
27 апреля 2026 года

В первом квартале 2026 года экономика Казахстана показала рост на 3% г/г, в первом квартале 2025 года данный индикатор находился на уровне 5,6% г/г. Замедление темпов роста наблюдается во всех ключевых секторах, кроме сельского хозяйства. Во многом это связано со значительным снижением производства в горнодобывающей промышленности, в частности в нефтегазовом секторе, который через мультипликативный эффект влияет на показатели смежных отраслей. Реальные доходы населения демонстрировали отрицательную динамику.

По итогам первого квартала 2026 года зафиксировано снижение фискального стимулирования. Динамика обусловлена сокращением объемов использования средств Национального фонда в первом квартале, что повлекло за собой ослабление совокупного фискального импульса. Однако в марте месячное использование средств Национального фонда существенно выросло по сравнению с январем и февралем. При этом правительство запланировало значительное увеличение объемов квазифискального стимулирования экономики в течение 2026 года через существенный рост займов в НИХ «Байтерек» для расширения льготного кредитования бизнеса и ипотеки.

Тренд на снижение годовой инфляции в первом квартале этого года усилился, достигнув отметки в 11%, однако месячная инфляция ускорилась в январе и феврале, а затем резко замедлилась в марте. Замедление инфляции во многом произошло благодаря двум факторам: заморозке регулируемых тарифов на жилищно-коммунальные услуги (ЖКУ) и цен на топливо, а также укреплению курса тенге. Национальный Банк, как и планировал, продолжает придерживаться жесткой монетарной политики в условиях сохранения проинфляционных рисков и неопределенности макросреды. На фоне ожидаемого нами ослабления курса национальной валюты и возобновления повышения тарифов вместе с ценами на топливо мы сохранили наш прогноз по инфляции на конец 2026 года в диапазоне 10,5-11,5% г/г.

Курс тенге существенно укрепился до 478,15 тенге за доллар к концу первого квартала 2026 года за счет высокого уровня предложения долларов США на рынок. Основными факторами, повлиявшими на укрепление национальной валюты, стали высокая базовая ставка, приостановка покупок валюты для ЕНПФ, обязательная продажа валютной выручки квазигосударственными компаниями, зеркалирование операций по реализации золота, приток портфельных инвестиций нерезидентов в ГЦБ. Также мы отмечаем крупные объемы предложения валюты на бирже в первом квартале 2026 года из неизвестных источников, что увеличивает неопределенность по курсу тенге. По нашим прогнозам, курс тенге к концу 2026 года сложится на уровне 540 тенге за доллар на фоне внешнеэкономических рисков и внутренних факторов.

В 2026 году темпы роста экономики, по нашим оценкам, снизятся до 4,8% после роста в 6,5% в 2025 году, что связано со снижением объемов добычи и экспорта нефти, сокращением трансфертов из Национального фонда, ростом налоговых ставок, снижением темпов роста потребкредитования, высоким уровнем инфляции и базовой ставки, слабой динамикой роста доходов населения. При этом снижение добычи нефти в этом году будет компенсировано ростом цены на нефть. Наш базовый сценарий по среднегодовой цене на нефть в этом году увеличился с \$64 до \$85. В целом экономика Казахстана вступает в фазу охлаждения после периода активного роста, стимулированного бюджетными расходами и расширением нефтедобычи.

Краткое содержание

Замедление общего роста экономики на фоне снижения нефтедобычи

Экономический рост Казахстана в первом квартале 2026 года, по предварительным данным Правительства, составил 3,0% г/г после значительного роста в 6,5% по итогам 2025 года. Индекс краткосрочного экономического индикатора (КЭИ), отражающий динамику ключевых отраслей, замедлился до 2,5% г/г, по сравнению с показателем за январь-март 2025 года (8,3% г/г).

Темпы промышленного роста перешли в область отрицательных значений (-0,7% г/г). Основное давление на показатель оказал нефтяной сектор, где добыча за три месяца, по данным Министерства энергетики, снизилась почти на 20% г/г. В обрабатывающем секторе темпы роста составили 8,5% г/г, поддержанные машиностроением (+21,9% г/г) и производством продуктов питания (+12,6% г/г), тогда как металлургия показала отрицательную динамику (-6,3% г/г).

Торговля выросла на 4,8% г/г (+6,3% в первом квартале 2025 года). Зафиксировано снижение темпов роста розничной торговли до 2,8% г/г вследствие сокращения доходов населения и уменьшения темпов роста потребительского кредитования, а также инфляционного давления. Оптовая торговля показала рост на 5,8% г/г против 7,0% г/г за 3М2025, что отражает более сдержанную активность в производственном секторе. В частности, существенное снижение объемов добычи и экспорта нефти в начале года отразилось на объемах реализации в оптовой торговле.

Транспортный сектор продолжает показывать двузначные темпы роста, существенно опережающие общие темпы роста ВВП. Рост сектора замедлился с 21,0% в первом квартале 2025 года до 12,8% в январе-марте 2026 года. Снижение динамики во многом объясняется высокой базой 2025 года и рядом внешних и внутренних факторов. В строительстве темпы роста замедлились до 14,8% г/г (+16,9% г/г 3М2025) из-за снижения динамики строительства жилых и нежилых зданий, тогда как строительство инфраструктурных объектов, наоборот, возросло.

По нашим прогнозам, в 2026 году темпы роста экономики Казахстана составят 4,8% г/г (прогноз Правительства – 5,4% г/г). Вследствие шоков предложения на мировых рынках на фоне конфликта на Ближнем Востоке среднегодовая цена нефти в 2026 году составит \$85 за баррель (\$69 в среднем в 2025 году). Рост цен на нефть будет компенсирован снижением объемов добычи и экспорта нефти по сравнению с 2025 годом, когда основной прирост обеспечил запуск Проекта будущего расширения (ПБУ) на Тенгизе. Наши оценки по объему добычи нефти в 2026 году снижены до 95 млн тонн (в 2025 году - 99,4 млн тонн). При этом реализация данного прогноза ограничена существенными рисками, связанными с целостностью экспортной инфраструктуры.

Дополнительными сдерживающими факторами для роста ВВП станут рост налоговых ставок, высокий уровень базовой ставки и инфляции (рост тарифов ЖКХ и топлива), сокращение фискального стимулирования ввиду уменьшения трансфертов из Национального фонда (Т2,77 трлн против Т5,25 трлн в 2025 году), снижение темпов роста потребительского кредитования, недостаточный рост доходов населения. Эффект высокой базы 2025 года также приведет к статистическому замедлению динамики роста в годовом сопоставлении.

Сокращение фискального стимулирования

За первый квартал 2026 года доходы республиканского бюджета без учета трансфертов из НФ выросли на 24,8% г/г, достигнув Т4,4 трлн. Основной прирост обеспечили налоговые поступления (+31,5% г/г), в частности за счет роста КПН (+16,9% г/г) и НДС (+48,6% г/г) на

фоне повышения ставки налога. Неналоговые доходы, напротив, снизились на 59,4% г/г. При этом планы по поступлениям в бюджет за первый квартал 2026 года были выполнены на 96,7%. Такой показатель связан с выполнением плана по трансфертам на 74,4%, тогда как план по остальным поступлениям был выполнен более чем на 100%. В связи с этим общие поступления выросли на 4,6% г/г, тогда как в 1Q2025 - на 16,4% г/г.

Затраты республиканского бюджета выросли на 7,6% г/г до Т5,9 трлн. Основные направления расходов – социальная помощь (28,6%), трансферты (22,1%) и обслуживание долга (20,0%). Доля расходов на обслуживание государственного долга продолжает свой рост: с 13,8% в 3М2024 до 17,7% годом позже и 20,0% по итогам первого квартала текущего года.

По данным Национального Банка, на конец марта 2026 года активы Национального фонда (НФ) составили \$62,3 млрд, увеличившись на 7,6% г/г. По данным Министерства финансов, поступления в НФ без учета инвестиционного дохода увеличились на 26,6% г/г, в основном из-за увеличения прямых налогов от организаций нефтяного сектора (+26,1% г/г), в частности КПН (+25,7% г/г) и налога на добычу полезных ископаемых (+425,1% г/г). Одновременно изъятия из НФ на трансферты в бюджет за первый квартал 2026 года уменьшились на 44,8% г/г, благодаря чему изъятия из НФ сравнялись с поступлениями без учета инвестиционного дохода.

В республиканском бюджете на 2026-2028 годы предусмотрено сокращение гарантированных трансфертов почти вдвое, что уже наблюдается в первом квартале 2026 года. Замедление темпов роста бюджетных поступлений может обусловить увеличение объема трансфертов из Национального фонда в бюджет к концу года, что потенциально может снизить эффективность реализации концепции накопления капитала для будущих поколений.

Также можно отметить, что трансферты из НФ в бюджет на 2026 год были утверждены парламентом в сумме Т2,77 трлн на весь год, что предполагает среднеемесячное распределение на уровне Т230 млрд. В январе и феврале план по месячным трансфертам соблюдался, однако в марте месячный трансферт был увеличен с Т230 млрд до Т340 млрд. Подобное неравномерное использование средств НФ создает риски недостаточности утвержденных лимитов к концу года. Это может потребовать либо сокращения использования Национального фонда к концу года (в период наибольшей потребности в бюджетных средствах); либо, инициирования правительством осенью вопроса об увеличении годового объема трансфертов. Данный подход соответствует практике прошлых лет, которая являлась системным риском для долгосрочной устойчивости Национального фонда.

Сохранение жесткой денежно-кредитной политики

Начало года отметилось ускорением всех ключевых компонентов потребительской корзины в месячном исчислении, а основной подъем цен пришелся на первые два месяца года. При этом как товары, так и услуги в январе-феврале подорожали одинаковым темпом, что может указывать на реализацию эффекта от повышения НДС и других налогов. В то же время влияние от повышения налогов носило сдержанный характер, на что повлияли замороженные тарифы, крепкий курс тенге и сезонно слабый внутренний спрос наряду с замедлением экономики. В марте инфляция замедлилась до 0,6% месяц к месяцу, а годовая составила 11% по сравнению с 12,3% в декабре прошлого года.

В целом в первом квартале 2026 года цены повысились на 2,7% по сравнению с 2,4% в предыдущем. Очевидно, что в условиях ускорившейся инфляции Национальный Банк (НБК) придерживался жесткой денежно-кредитной политики, сохраняя уровень базовой ставки на повышенном уровне. Более того, его операции открытого рынка были расширены за счет кратного увеличения выпуска 1-месячных краткосрочных нот и запуска эмиссии 3-месячных нот. Вместе с увеличением минимальных резервных требований для банков это усилило возможности НБК по регулированию ликвидности и, соответственно, трансмиссионного механизма ДКП.

