономики.

Меры по макроэкономической стабильности вызывают вопросы

Одними из главных показателей неустойчивого роста экономики и снижения макроэкономической стабильности являются: (1) высокая и нестабильная инфляция и (2) снижение реальных доходов населения. В Программе вопрос по стабилизации и снижению инфляции в Казахстане является одним из ключевых.

В Программе отмечается, что стратегическим приоритетом социально-экономической политики остается устойчивое повышение реальных доходов и благосостояния населения. Эффективная реализация согласованных мер по снижению инфляции в данной Программе позволит обеспечить реальный рост доходов населения и будет способствовать дальнейшему развитию национальной экономики.

Отдельная глава «Макроэкономическая стабильность» ключевыми факторами инфляции называет устойчивый внутренний спрос на фоне роста потребительского кредитования, волатильность на внешних рынках в условиях геополитических рисков, влияющих на ослабление курса национальной валюты и удорожание импорта, рост мировых цен на продовольствие, рост регулируемых цен, а также фискальный импульс. Ожидаемая фискальная консолидация будет ключевым дезинфляционным фактором в среднесрочной перспективе.

Мы согласны с представленной в документе оценкой причин инфляции в стране. В частности, считаем обоснованным утверждение о том, что бюджетная консолидация и строгое соблюдение принципов контрциклической бюджетной политики являются ключевыми дезинфляционными факторами в среднесрочной перспективе.

Вместе с тем, несмотря на четкое описание механизмов достижения снижения и устойчивости инфляции, предлагаемые в документе меры, по нашему мнению, не в полной мере соответствуют общепринятым принципам бюджетной консолидации и контрциклической бюджетной политики.

Как мы уже отмечали, республиканский бюджет, утверждаемый парламентом, охватывает не все государственные расходы, инвестиции и кредиты в стране. Прежде всего это касается различных государственных внебюджетных фондов и квазифискальных операций, осуществляемых Национальными холдингами «Самрук-Казына» и «Байтерек». По нашему мнению, именно значительный объем квазифискальных операций АО «НИХ «Байтерек», предусмотренный Программой, будет препятствовать соблюдению принципов бюджетной консолидации и контрциклической бюджетной политики в ближайшей перспективе. В частности, в Программе отмечается следующее: *«С учетом необходимости значительного прироста инвестиций и в условиях сохранения высоких процентных ставок банки второго уровня и Национальный инвестиционный холдинг «Байтерек» станут основными источниками кредитования реального сектора, включая инвестиционные кредиты, а также ключевыми каналами финансирования точек роста экономики и лидеров отраслей.*

В рамках проактивной роли государства по развитию индустрии в 2026 году Правительство продолжит выделение бюджетных средств холдингу «Байтерек» в размере 1 трлн тенге. Холдинг «Байтерек» будет привлекать на локальном и внешнем рынках финансовые ресурсы в объеме до 7 трлн тенге как за счет внешнего, так и внутреннего фондирования. С учетом привлеченных средств холдинг «Байтерек» окажет прямые и косвенные меры поддержки в приоритетных отраслях в объеме порядка 8 трлн тенге (в год – автор).»

НИХ «Байтерек» является холдингом государственных финансовых организаций, и его займы на локальном и внешнем рынках фактически осуществляются под прямую или косвенную гарантию государства. Дальнейшие операции холдинга «Байтерек» по прямым и косвенным мерам поддержки в приоритетных отраслях в объеме порядка 8 трлн тенге в виде льготного кредитования по своей сути являются квазифискальными операциями правительства, которые противоречат стандартным принципам бюджетной консолидации и соблюдения контрциклической бюджетной политики.

Таким образом, с точки зрения фискального стимулирования экономики в 2026 году существенных изменений по сравнению с 2025 годом не ожидается. В 2026 году правительство планирует существенно сократить использование средств Национального фонда, однако одновременно предполагается еще более значительное увеличение объемов квазифискального стимулирования экономики через НИХ «Байтерек».