На фоне замедления инфляции при неизменном уровне базовой ставки, реальная ставка за минусом инфляции на финансовом рынке повысилась до 7%. Такой высокий уровень ставок, на наш взгляд, вполне соответствует масштабу проинфляционных рисков в связи с осуществляемой реформой, затрагивающей сферу тарифов и налогов.

Мы сохраняем наш предыдущий прогноз: инфляция в конце 2026 года, по нашим оценкам, сложится в диапазоне 10,5-11,5% г/г. На текущий момент мы выделяем два ключевых драйвера ускорения инфляции в ближайшие месяцы: снятие моратория на повышение тарифов в коммунальной сфере и стоимости топлива, а также ослабление курса национальной валюты. Основные риски вокруг данных факторов связаны с неопределенностью в отношении величины и графика повышения тарифов и цен ГСМ, тогда как курс тенге, по нашему мнению, избыточно переоценён и отклонился от фундаментально обоснованного уровня.

Также мы считаем, что на заседании в июне 2026 года денежный регулятор сохранит базовую ставку на текущем уровне, чтобы в большей степени убедиться в отсутствии угроз инфляционных шоков от последствий повышения тарифов на коммунальные услуги и стоимости топлива.

Национальная валюта укрепилась

В первом квартале 2026 года курс тенге продемонстрировал укрепление на 5,5% за квартал по отношению к доллару – с 505,73 тенге за доллар в конце декабря до 478,15 за доллар на конец марта. Среднемесячное значение курса за первый квартал 2026 года составило 497,73 по сравнению с 524,76 в четвертом квартале 2025 года. Укрепление тенге происходило на фоне повышения индекса доллара, что должно влиять на тенге в сторону ослабления. При этом наблюдается сокращение притока валюты со стороны НБК и портфельных инвесторов-нерезидентов в ГЦБ. Очевидно, что имеется дополнительное предложение валюты из неизвестных нам источников, которое обеспечивает поддержку тенге. Среднемесячный объем торгов на бирже в январе-марте 2026 года составил \$6,4 млрд, в январе-марте 2025 года – \$4,4 млрд. В целом усилению тенге способствовали высокая базовая ставка, приостановка покупок валюты для ЕНПФ, обязательная продажа валютной выручки квазигосударственными компаниями, зеркалирование операций по реализации золота, приток портфельных инвестиций нерезидентов в ГЦБ. При этом в первом квартале отмечено снижение прироста портфеля нерезидентов в ГЦБ.

Укрепление тенге носит, по нашему мнению, кратковременный характер. Динамика курса USDKZT чувствительна к глобальной конъюнктуре, включая цены на нефть и металлы, геополитические риски и курсовую политику ключевых стран-партнёров. По нашим прогнозам, при среднегодовой цене нефти на уровне \$85 за баррель курс USDKZT к концу 2026 года сложится на уровне 540 тенге за доллар. Ключевыми факторами станут высокий уровень инфляции, сужение профицита торгового баланса вследствие недостаточного роста экспорта, охлаждение инвестиционной активности нерезидентов на рынке ГЦБ, укрепление индекса доллара, а также сокращение продаж валюты из Национального фонда по сравнению с прошлым годом.

Прогнозы Halyk Finance

Макроэкономические показатели	2024	2025	Прогноз 2026
Цена на нефть, Brent, сред., USD/баррель	80,7	69	85,0
Добыча нефти, млн тонн	87,6	99,4	95,0
Реальный ВВП, % за год	5,0	6,5*	4,8
Обменный курс USDKZT, на конец периода	525,11	505,73	540
Обменный курс USDKZT, сред. за год	469,44	521,59	515
ИПЦ, на конец периода, % г/г	8,6	12,3	10,5-11,5
Базовая ставка, % на конец периода	15,25	18,00	16,00

Источник: НБК, KASE, БНС. *за 2025 год- предварительные данные БНС

РОСТ ЭКОНОМИКИ ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО КВАРТАЛА ЗАМЕДЛИЛСЯ

По итогам первого квартала 2026 года темпы роста экономики Казахстана, по предварительным данным правительства, составили 3% г/г. По данным Бюро национальной статистики (БНС), после значительного роста в 2025 году (9,4% г/г) краткосрочный экономический индикатор (КЭИ), отражающий динамику ключевых отраслей, формирующих свыше 60% ВВП, продемонстрировал замедление до 2,5% г/г по итогам трех месяцев 2026 года.

Наибольшие темпы роста демонстрировали транспорт (+12,8% г/г) и строительство (+14,8% г/г), которые в совокупности составляют порядка 12% в ВВП (Таблица 1). Большинство других отраслей также показали положительную динамику. Так, в обрабатывающем секторе рост составил 8,5% г/г (около 13% ВВП), базой которого послужило расширение выпуска отдельных товаров. С другой стороны, основной сдерживающий эффект на рост экономики оказала горнодобывающая промышленность (-11,4% г/г), в частности добыча нефти, которая, по данным Министерства энергетики, за первый квартал снизилась почти на 20% г/г.

Таблица 1. Динамика ВВП и основных отраслей, % г/г

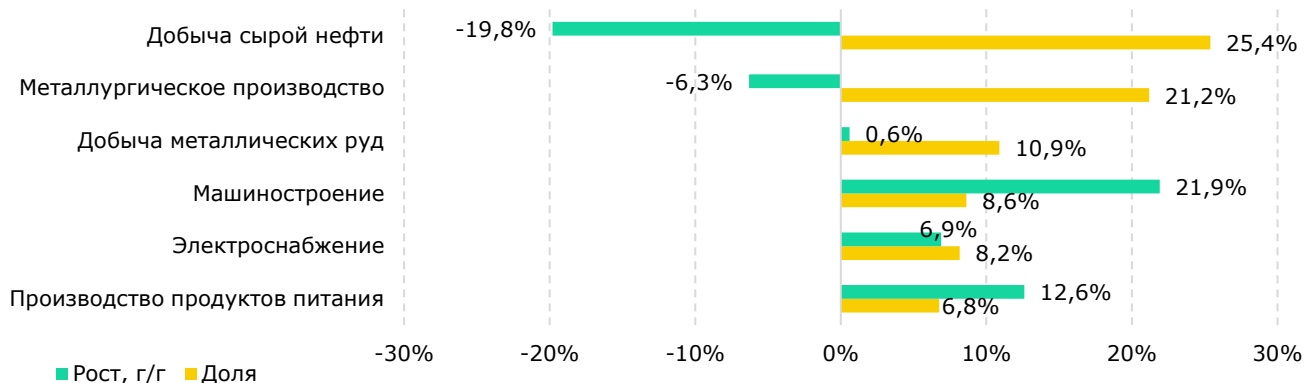
Наименование	3М2024 % г/г	3М2025 % г/г	2025 % г/г	1М2026, % г/г	2М2026, % г/г	3М2026, % г/г
ВВП	3,8	5,6	6,5	-	-	3,0
Краткосрочный экономический индикатор	4,7	8,3	9,4	-2,8	0,2	2,5
Торговля	3,4	6,3	8,9	2,9	3,4	4,8
Обрабатывающая промышленность	5,6	8,8	6,4	4,4	5,9	8,5
Горнодобывающая промышленность	1,9	6,2	9,4	-19,9	-14,2	-11,4
Транспорт	8,2	21,3	20,4	5,1	10,7	12,8
Строительство	15,9	16,9	15,9	14,4	14,5	14,8
Сельское хозяйство	1,7	3,4	5,9	2,6	3,4	3,4
Телекоммуникации	10,1	5,2	3,6	7,9	3,8	3,9

Источник: БНС, МНЭ

Наибольшую долю промышленности продолжает занимать добыча нефти

Для оценки вклада каждой отрасли в совокупный рост мы учли не только темпы роста, но и долю отрасли в производстве, рассчитав удельный вес каждого компонента (Рис. 1). Основную долю продолжают занимать добыча сырой нефти (доля – 25,4%) и металлургическое производство (21,2%), которые за первый квартал показали снижение на 19,8% г/г и 6,3% г/г соответственно.

Рис. 1. Композитный вклад отраслей в рост промышленности за 1 квартал 2026 года



Источник: БНС

Примечание: исключены отрасли с долей менее 3%

Отрицательная динамика в горнодобывающем секторе

Горнодобывающая промышленность, являясь одним из ключевых драйверов экономики страны и обеспечивая свыше 12% ВВП, по итогам первого квартала 2026 года показала снижение на 11,4% г/г. Основным фактором такой динамики являлось уменьшение объемов добычи сырой нефти почти на 20% г/г, что было вызвано перебоями в работе Тенгизского месторождения и КТК.

Сектор добычи металлических руд, доля которого составляет 26,5% в структуре горнодобывающей промышленности, показал умеренный рост на 0,6% г/г. Положительная динамика отмечена в добыче угля (+12,8% г/г) и прочих полезных ископаемых (+39,4% г/г), которые в совокупности занимают около 6% объема горнодобывающей промышленности.

В натуральном выражении добыча нефти (включая газовый конденсат) составила 19,7 млн тонн (-19,8% г/г), добыча природного газа в жидком или газообразном состоянии – 13,5 млрд куб. м (-17,3% г/г), добыча угля (включая лигнит и концентрат) – 28,9 млн тонн (-1,2% г/г). Таким образом, в первом квартале 2026 года динамика горнодобывающего сектора в значительной степени определялась уменьшением добычи углеводородов, в частности нефти, что сохраняет зависимость итоговых показателей отрасли от устойчивости добычи на крупных месторождениях и от внешней конъюнктуры на сырьевых рынках.

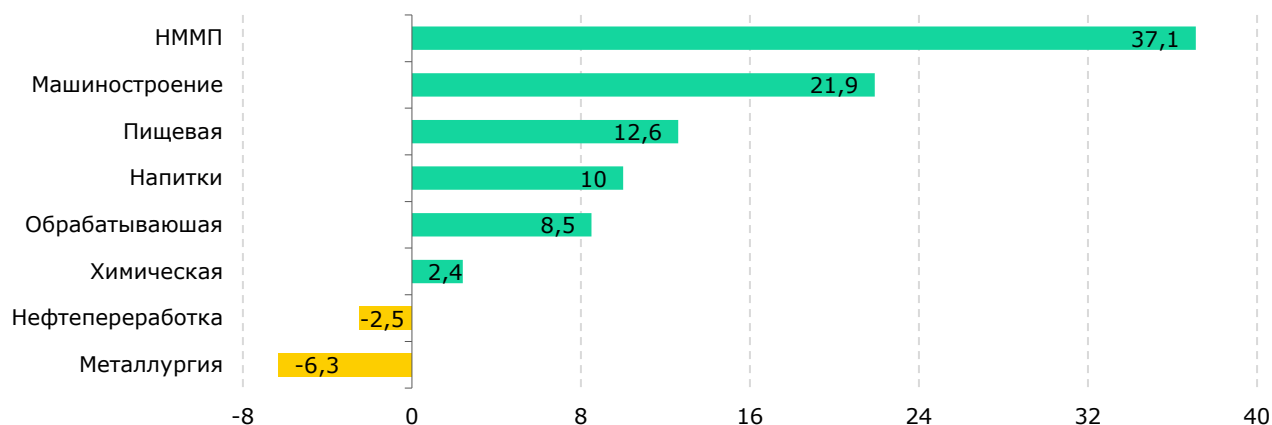
Металлургия сдерживает рост в обрабатывающей промышленности

Выпуск в обрабатывающей промышленности резко активизировался в марте с ростом на 24% м/м, благодаря чему за первый квартал текущего года общий рост в отрасли достиг 8,5% в годовом выражении (8,7% за 1Q2025).

Двузначные темпы роста отмечены в производстве продуктов питания (+12,6% г/г) и напитков (+10% г/г), легкой промышленности (+51,1% г/г), фармацевтике (+46% г/г), выпуске пластмасс и резины (+26,9% г/г), прочей неметаллической минеральной продукции (НММП) (+37,1% г/г), производстве металлоизделий (+39,3% г/г), машиностроении (+21,9% г/г), а также электрооборудования (+31,3% г/г).

Сдержанный рост отмечен в химической отрасли (+2,4% г/г). Снижение показателей выпуска наблюдалось в нефтепереработке (-2,5% г/г) и более значительное - в металлургии (-6,3% г/г). В частности, уменьшилось производство серебра (-1,7% г/г) и золота (-12% г/г). При этом доля металлургии составляет 43% в выпуске обрабатывающей промышленности, нефтепереработки - 4%, тем самым они существенно сдерживали динамику промышленного производства в первом квартале. В целом показатели производства в металлургии характеризуются отсутствием значимой динамики на протяжении нескольких лет (Рис. 2).

Рис. 2. Выпуск по отраслям в обрабатывающей промышленности в 1 квартале 2026, % г/г



Источник: БНС

Внутренняя торговля продемонстрировала умеренный рост

Сфера торговли, формирующая порядка 19% ВВП, за первый квартал 2026 года показала рост на 4,8% г/г, что ниже показателя за аналогичный период 2025 года (+6,3% г/г). Зафиксировано существенное замедление темпов роста розничной (+2,8% г/г) и оптовой торговли (+5,8% г/г).

Оптовая торговля, занимающую преобладающую долю в структуре отрасли (67,3%), показывает более сдержанную активность по сравнению с прошлым годом – рост составил 5,8% г/г против 7,0% г/г в 3М2025. В структуре оптового товарооборота преобладают непродовольственные товары и продукция производственно-технического назначения (80,1%). Замедление динамики оптовой торговли отражает более сдержанную активность в производственном секторе. В частности, существенное снижение объемов добычи и экспорта нефти в начале года отразилось на объемах реализации в оптовой торговле.

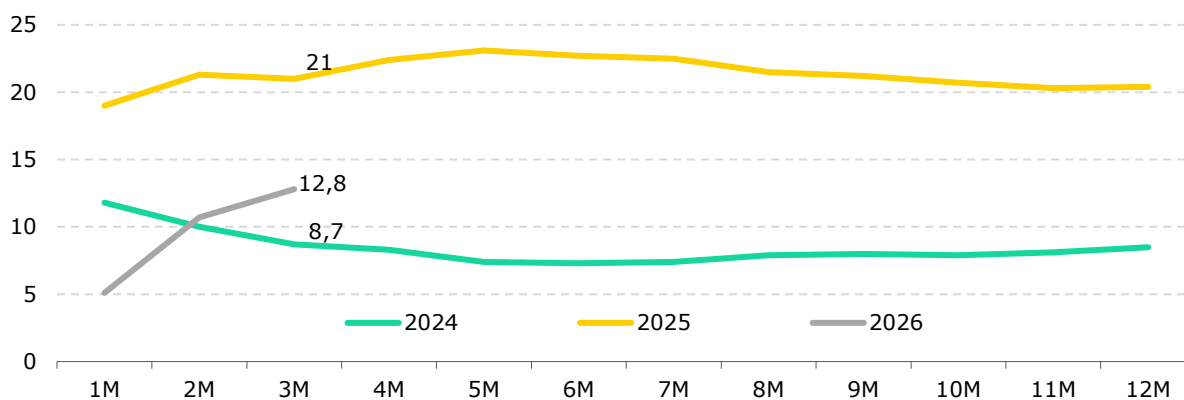
Розничная торговля демонстрирует замедление динамики: в первом квартале 2026 года рост составил 2,8% г/г после 4,8% годом ранее и 4,9% г/г в первом квартале 2024 года, что указывает на заметное охлаждение потребительского сегмента. В разрезе товарной структуры наблюдается тенденция смещения потребления в пользу базовых категорий: объем реализации продовольствия вырос более существенно по сравнению с непродовольственными товарами (+8,1% г/г против 0,7% г/г). Кроме сезонного фактора, на розницу значительное влияние оказывают охлаждение потребительского кредитования в результате принимаемых регуляторных мер, инфляция, снижение реальных доходов и налоговая нагрузка.

Торговля является одним из значимых факторов роста ВВП. Дальнейшая динамика отрасли будет зависеть от устойчивости потребительского спроса на фоне снижения доходов населения, замедления роста спроса на кредиты и инфляционного давления. В 2026 году мы ожидаем замедление темпов роста в торговле на фоне высокой базовой ставки, снижения фискального стимулирования и спроса домохозяйств, а также более слабой динамики нефтяного сектора, подверженного влиянию внешних факторов.

Темп роста транспортного сектора остался высоким

В первом квартале 2026 года индекс физического объема услуг в транспортной сфере составил 12,8% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Это значительное улучшение по сравнению с январем (+5,1% г/г) и 2М2026 года (+10,7% г/г), хотя относительно 1Q2025 (+21% г/г) показатель выпуска в отрасли пока находится существенно ниже. Такое замедление, очевидно, вызвано высокой базой прошлого года, когда в статистике резко увеличилось отражение данных о деятельности по перевозке пассажиров посредством такси и внешних шоков, в особенности затронувших трубопроводный и воздушный транспорт (Рис. 3).

Рис. 3. Транспорт и складирование, % г/г



Источник: БНС

В разрезе видов транспорта перевозка грузов в совокупности увеличилась на 8,0% в годовом выражении, на аналогичную величину выросла перевозка грузов по ЖД, в автотранспортной

сфере показатель составил 20,4%, продемонстрировав самый высокий рост среди всех видов транспорта. Транспортировка по трубопроводам с учетом снижения добычи нефти в республике уменьшилась на 5,3% после высокого показателя прошлого года (+17,7%). Морские перевозки грузов снизились на 1,1%, но перевозки воздушным транспортом расширились на 3,2%, тогда как в январе-феврале 2026 года фиксировался двузначный рост (+14,9%). Учитывая войну на Ближнем Востоке, авиаперевозки оказались наиболее уязвимыми и существенно пострадали от эскалации конфликта.

Перевозка пассажиров в январе-марте текущего года увеличилась на 9,3% в годовом выражении, хотя также сложилась ниже показателя прошлого года (+12,7%). Перевозка пассажиров по железной дороге уменьшилась на 1,6%, что было лучше по сравнению с падением на 8,2% за 1Q2025. Перевозка пассажиров автомобильным транспортом замедлилась до 9,5% (+13,1% за 1Q2025), на что повлияли показатели такси, где отмечено замедление темпов роста до 83,2% против почти 130%-го подъема в аналогичном периоде прошлого года, в связи с большим охватом статистикой деятельности такси. Воздушные перевозки пассажиров незначительно замедлились в темпах расширения до 2,0% (+2,2% за 1Q2025), что объясняется как конфликтом на Ближнем Востоке, так и сезонно низким спросом в начале года.

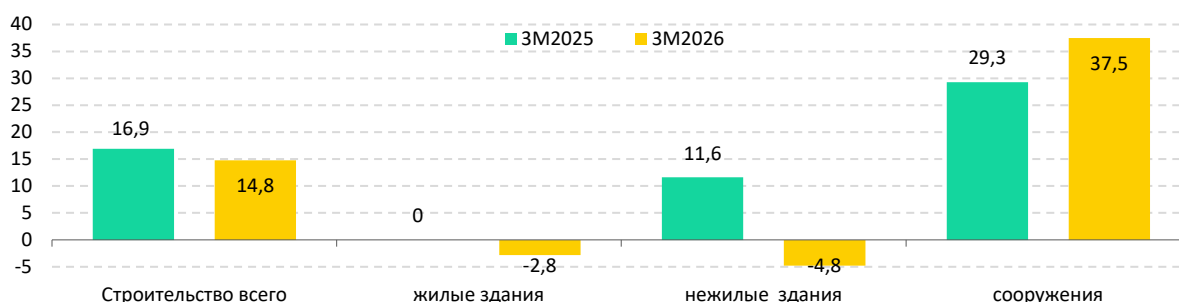
На фоне как внутренних, так и внешних шоков деятельность транспортной отрасли в первом квартале текущего года в республике заметно пострадала. Внешние шоки имели выраженное влияние на воздушные грузовые перевозки. Транспортировка трубопроводами снизилась на фоне сочетания повреждения транспортной инфраструктуры (КТК) и аварий на крупнейшем месторождении в стране (Тенгиз). Грузовые перевозки автомобильным транспортом демонстрировали наилучшую динамику, но в данной сфере, в том числе, сказался эффект относительно низкой базы прошлого года. Перевозка пассажиров железнодорожным транспортом, по-видимому, продолжает сдавать позиции в пользу автомобильного транспорта, тогда как в сфере такси сохраняется нестандартный бум благодаря более полному охвату перевозок частным сектором. Также можно отметить сдержанный экономический рост в первом квартале 2026 года на уровне 3%, который сказывался на спросе на услуги транспортного сектора.