21 ноября 2025 года миссия МВФ выпустила [заявление по результатам](#) своего визита в Казахстан. Заявление содержит часть о рисках для инфляции и всей экономики от таких крупных квазифискальных операций:

«Необходимо улучшить сотрудничество в области мер политики (монетарной и фискальной – автор), чтобы снизить инфляционное давление и заложить основы для более устойчивого роста. Более ограничительная макроэкономическая политика, включающая меры по сдерживанию фискальных и крупных квазифискальных операций, снизит избыточное давление внутреннего спроса и инфляцию, одновременно способствуя сокращению дефицита бюджета (речь идет о консолидированном бюджете всех государственных финансов – автор) и отрицательного сальдо платежного баланса, а также формированию финансовых буферных запасов.»

Меры по росту диверсификации, производительности и частных инвестиций в экономике вызывают вопросы

В Программе есть отдельная глава «Обеспечение качественного и устойчивого роста экономики», где отмечается следующее: *«Принятие слаженных мер правительством, Нацбанком и АРРФР по обеспечению макроэкономической стабильности создаст базовые условия для диверсификации экономики, повышения производительности труда, продвижения несырьевого экспорта, формирования нового инвестиционного цикла и качественного роста экономики на уровне не ниже 5% на 2026 – 2028 годы.*

В частности, правительство ставит перед собой задачу повышения темпов и качества долгосрочного экономического роста, благосостояния населения и проведения соответствующих структурных реформ... Правительство продолжит совершенствовать меры поддержки в соответствии с запросами инвесторов, а также наилучшими мировыми стандартами для долгосрочного партнерства. Основное внимание планируется уделить экспортоориентированным и высокопроизводительным секторам экономики, включая агропромышленный комплекс, металлургию, нефтехимию, транспортно-логистическую инфраструктуру, химическую промышленность, энергетику (в том числе возобновляемые источники), машиностроение, туризм и переработку сырья.»

По нашему мнению, положения Программы, касающиеся обеспечения качественного экономического роста, в значительной степени воспроизводят подходы и формулировки, которые последовательно используются на протяжении более чем двух десятилетий, начиная с утверждения Стратегии индустриально-инновационного развития Республики Казахстан на 2003–2015 годы. По [ссылке](#) вы можете найти первоначальный выпуск стратегии, утвержденный в 2003 году. Без углубления в детальный анализ указанного документа следует отметить, что поставленные в нем цели и приоритеты в части качественного роста экономики с тех пор принципиально не изменились. Вместе с тем, несмотря на их долгосрочное декларирование, существенного прогресса в достижении заявленных задач достигнуто не было. В частности, сохраняются системные нерешенные вопросы, связанные с диверсификацией экономики, ростом производительности труда, а также устойчивым увеличением объемов частных инвестиций.

По нашему мнению, основным упущением текущей Программы совместных действий и всех прошлых стратегических программ развития страны за последние 15 лет является отсутствие критического анализа того, почему все прошлые меры правительства по качественному росту экономики не привели к желаемым результатам. В качестве сравнительно недавнего примера отсутствия подобного критического анализа можно привести динамику инвестиций в основной капитал в стране. Рост частных инвестиций является одним из ключевых индикаторов качественного экономического роста.

В феврале 2021 был утвержден «[Национальный план развития РК до 2025 года](#)». Согласно информации БНС в 2019 году (до кризиса COVID-19) инвестиции в основной капитал составляли 18,1% от ВВП, а валовые прямые иностранные инвестиции - \$24,4 млрд. Согласно Национальному плану развития РК до 2025 года планировалось, что в 2025 году инвестиции в основной капитал увеличатся до 30% от ВВП, а объем прямых иностранных инвестиций – до \$30 млрд в год.

Фактические результаты исполнения данного Национального плана оказались не такими оптимистичными. В 2024 году инвестиции в основной капитал составили всего 14,2% от ВВП, и в 2025 году это показатель ожидается на уровне около 15% вместо запланированных 30%. Валовые прямые иностранные инвестиции в 2024 году составили \$17,8 млрд, а за 9 месяцев 2025 года – \$14,2 млрд. Резонно предположить, что в 2025 году прямые иностранные инвестиции будут ниже \$20 млрд при плане в \$30 млрд, утверждённом в 2021 году.