Инфраструктура - основной драйвер строительного сектора

Строительная деятельность несколько сбавила темпы в первом квартале 2026 года, но сохранила активность на двузначном уровне. Так, темпы строительства составили 14,8% в годовом выражении против 16,9% за 1Q2025. Объем вложений в строительстве в номинальном выражении вырос на 21,3% г/г до 1,2 трлн. Ослабление динамики строительства было отмечено в жилищном строительстве с показателем в (-)2,8% г/г (0,0% г/г за 1Q2025), строительство нежилых зданий снизилось на 4,8% г/г (+11,6% г/г за 1Q2025), тогда как по сооружениям увеличение достигло 37,5% г/г (+29,3% г/г за 1Q2025) (Рис. 4).

Ввод жилья, который учитывает и ранее построенные объекты, увеличился на 3,8% г/г до 3,9 млн кв. м, а количество сданных квартир возросло на 8,5% г/г, т. е. уровень предложения жилья на рынке в целом не пострадал.

Рис. 4. Строительство, % г/г



Источник: БНС

Возросшие объемы инфраструктурного строительства в первую очередь определялись строительством таких объектов, как железные (+118,1% г/г) и автомобильные дороги (+28,2% г/г), трубопроводы (+24,4% г/г), линии электропередач и телекоммуникаций (+85,2% г/г) и других. Согласно данным госорганов, в текущем году будет завершено строительство ЖД линий протяженностью почти 500 км, также осуществляется модернизация ЖД инфраструктуры, что повысит транзитные возможности страны.

Таким образом, строительство жилых и нежилых зданий в первом квартале года снизилось, но одновременно строительные работы переместились в сторону инфраструктурных сооружений с ускорением относительно высокого показателя прошлого года.

Другие отрасли

В сельском хозяйстве (3,7% от ВВП) темпы роста составили 3,4% г/г (+3,4% г/г за 3М2025) в основном за счет увеличения объемов продукции животноводства на 3,6% г/г, вызванного прибавлением численности скота (птицы, КРС, овцы, лошади, свиньи и козы).

Сектор связи показал рост на 3,9% г/г (5,2% г/г за 3М2025). Основную долю сектора занимают Интернет-услуги (38%) и услуги мобильной связи (36%). Первый вид услуг показал снижение на 32% г/г, тогда как оно было компенсировано ростом во втором сегменте на 137,6% г/г.

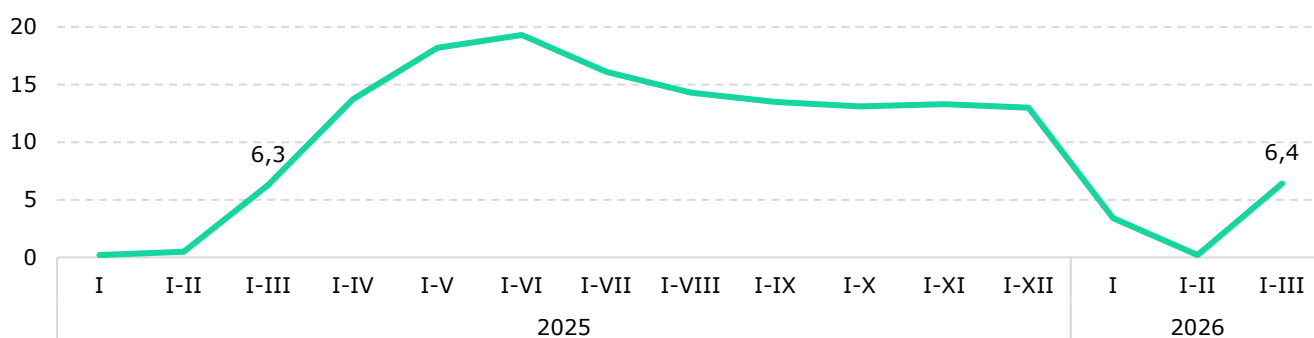
Наш прогноз

По нашим прогнозам, рост экономики Казахстана к концу 2026 года замедлится и составит 4,8% г/г против 6,5% в 2025 году. Ожидаемое повышение цен на нефть будет нивелировано снижением объемов нефтедобычи по сравнению с 2025 годом, когда основной прирост был обеспечен запуском проекта будущего расширения на месторождении Тенгиз. Дополнительными сдерживающими факторами для роста ВВП станут рост налоговых ставок, высокий уровень базовой ставки и инфляции (рост тарифов ЖКХ и топлива), сокращение фискального стимулирования ввиду уменьшения трансфертов из Национального фонда (Т2,77 трлн против Т5,25 трлн в 2025 году), снижение темпов роста потребительского кредитования, недостаточный рост доходов населения. Эффект высокой базы 2025 года также приведет к статистическому замедлению динамики роста в годовом сопоставлении.

ПОСТЕПЕННОЕ ВОССТАНОВЛЕНИЕ ДИНАМИКИ ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

Инвестиционная активность по итогам первого квартала 2026 года продемонстрировала небольшое ускорение до 6,4% в годовом выражении по сравнению с показателем за 3М2025 (+6,3% г/г) (Рис. 5). Рост инвестиций в первые три месяца 2026 года происходил во многом благодаря расширению заемного финансирования при значительном снижении бюджетных инвестиций. Государство снизило свою долю в инвестициях, продолжая играть существенную роль в инвестиционном процессе. Наибольший рост инвестиций в начале года показала сфера электроснабжения за счет увеличения заемного, в том числе кредитного, финансирования.

Рис. 5. Динамика инвестиций в основной капитал, % г/г



Источник: БНС

В горнодобывающем секторе инвестиции сократились на 9,8% г/г, при этом данная отрасль составляет 16,3% от общего объема инвестиций. Наиболее значительно на динамику повлиял сектор добычи нефти и газа, где инвестиции уменьшились на 20,8% г/г. Отрицательную динамику среди крупных отраслей также продемонстрировали водоснабжение (-12,4% г/г), строительство (-2,1% г/г), финансовая и страховая деятельность (-39,3% г/г), образование (-72,5% г/г) и здравоохранение (-4,4% г/г). В остальных отраслях отмечена положительная динамика.

Наибольший вклад в рост инвестиций в первом квартале 2026 года в абсолютном выражении внесла сфера электроснабжения, где рост составил 150,6% г/г. При этом только менее 10% инвестиций в данный сектор было обеспечено государственным финансированием.

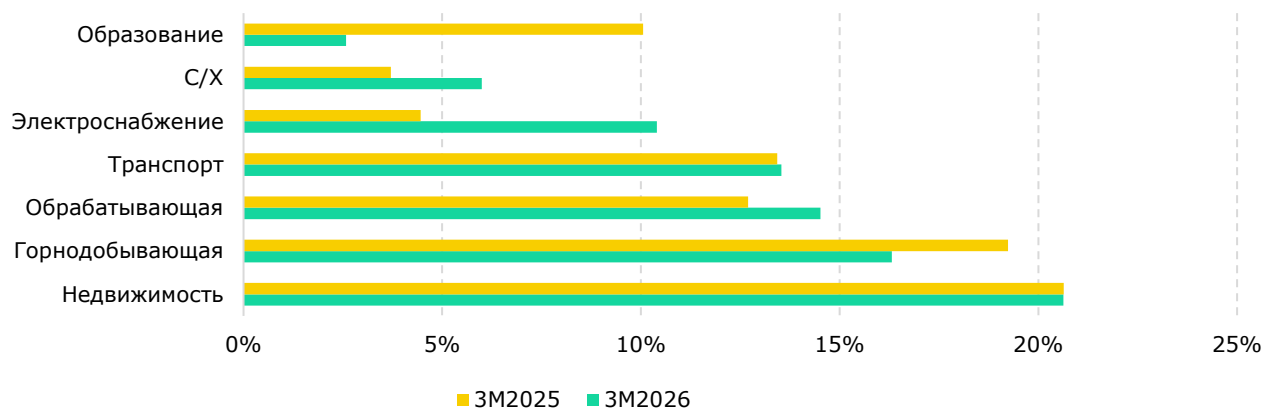
В обрабатывающей промышленности рост инвестиций составил 21,6% г/г (+20,2% г/г за 3М2025). В основном прирост был обеспечен за счет увеличения вложений в производство продуктов питания (+263,4% г/г), химической продукции (+49,4% г/г), фармацевтических продуктов (+85,6% г/г) и электрического оборудования (+206,3% г/г), которые в совокупности занимают 45% всех инвестиций в обрабатывающую промышленность. При этом крупнейший сектор обрабатывающей промышленности – металлургия – показал снижение инвестиций на 31,9% г/г.

Транспортный сектор в 2026 году остается одним из наиболее динамичных отраслей экономики, при этом темпы роста инвестиций в отрасли показали ускорение в первом квартале 2026 года до 7,9% г/г после +6,4% г/г за 3М2025. Почти четверть инвестиций в отрасли по итогам первого квартала было обеспечено государственным финансированием, что связано с продолжающейся реализацией инфраструктурных проектов, модернизацией транспортных объектов и техническим переоборудованием транспортного парка.

Наблюдался высокий рост инвестиций в сельском хозяйстве (+70,6% г/г), торговле (+28,2% г/г), предоставлении услуг по проживанию и питанию (+47,7% г/г), телекоммуникациях (+101,3% г/г), научной деятельности (+20,1% г/г) и искусстве, развлечении и отдыхе (+28,9% г/г). В сфере образования, демонстрировавшей шестикратный рост инвестиций в 3М2025, к концу первого квартала 2026 года зафиксировано значительное снижение на 72,5% г/г, что связано с завершением основных этапов финансирования в рамках реализации Национального проекта «Комфортная школа» и высокой базой начала 2025 года.

В отраслевой структуре инвестиций сектор операций с недвижимостью продолжает удерживать лидирующие позиции с долей в 20,6%. За счет наращивания инвестиций в отрасли электроснабжения ее доля в объеме инвестиций выросла с 4,5% за 3М2025 до 10,4% в первом квартале 2026 года. Доля обрабатывающей промышленности составляет 14,5%, горнодобывающей –16,3% (Рис. 6).

Рис. 6. Отраслевая структура инвестиций, %



Источник: БНС

Примечание: исключены секторы с долей менее 5%

Доля государственного финансирования в общем объеме инвестиций уменьшилась до 10,9% (21,6% в 1Q2025). Без учета бюджетных средств и средств индивидуальных застройщиков рост инвестиций составил 18,8% г/г. Увеличилась доля собственных средств предприятий, которые также включают средства квазигоскомпаний – с 67,5% в 1Q2025 до 70,2% в 1Q2026. Доля инвестиций за счет кредитов банков выросла с 3,3% в 1Q2025 до 7,8% в 1Q2026.

Назначение инвестиций отражает структуру источников финансирования инвестиций в основной капитал. Основная часть (57,5%) затрат пришлось на работы по строительству и капитальному ремонту зданий и сооружений (-9,1% г/г), которые по большей части финансировались за счет государственных средств в рамках реализации инфраструктурных программ и социальных проектов. Меньшая часть инвестиций (37,5%) была направлена в оборудование и технологии. При этом инвестиции в данном сегменте выросли на 43,1% в годовом выражении, что в целом является положительным сигналом, указывающим на обновление основных фондов.

ДОХОДЫ БЮДЖЕТА УВЕЛИЧИЛИСЬ НА ФОНЕ ПОВЫШЕНИЯ НДС

В первом квартале 2026 года доходы республиканского бюджета без учета трансфертов из НФ составили Т4,4 трлн, увеличившись на 24,8% г/г или Т0,9 трлн. Этот прирост был в основном обеспечен налоговыми поступлениями, которые выросли на 31,5% г/г или на Т1 трлн. Большую часть налоговых поступлений составляют НДС (48%), КПН (29%) и таможенные платежи (9%) (Таблица 2). КПН увеличился на 16,9% г/г, тогда как таможенные платежи уменьшились на 8% г/г при общем росте товарооборота на 11,3% г/г (за 2М2026).

Основной прирост обеспечил НДС: +48,6% г/г, в частности НДС во внутренней торговле (+83,9% г/г). Предполагаем, что значительный рост по НДС вызван не только повышением ставки НДС до 16% и ростом активности во внутренней торговле, но и наличием дополнительных факторов. Рост доходов от НДС на импорт (исключая импорт из России и Беларуси) составил 22,8% г/г в первом квартале 2026 года. При этом импорт (без учета импорта из России и Беларуси) в страну вырос на 6,2% г/г за 2М2026.

Неналоговые поступления снизились на 59,4% по сравнению с аналогичным периодом 2025 года за счет снижения в показателе «Прочие неналоговые поступления», по которому отсутствует подробная структура.

Наблюдается снижение финансирования бюджета за счет трансфертов из НФ, сумма которых за первый квартал 2026 года составила 15,4% (29,1% в 1Q2025) от всех доходов республиканского бюджета. На 1 апреля фактическое выделение трансфертов составило Т0,8 трлн, что составило 74,4% от запланированных показателей на первый квартал 2026 года. При этом кроме трансфертов, все остальные поступления в бюджет были перевыполнены. В результате план по поступлениям в республиканский бюджет был выполнен на 96,7%. Компенсирующий эффект в значительной степени оказали налоговые (101,6%) и неналоговые поступления (108,6%).

Учитывая снижение суммы трансфертов из НФ, общая сумма поступлений в бюджет в 1 квартале 2026 года увеличилась на 4,6% г/г, тогда как в первом квартале 2025 года - на 16,4% г/г. Данное замедление роста бюджетных поступлений создает вероятность увеличения объема трансфертов из Национального фонда в бюджет к концу года по запросу правительства. При этом, мы ожидаем, что рост доходов республиканского бюджета в 2026 году будет более умеренным, чем рост ВВП.

Таблица 2. Структура налоговых поступлений республиканского бюджета за 1 квартал 2026 года

	Доля за 3М2026, %	Рост за 3М2026, % г/г	Рост за 3М2025, % г/г
КПН	29,2	16,9	27,7
НДС	48,1	48,6	13,2
Таможенные платежи	8,8	-7,8	14,1

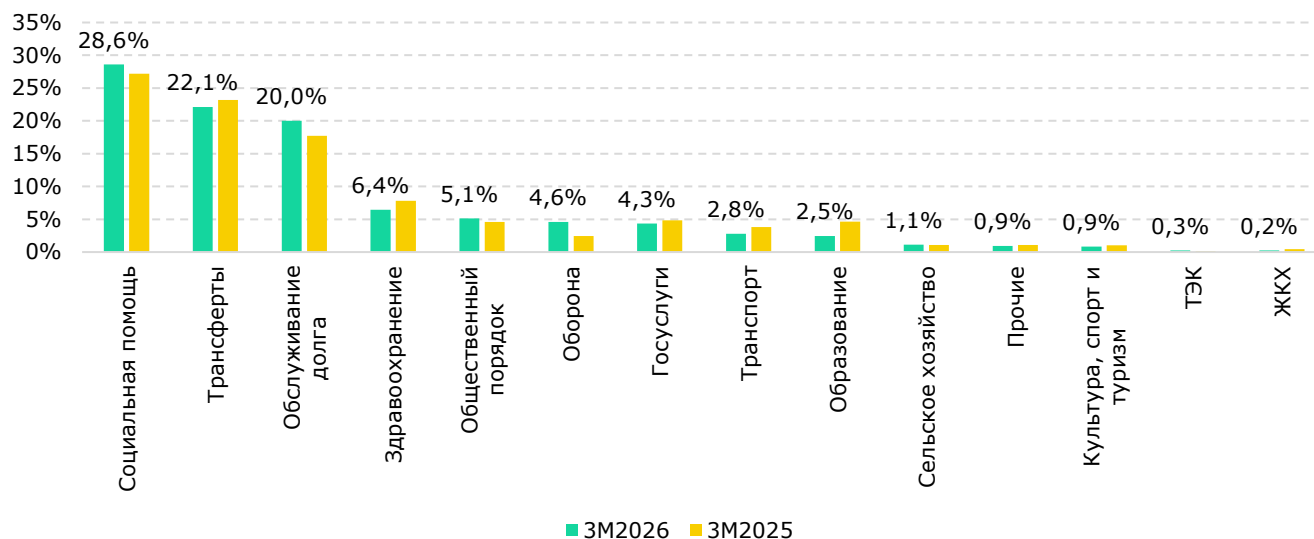
Источник: МФ РК

Затраты республиканского бюджета за первый квартал 2026 года составили Т5,9 трлн, увеличившись на 7,6% г/г или Т0,4 трлн. Выполнение плана составило 95,5%. Основными направлениями являлись социальная помощь (28,6%), трансферты (22,1%) и обслуживание долга (20,0%), тогда как на ЖКХ, культуру и туризм, ТЭК было выделено 0,2%, 0,9%, 0,3% соответственно (Рис. 7). В первом квартале на 100% были профинансированы четыре статьи: «Социальная помощь и социальное обеспечение», ТЭК, «Обслуживание долга» и «Трансферты». Значительное неисполнение плана по расходам наблюдалось в обороне (73,7%), сельском хозяйстве (76,2%), культуре (87,4%) и здравоохранении (87,6%).

Зафиксированы изменения в структуре расходов по следующим направлениям: доля расходов на образование и здравоохранение в общем объеме затрат уменьшилась с 4,7% и 7,8% в 1Q2025 до 2,5% и 6,4% в первом квартале 2026 года соответственно; в социальной помощи и обороне - увеличилась с 27,2% и 2,5% до 28,6% и 4,6% соответственно. Доля обслуживания долга выросла с 13,8% в 1Q2024 до 17,7% годом позже и достигла 20,0% в 1Q2026, что указывает на возрастающую долговую нагрузку на бюджет и требует особого внимания при планировании фискальной политики.

Особое внимание заслуживают области здравоохранения и образования, как ключевые сферы для развития человеческого капитала, имеющие мультипликативный эффект для долгосрочного экономического роста. Если за 2025 год расходы на образование увеличились на 11,8% г/г, то их уменьшение в первом квартале 2026 года на 43,4% г/г может говорить о возможном изменении приоритетов финансирования. В структуре бюджетных расходов в первом квартале 2024 года доля образования находилась на уровне 4,4%, тогда как в аналогичном периоде 2026 года она снизилась до 2,5%. Должная поддержка этой сферы необходима для улучшения качества жизни населения и устойчивого социального развития. Расходы на здравоохранение демонстрировали снижение в первом квартале два года подряд: (-)28,8% г/г в 1Q2025 и (-)11,5% г/г в 1Q2026.

Рис. 7. Структура расходов республиканского бюджета, %



Источник: МФ РК

СОКРАЩЕНИЕ ФИСКАЛЬНОГО СТИМУЛИРОВАНИЯ

По данным Национального Банка, на конец марта 2026 года объем средств Национального фонда составил \$62,3 млрд, увеличившись на 7,6% г/г. При этом инвестиционные доходы от управления фондом за 2025 год уменьшились на 34,7% г/г.

Поступления в НФ без учета инвестиционного дохода за первый квартал 2026 года увеличились на 26,6% г/г. Основной причиной роста поступлений в годовом сравнении стало увеличение

прямых налогов от организаций нефтяного сектора на 26,1% г/г. Наиболее заметный рост был зафиксирован по КПН (+25,7% г/г) и налогу на добычу полезных ископаемых (+425,1% г/г).

На фоне роста поступлений и снижения дохода изъятия из НФ на трансферты в бюджет в первом квартале 2026 года сократились на 44,8% г/г. Благодаря этому изъятия из НФ сравнялись с поступлениями, при этом средняя цена на нефть марки Brent повысилась с [\\$61 за баррель в январе 2026 года до \\$118 за баррель в марте](#). Указанные суммы трансфертов также не включают изъятия в виде облигационных займов.

В республиканском бюджете на 2026-2028 годы объем гарантированных трансфертов из Национального фонда на 2026 год установлен на уровне Т2,77 трлн, при этом правительство намерено отказаться от целевых трансфертов. Таким образом, при отсутствии дополнительных изъятий совокупный объем трансфертов из НФ сократится почти вдвое по сравнению с 2025 годом (Т5,25 трлн).

В январе и феврале план по месячным трансфертам соблюдался, однако в марте месячный трансферт был увеличен с Т230 млрд до Т340 млрд. Подобное неравномерное использование средств НФ создает риски недостаточности утвержденных лимитов к концу года. Это может потребовать либо сокращения использования Национального фонда к концу года (в период наибольшей потребности в бюджетных средствах); либо, инициирования правительством осенью вопроса об увеличении годового объема трансфертов. Данный подход соответствует практике прошлых лет, которая являлась системным риском для долгосрочной устойчивости Национального фонда.