«Программа совместных действий правительства, Нацбанка и АРРФР по макроэкономической стабилизации и повышению благосостояния населения на 2026–2028 годы» не содержит анализа причин, по которым не были достигнуты амбициозные цели по инвестициям, описанные в «Национальном плане развития РК до 2025 года». Сейчас правительство не ставит перед собой подобных амбициозных планов. В частности, в текущей Программе планируется довести долю инвестиций в основной капитал в 2026 году до 18% от ВВП, в 2027 году - до 19% от ВВП, в 2028 году - до 21% от ВВП, а также обеспечить приток иностранного капитала в экономику в объеме более 20 млрд долларов США в год в 2026–2028 годах.

Также важно отметить, что в 2021 году планировалось увеличить инвестиции в основной капитал до 30% от ВВП практически целиком за счет частных инвестиций и частного кредитования. В

текущей Программе основной упор приходится на резкое расширение государственного квазифискального кредитования экономики (8 трлн тенге ежегодно).

Снижение участия государства в экономике

В главе «Обеспечение качественного и устойчивого роста экономики» Программы содержится отдельный раздел «Снижение доли государства в экономике», который также вызывает вопросы.

Напомним, что 10 мая 2024 года вышел указ Главы Государства «О мерах по либерализации экономики», который был посвящен развитию конкуренции, сокращению государственного участия в экономике, как с точки зрения снижения вмешательства в рыночные отношения, так и с точки зрения снижения доли государства в экономике (в виде госкомпаний). 17 ноября 2025 года был опубликован [экспертный обзор ОЭСР](#) о развитии конкуренции в Казахстане, где одной из главных причин сдерживания экономического роста Казахстана называлось недостаточное развитие конкуренции и рыночных механизмов, которые по большей части ограничиваются существенным государственным влиянием в экономике.

Отметим, что в Программе отсутствует анализ исполнения указа Президента «О мерах по либерализации экономики» и того, как высокое участие государства в экономике влияет на развитие рыночных отношений и конкуренции в Казахстане. Также все еще нет объективных показателей того, насколько конкуренция и рыночные механизмы в экономике Казахстана отличаются от развитых рыночных стран, входящих в ОЭСР. Как мы отмечали в нашей публикации [«Какие реформы нужны Казахстану?»](#), отсутствие в государственных планах надежных и достоверных индикаторов по оценке масштабов и глубины негативного участия государства в экономике является ключевым препятствием по разгосударствлению и созданию полноценной рыночной экономики в Казахстане.

В той же публикации мы отмечали, что участие государства в экономике Казахстана является чрезмерным. Крупнейшие и ключевые компании в стране находятся в государственной собственности. Государство использует «ручные» и нерыночные (командно-административные) методы управления экономикой и распределения природных, финансовых, трудовых и прочих ресурсов в ней. Оно стало замещать банковскую систему и фондовый рынок, предоставляя льготные кредиты и другое финансирование в «приоритетных» отраслях экономики, распределяя финансовые ресурсы нерыночным путем.

В условиях отсутствия в Программе системного анализа и четких индикаторов, позволяющих оценить масштабы и последствия участия государства в экономике, предлагаемые меры в данной сфере, по нашему мнению, представляются недостаточно обоснованными. В частности, в документе акцент смещен с сокращения доли государства в экономике посредством приватизации на так называемую «оптимизацию» деятельности государственных компаний. При этом, в Программе отсутствует описание мер, направленных на снижение негативного влияния государственного сектора на рыночные механизмы и конкурентную среду. Более того, предусматривается существенное расширение замещения функций банковской системы и фондового рынка государством за счет резкого увеличения объемов государственного льготного кредитования, оцениваемого на уровне порядка 8 трлн тенге ежегодно.

В заключение следует отметить, что изложенные в настоящем тексте замечания к «Программе совместных действий Правительства, Национального банка и АРРФР по макроэкономической стабилизации и повышению благосостояния населения на 2026–2028 годы» не исчерпывают весь круг наших вопросов к данному документу, что обусловлено ограниченным объемом публикации. Остальные аспекты и вопросы, связанные с реализуемой экономической политикой, изложенной в Программе, будут рассмотрены в наших последующих публикациях.

Мурат Темирханов – Советник председателя Правления

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

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 «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