Одновременно, в рамках проактивной роли государства по развитию индустрии в 2026 году правительством планируется значительное увеличение объемов стимулирования экономики через НИХ «Байтерек». Холдингу «Байтерек» будут выделены бюджетные средства в размере Т1 трлн. При этом холдинг будет привлекать на локальном и внешнем рынках финансовые ресурсы в объеме до Т7 трлн. С учетом привлеченных средств холдинг «Байтерек» окажет прямые и косвенные меры поддержки в виде льготного кредитования в объеме порядка Т8 трлн в год, что, по сути, будет являться квазифискальным стимулированием.

Для устойчивости НФ и бюджета в целом важно соблюдение контрциклических бюджетных правил, которые предполагают увеличение бюджетных расходов в периоды экономических спадов и повышенной неопределенности, т.е. государство должно стимулировать экономику за счет накопленных средств, а в периоды роста – сокращать изъятия и наращивать сбережения.

СНИЖЕНИЕ РЕАЛЬНЫХ ЗАРАБОТНЫХ ПЛАТ И РЕАЛЬНЫХ ДОХОДОВ НАСЕЛЕНИЯ

Динамика занятости и заработков

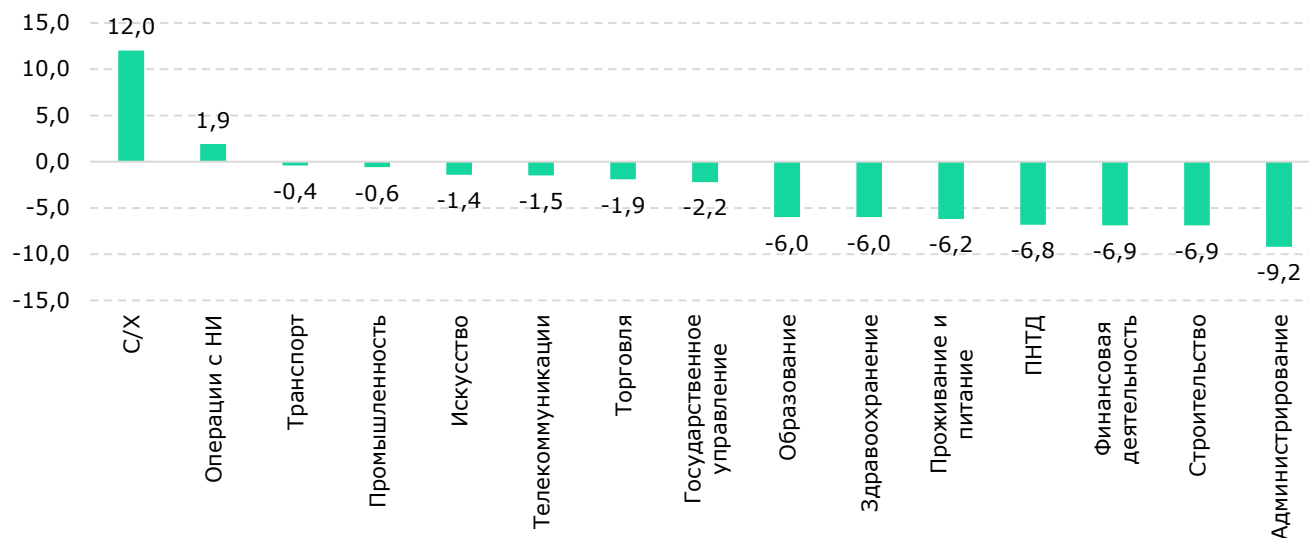
На конец 2025 года количество занятых в экономике составило около 9,3 млн человек, из которых 7,1 млн человек (77% от общего числа занятых в экономике) работали по найму, 2,1 млн (23%) – самостоятельно занятые. Уровень безработицы шесть кварталов подряд находится на уровне 4,6% (данные за 4Q2025). Женская безработица к концу 2025 года снизилась до 4,9%, тогда как мужская повысилась до 4,3%. Уровень долгосрочной безработицы в четвертом квартале 2025 года составил 1,6%, тогда как весь 2024 год данный показатель был на уровне 0,9-1,1%. Уровень молодежной безработицы составил 3,1%.

В четвертом квартале 2025 года среднемесячная заработная плата по Казахстану составила Т473,2 тыс., увеличившись в номинальном выражении на 8,8% г/г. Темпы роста номинальной зарплаты были нивелированы значительным уровнем инфляции, что привело к снижению реальной зарплаты на 3,2% г/г. Медианное значение месячной заработной платы ниже среднего и составило в четвертом квартале 2025 года Т340 тыс., что свидетельствует о неравномерном распределении заработных плат среди наемных работников.

Динамика заработных плат в разрезе отраслей характеризовалась неравномерностью: сельское хозяйство и водоснабжение показали рост реальных зарплат на 12% г/г, тогда как в большинстве других отраслей наблюдалось снижение (Рис. 8). Поскольку доля заработных плат в структуре доходов составляет 66,6%, динамика реальной зарплаты отражается на уровне доходов населения.

В целом на фоне значительного замедления инфляции темпы роста реальной заработной платы снижаются, продолжая отставать от роста ВВП. Так, по итогам 1 квартала 2026 года рост экономики составил 3% г/г (6,5% г/г за 12М2025), что контрастирует с отрицательной динамикой реальных зарплат наемных работников за 2025 год (-1,4% г/г).

Рис. 8. Динамика реальной заработной платы по отраслям экономики в четвертом квартале 2025 года, % г/г



Источник: БНС

Примечание: ПНТД – Профессиональная, научная и техническая деятельность. НИ - недвижимость

Для достижения устойчивого и сбалансированного экономического роста, а также повышения уровня жизни населения, важно обеспечить структурную трансформацию и диверсификацию экономики, повышение производительности труда, а также инвестиции в человеческий капитал.

Динамика доходов населения и потребления

Реальные доходы населения продолжили снижение, начавшееся в июне 2025 года: -1,1% г/г за 12М2025 (Рис. 9). Значительное влияние на снижение реальных доходов оказало ускорение инфляции – с 8,9% г/г в январе 2025 года до 12,3% г/г в декабре – и ослабление тенге на фоне фиксируемого спада реальной зарплаты, которая является основным компонентом денежных доходов населения (66,6% в структуре денежного дохода).

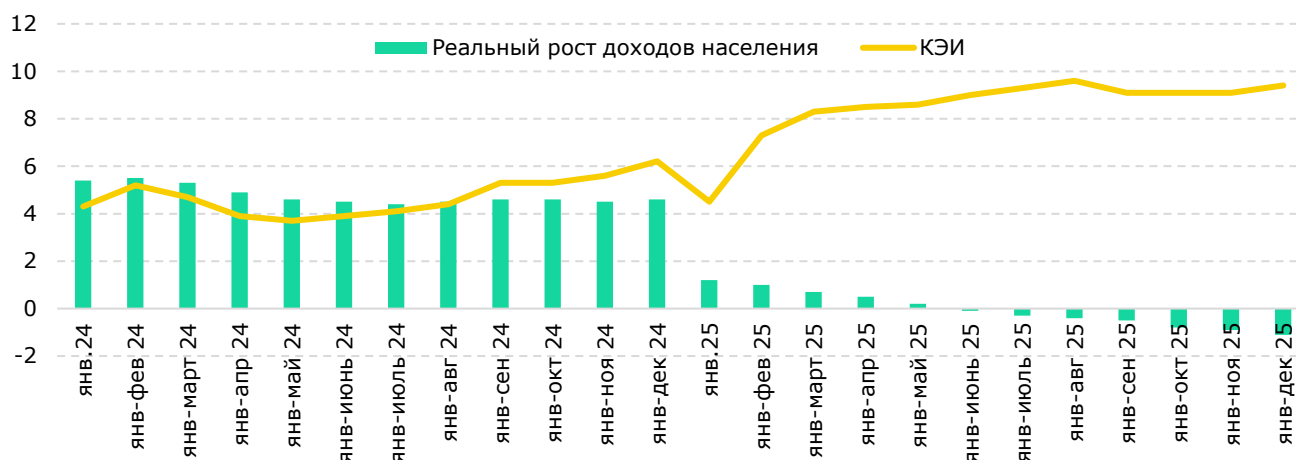
Динамика социальных трансфертов (пенсии, пособия, стипендии, АСП и жилищная помощь) не оказала значимого влияния на совокупные доходы населения ввиду их низкого удельного веса в общей структуре поступлений.

Для смягчения последствий снижения доходов населения целесообразно продолжать структурную трансформацию экономики, а также изменение механизмов адресной социальной поддержки. Ключевыми приоритетами остаются структурная диверсификация экономики, стимулирование производительности труда и инвестиций в человеческий капитал, развитие рыночной конкуренции и бизнес-среды, что позволит восстановить реальные доходы и сбалансировать бюджеты домохозяйств.

В структуре общих расходов населения доля расходов на продовольственные товары после снижения во второй половине 2024 года увеличилась до 52,3% к концу 2025 года (Рис. 10).

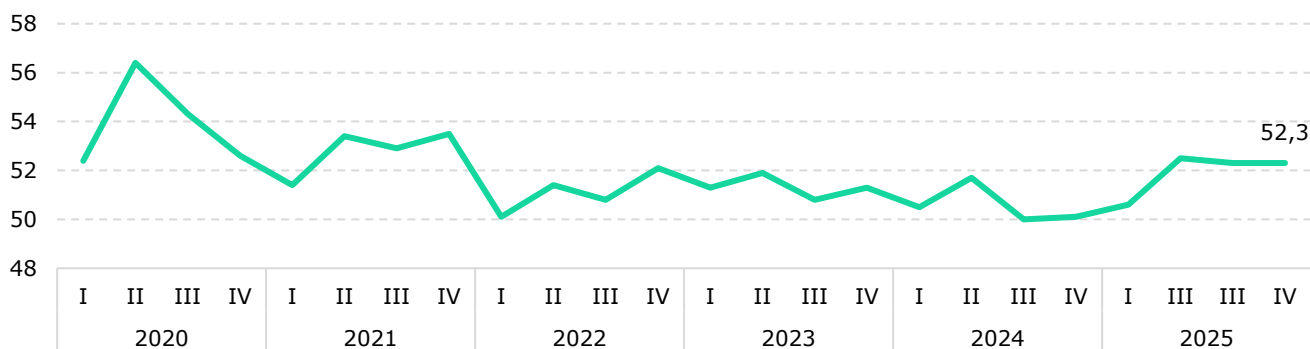
Увеличение доли обязательных расходов, сокращая свободные средства населения, сужает потребительский спрос в других секторах.

Рис. 9. Индекс реальных денежных доходов населения, % г/г



Источник: БНС

Рис. 10. Доля расходов на продовольственные товары в структуре общих расходов, %



Источник: БНС

Сложившаяся ситуация обусловлена комплексом взаимосвязанных факторов: значительным инфляционным давлением, зависимостью от импорта продовольствия и спецификой рынка услуг. Номинальный рост доходов нивелируется инфляцией, что ограничивает возможности домохозяйств по перераспределению расходов и сохраняет долю затрат на продукты питания на уровне 50-53% последние четыре года. Это может быть связано со снижением не только реальных зарплат, но также и других видов дохода. Внешние факторы также создают дополнительный рост цен на продовольствие. Для изменения сложившейся ситуации требуется качественно иной рост реальных доходов населения, поскольку текущие темпы их роста остаются недостаточными для изменения структуры потребительских расходов.

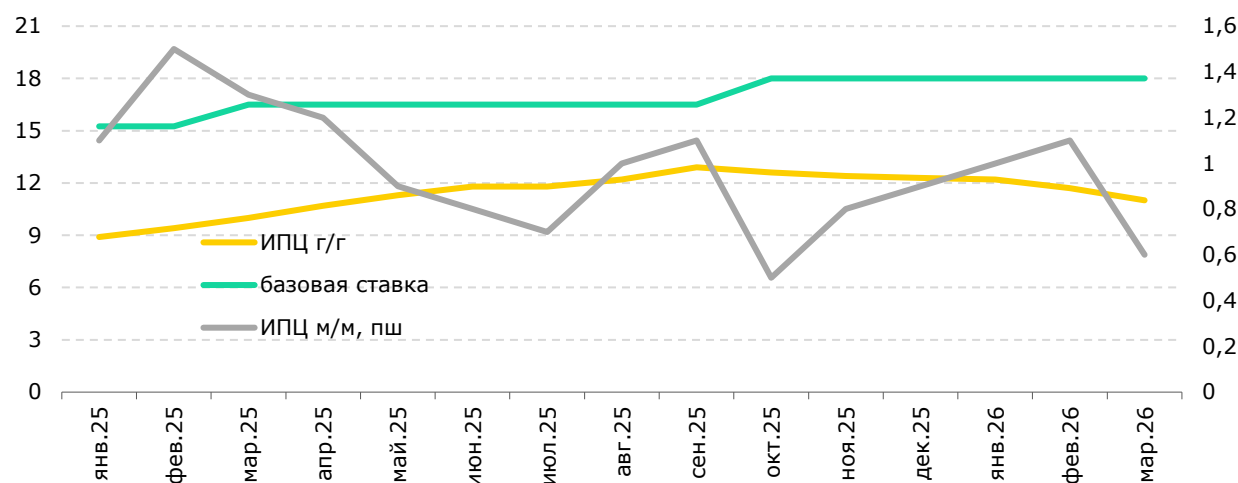
СОХРАНЕНИЕ ЖЕСТКОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

По итогам марта 2026 года годовая инфляция сохраняла тенденцию к дезинфляции второй квартал подряд. В последнем квартале 2025 года она замедлялась более умеренно, снизившись на 0,6 пп до 12,3% в годовом выражении. Однако в первом квартале 2026 года замедление носило более выраженный характер, составив 1,3 пп до 11%. Это соответствовало уровню второго квартала прошлого года, когда потребительские цены начали ускоренно расти вследствие ряда проинфляционных факторов, которые усиливали друг друга: повышения тарифов на жилищно-коммунальные услуги (ЖКУ) и цен на ГСМ, ослабления курса национальной валюты, увеличения бюджетных и внебюджетных расходов, а также эффекта крепкого курса российского рубля (Рис. 11).

В то же время в месячном выражении отмечалось заметное ускорение с 0,7% в среднем в четвертом квартале 2025 года до 0,9% в первом квартале 2026 года. При этом в январе 2026 года месячная инфляция ускорилась до 1% м/м, в феврале - до 1,1% м/м с замедлением до 0,6% м/м в марте. Такая динамика сопоставима с показателями третьего квартала 2025 года, когда инфляция находилась на восходящей траектории и вынудила Национальный Банк резко повысить базовую ставку с 16,5% до 18%. Тем самым, вопреки действию моратория на повышение тарифов и стоимости топлива наряду с укреплением курса тенге, рост цен в месячном исчислении носил более выраженный характер. В марте наметилось снижение показателя месячной инфляции до 0,6% после 1,1% в предыдущем месяце, что в большей мере соответствовало влиянию сохраняющейся административной заморозки тарифов на услуги ЖКУ вместе с ценами на ГСМ и более крепкого курса нацвалюты.

Среднемесячный курс тенге в марте укрепился более чем на 4% относительно декабря 2025 года до менее 490 за доллар США. Ранее такое низкое значение регистрировалось осенью 2024 года, но уже тогда, исходя из реального эффективного курса, тенге был переоценен. Соответственно, его текущее существенное укрепление, хотя и способствует ослаблению инфляционного давления, является временным и грозит накоплением дисбалансов, учитывая имеющийся дефицит текущего счета.

Рис. 11. Инфляция и базовая ставка, %



Источник: БНС, НБК

Эффект от налоговой реформы и, в частности, повышения НДС на 4 пп до 16% носил умеренный характер на инфляционные процессы, чему также способствовали замедление темпов экономического роста в начале года до 3% в годовом исчислении, сопровождавшееся сдержанной потребительской активностью населения и продолжением существенного укрепления обменного курса тенге. Фискальный импульс в начале текущего года, очевидно, сместился в отрицательную зону вследствие повышения налогов и одновременного ограничения бюджетных расходов и, по-видимому, не имел значимого влияния на формирование инфляции, как в прошлом году.

Немаловажную роль играла и высокая базовая ставка, которая на фоне замедления инфляции вела к увеличению реальной ставки и стимулировала сбережения. Так, если на начало этого года уровень базовой ставки за минусом инфляции составлял менее 6%, то в конце первого квартала достиг 7% – максимального значения с начала перехода к инфляционному таргетированию. Регуляторные меры по ограничению роста потребительского кредитования вместе с некоторым ослаблением спроса также положительно отражались на динамике цен.

Поэтапное повышение МРТ и расширение эмиссии краткосрочных нот с начала года за счет 3-месячных нот дополнительно усиливают влияние денежно-кредитной политики на экономику. Общий объем краткосрочных нот в обращении с конца прошлого года вырос более чем в три раза

до Т1,7 трлн. В сложившихся условиях высокой неопределенности жесткость денежной политики выглядит вполне обоснованной.

Несмотря на некоторое ослабление инфляционного давления в марте, окончание действия заморозки тарифов ЖКУ и цен на топливо со второго квартала 2026 года несут в себе значимые риски для ситуации с ценами на потребительском рынке. Повышение ставки НДС, вероятно, еще не в полной мере транслировалось в текущие цены. Кроме того, в ближайшие месяцы возможно усиление внешней инфляции, а также ослабление курса национальной валюты, укрепление которого было временным. Соответственно, по нашему мнению, Национальный Банк продолжит поддерживать текущий уровень базовой ставки в 18%, который задает необходимый уровень жесткости денежно-кредитной политики и способствует стабилизации инфляционных ожиданий. Также мы считаем, что на заседании в июне 2026 года регулятор сохранит базовую ставку на текущем уровне, чтобы в большей степени убедиться в отсутствии угроз инфляционных шоков от последствий повышения тарифов на коммунальные услуги и стоимости топлива. Кроме того, информация о темпах и масштабах предстоящего пересмотра тарифов госмонополий в настоящее время отсутствует.

По нашему прогнозу, инфляция к концу 2026 года сложится в диапазоне 10,5-11,5%, соответственно, мы не видим оснований для снижения базовой ставки денежного регулятора в ближайшие месяцы. При этом важно внимательно отслеживать динамику инфляции и возникающие вызовы для ее контроля. Это позволит снизить вероятность возникновения прошлогодней ситуации, когда для охлаждения инфляции потребовалось срочное применение административных мер.

НАЦИОНАЛЬНАЯ ВАЛЮТА УКРЕПИЛАСЬ

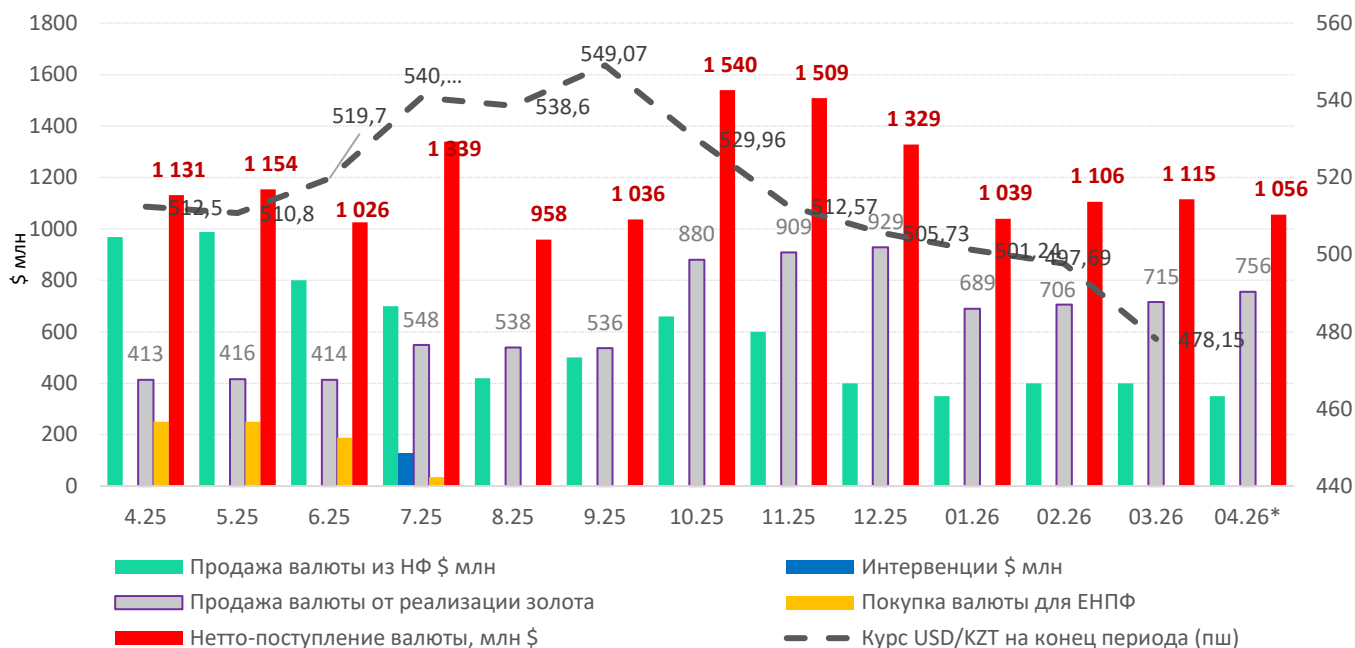
В первом квартале 2026 года курс KZTUSD продемонстрировал укрепление на 5,5% за квартал по отношению к доллару – с 505,73 тенге за доллар в конце декабря 2025 года до 478,15 за доллар на конец марта. Среднемесячное значение курса за первый квартал 2026 года составило 497,73 по сравнению с 524,76 в четвертом квартале 2025 года (Рис. 12). Укрепление тенге в первом квартале, по нашему мнению, носило краткосрочный характер, не связанное с фундаментальными факторами.

В первом квартале 2026 года национальная валюта получила поддержку со стороны альтернативного предложения валюты. По сравнению с концом прошлого года приток валюты со стороны Национального Банка (НБК) находится на более низких уровнях вследствие снижения объемов операций в рамках зеркалирования золота и сокращения продаж валюты из Национального фонда. Объемы обязательной продажи 50% валютной выручки субъектами квазигосударственного сектора в начале года примерно соответствовали среднему уровню ежемесячных продаж валюты экспортёрами в прошлом году. Кроме того, в течение последних месяцев наблюдается замедление роста операций carry trade нерезидентов. За первый квартал 2026 года объём вложений нерезидентов в ГЦБ вырос на Т627 млрд до Т2 трлн, что ниже прироста объемов, поступавших в четвертом квартале 2025 года. Покупка валюты для ЕНПФ с августа 2025 года была приостановлена.

В апреле продажи валюты из НФ планируются в размере \$300-400 млн. Планируется сокращение трансфертов из Национального фонда до Т2,77 трлн в 2026 году (против Т5,25 трлн в 2025 году), что будет оказывать соответствующее давление на тенге.

В рамках зеркалирования золота во втором квартале 2026 года планируется продажа иностранной валюты в эквиваленте Т1,1 трлн (ниже уровней четвертого квартала 2025 года). Продолжится применение нормы об обязательной продаже 50% валютной выручки субъектами квазигосударственного сектора. Приобретение валюты для ЕНПФ не планируется. В итоге, чистые продажи валюты со стороны НБК в апреле составят порядка \$1 050-1 100 млн (в нетто-продажи НБК входят сумма продажи валюты из НФ и сумма продажи валюты от реализации золота).

Рис. 12. Курс USDKZT и валютные операции НБК



Источник: НБК

*Примечание: данные на апрель 2026 года являются прогнозными

По нашим прогнозам, при среднегодовой цене нефти на уровне \$85 за баррель USDKZT к концу 2026 года сложится на уровне 540 тенге за доллар. Рост цены на нефть в Казахстане будет компенсирован снижением добычи и экспорта нефти в 2026 году по сравнению с прошлым годом. Основными факторами ослабления курса тенге могут стать высокий уровень инфляции, сужение профицита торгового баланса вследствие недостаточного роста экспорта и снижения валютных поступлений, охлаждение инвестиционной активности нерезидентов на рынке ГЦБ, укрепление индекса доллара США и ослабление российского рубля, а также сокращение продаж валюты из Национального фонда. В долгосрочной перспективе устойчивость тенге будет определяться способностью экономики сокращать импортную зависимость и диверсифицировать структуру экспорта.

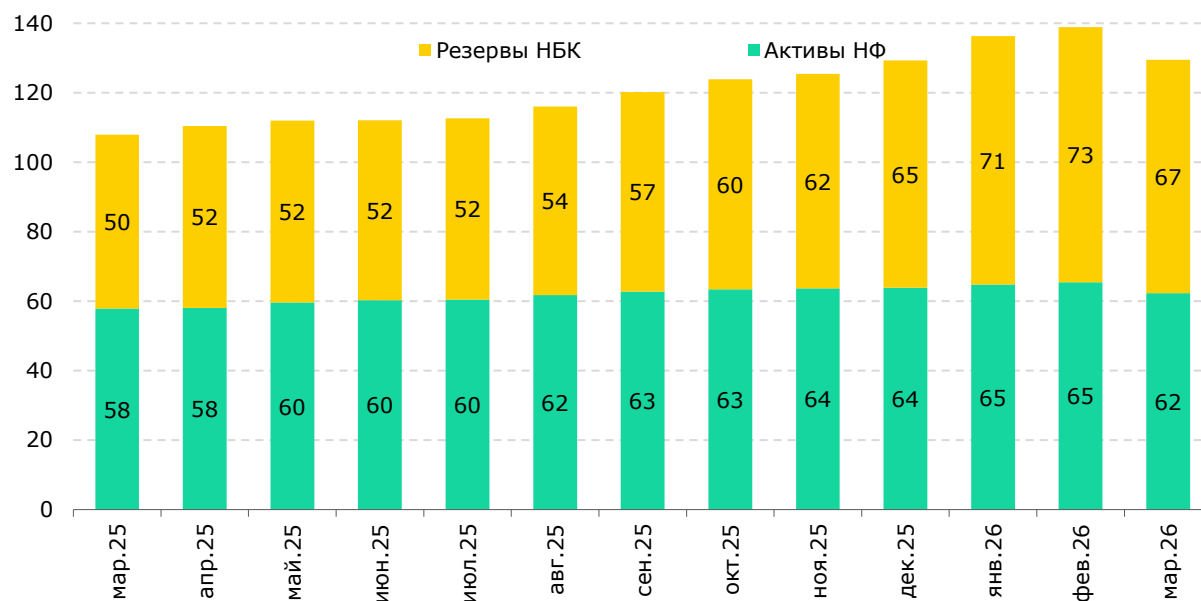
МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ: УМЕРЕННЫЙ РОСТ

Консолидированные международные резервы Казахстана на конец первого квартала 2026 года составили \$129,5 млрд, незначительно увеличившись с начала года на 0,1%. При этом размер резервов в феврале приближался к \$140 млрд, однако повлияла коррекция на рынке золота, а также актуализация данных по инвестиционному доходу НФ за 2025 год. В результате резервы НБК уменьшились за месяц на 8,4% до \$67,2 млрд, а валютные активы НФ уменьшились на 4,9% до \$62,3 млрд (Рис. 13).

В составе международных резервов активы в свободно конвертируемой валюте (СКВ) уменьшились относительно предыдущего месяца на 0,9%, а с начала года - на 15,1% до \$15,4 млрд.

Монетарное золото снизилось за месяц на 10,5%, но выросло на 9,6% за квартал до \$51,8 млрд, его доля в структуре резервов также увеличилась до 77% с 72% в декабре. Такой результат объясняется одновременным увеличением как физического объема золота, так и его стоимости, т. е. денежный регулятор продолжал покупки золота, хотя и в значительно меньших объемах, учитывая небольшой уровень непосредственно активов в валюте, а также меньшие размеры трансфертов НФ, подлежащие конверсии. Несмотря на мартовское падение стоимости золота, его цена сохраняется выше уровня начала года и по итогам месяца сложилась на уровне порядка \$4,7 тыс. за унцию.

Рис. 13. Консолидированные резервы Казахстана, \$ млрд



Источник: НБК

*За 03.2026 – предварительные данные (по международным резервам)

Валютные активы НФ к концу 1Q2026 снизились на 2,5% с начала года, при этом совокупная стоимость активов также немного снизилась. Влияние на совокупные активы также оказало укрепление курса тенге, которое привело к существенной переоценке активов вниз. Входящие и исходящие потоки НФ (без учета инвестдохода) в первом квартале 2026 года были примерно равны. Прямые налоговые поступления выросли более чем на четверть (+26,1%) в годовом выражении до почти Т784 млрд, а изъятия из НФ составили Т800 млрд. Размер трансфертов сократился на 45% в сравнении с январем-мартом прошлого года в рамках решения не привлекать целевой трансферт, и почти двукратного сокращения размера использования средств НФ.

Приложение 1. Отдельные макроэкономические показатели Казахстана

	2020	2021	2022	2023
ВВП, Т трлн	70,6	84,0	103,8	120,6
ВВП, \$ млрд	171,1	197,1	243,6	264,3
ВВП, % г/г	-2,5	4,3	3,2	5,1
Промпроизводство, % г/г	-0,5	3,6	1,2	4,3
Добыча нефти, в млн тонн	85,7	85,9	84,2	89,9
Инвестиции, % г/г	-3,9	3,7	9,2	13,7
Среднемесячная заработная плата, Т тыс.	213,0	250,3	309,9	358,0
Среднемесячная заработная плата, \$	498,0	587,5	672,9	784,6
Инфляция, % г/г	7,5	8,4	20,3	9,8
Ненефтяное сальдо конс. бюджета, % ВВП	-13,1	-9,6	-9,3	-9,7
Государственный долг, % ВВП	29,2	26,2	24,4	22,5
Экспорт товаров, \$ млрд	44,1	65,8	85,6	79,9
Импорт товаров, \$ млрд	38,1	41,6	50,6	59,7
Текущий счёт, % ВВП	-6,4	-1,3	3,1	-3,2
Международные резервы НБК, \$ млрд	35,6	34,4	35,1	36,0
Валютные активы Национального фонда, \$ млрд	58,7	55,3	55,7	60,0
Цена на нефть, Brent, сред., USD/барр.	42,3	70,4	99,8	82,6
Обменный курс, USDKZT на к.п.	420,7	431,7	462,7	454,6
Обменный курс, USDKZT средний	413,0	426,0	460,5	456,3
	2024	3М2025	2025	3М2026
ВВП накоплено, % г/г	5,0	5,6	6,5	3,0
Промпроизводство накоплено, % г/г	3,3	6,7	7,5	-0,7
Розничная торговля накоплено, % г/г	9,8	4,8	7,5	2,8
Инвестиции накоплено, % г/г	7,5	6,3	13	6,4
Инфляция, % г/г	8,6	11,0	12,3	11,0
Базовая ставка, %	15,25	16,50	18,00	18,00
Обменный курс, USDKZT на к.п.	523,5	503,42	502,6	481,5

Источник: БНС, НБК, МФ РК

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

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