
24 ноября 2025 года

В период с 6 по 19 ноября 2025 года миссия Международного валютного фонда (МВФ) провела обсуждения в Алматы и Астане в рамках консультаций 2025 года между МВФ и Республикой Казахстан. По завершении визита, 21 ноября миссия выпустила [заявление](#), в котором кратко изложены ее основные выводы и рекомендации. Поскольку заявление миссии МВФ было весьма кратким, в прессе и социальных сетях появились разные и порой противоречивые трактовки изложенных в нём выводов и рекомендаций. В этой связи мы посчитали необходимым представить наше структурированное и однозначное толкование всех десяти пунктов заявления миссии МВФ.

Первый пункт заявления

«Экономическая активность Казахстана является устойчивой, но инфляция остается стабильно высокой. Рост реального ВВП, по прогнозам, составит чуть выше 6 процентов в 2025 году по сравнению с 5 процентами в 2024 году, что обусловлено увеличением добычи нефти и высоким внутренним спросом. Быстрый рост, темпы которого выше текущего потенциала, вызвал давление, связанное с перегревом экономики, и стал существенным фактором, влияющим на общий уровень инфляции, которая, по прогнозу, приблизится к 13 процентам в конце текущего года. Налогово-бюджетная политика остается мягкой, чему способствуют крупные трансферты из Нацфонда; при этом ненефтяной дефицит прогнозируется на уровне более 8 процентов ВВП. Высокий спрос, в том числе связанный с деятельностью государственных предприятий (ГП), способствовал росту дефицита счета текущих операций, который, по прогнозам, составит около 4 процентов ВВП.»

По нашему мнению, в этом пункте МВФ подразумевает, что ускорение роста ВВП в этом году было обусловлено увеличением добычи нефти и высоким внутренним спросом. В свою очередь, внутренний спрос был простимулирован крупными трансфертами из Нацфонда, а также высокими заимствованиями правительства и государственных компаний в лице национальных холдингов «Самрук-Казына» и «Байтерек». Стимулирование внутреннего спроса за счет государства привело к высокой инфляции, высокому ненефтяному дефициту бюджета и к росту дефицита счета текущих операций по платежному балансу страны. Мы поддерживаем эти выводы.

Второй пункт заявления

«Ожидается, что в 2026 году рост по-прежнему будет высоким, а в среднесрочной перспективе он несколько замедлится. Внутренний спрос останется высоким, несмотря на ожидаемое замедление роста потребительского кредитования и стабилизацию добычи нефти, в результате чего общий рост реального ВВП в следующем году составит примерно 4,5 процента. Высокий уровень экономической активности, повышение ставок НДС и ставок корпоративного подоходного налога, а также ожидаемое возобновление повышения тарифов на коммунальные услуги в течение следующего года будут способствовать сохранению инфляции на повышенном уровне — приблизительно 11 процентов в 2026 году. В среднесрочной перспективе, по мере того как эффект от принятых налоговых реформ будет ослабевать, прогнозируется постепенное снижение инфляции до целевого показателя Национального банка Казахстана (НБРК) в размере 5 процентов и стабилизация экономического роста на более устойчивом уровне около 3,5 процента.»

Поддерживая данный пункт, мы бы хотели добавить, что на следующий год вклад добычи нефти в рост ВВП будет минимальным, однако правительство планирует продолжить стимулирование внутреннего спроса за счет государства. В частности, планируется капитализация Холдинга «Байтерек» на сумму Т1 трлн в 2026 году, чтобы холдинг мог привлечь до Т7 трлн на финансовом

рынке — как из внешних, так и из внутренних источников – за счет прямой и косвенной гарантии государства. Данные займы правительство планирует направлять на льготное финансирование «приоритетных» и «прорывных» проектов в обрабатывающей промышленности и инфраструктуре. Здесь важно отметить, что прямая или косвенная гарантия таких займов со стороны правительства означает рост государственного долга.

Третий пункт заявления

«Риски ухудшения прогноза носят в основном внешний характер. К ним относятся замедление экономического роста или возобновление инфляционного давления в странах — основных торговых партнерах, а также снижение цен на нефть или серьезные продолжительные перебои в экспорте нефти по трубопроводу Каспийского трубопроводного консорциума (КТК). Внутренние риски связаны с потенциальными задержками в реализации инфраструктурных проектов и в проведении бюджетной консолидации, а также с более высокой, чем ожидалось, инфляцией, которая может привести к дальнейшему ужесточению денежно-кредитной политики. Ускорение реализации крупных инфраструктурных проектов, финансируемых за счет субсидируемых государством схем, может привести к превышению прогнозных показателей темпов роста и инфляции.»

Часть заявления, касающаяся внешних рисков, четкая и не требует дополнительных трактовок. По внутренним рискам миссия МВФ подчеркнула риск ускорения роста льготного государственного финансирования инфраструктурных проектов, что может привести к росту ВВП при одновременном ускорении инфляции. Это, в свою очередь, приведет к росту базовой ставки Нацбанка, что повлечет за собой соответствующие негативные последствия для экономики.

Четвертый пункт заявления

«Необходимо улучшить сотрудничество в области мер политики, 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 и отрицательного сальдо платежного баланса, а также формированию финансовых буферных запасов. Структурные реформы, направленные на дальнейшее снижение роли государства и стимулирование активности в частном секторе, позволят Казахстану достичь более устойчивых уровней трендового роста при более низкой инфляции. В этой связи миссия отмечает объявленную Программу совместных действий Правительства, Национального банка и Агентства по регулированию и развитию финансового рынка по макроэкономической стабилизации и повышению благосостояния населения на 2026-2028 годы, в которой повышение реальных доходов населения и общественного благосостояния рассматривается в качестве стратегического приоритета социально-экономической политики; при этом особое внимание уделяется снижению инфляции и стабилизации ее уровня.»

По нашему мнению, это – один из самых важных пунктов в заявлении миссии МВФ. Мы трактуем его следующим образом: необходимо улучшить координацию и сотрудничество между фискальной политикой правительства и монетарной политикой Нацбанка. Прежде всего необходима более ограничительная фискальная политика, которая снизит избыточное давление внутреннего спроса на экономику, что снизит инфляцию. При этом такая фискальная политика будет способствовать сокращению дефицитов в бюджете и в платежном балансе страны, а также будет способствовать формированию финансовых буферных запасов в Нацфонде.

Мы поддерживаем данную рекомендацию и неоднократно отмечали, что вместо контрциклической бюджетной политики в Казахстане проводилась проциклическая политика, что приводило к последствиям, отмеченным в данном пункте заявления миссии МВФ.

Особо хочется отметить, что в каждом своём отчете по экономике Казахстана МВФ подчёркивает, что стране необходимы структурные реформы, направленные на дальнейшее снижение роли

государства и стимулирование активности в частном секторе, что позволит Казахстану достичь более устойчивых уровней роста ВВП при более низкой инфляции. Эта рекомендация МВФ пока реализуется недостаточно эффективно. Более того, планы правительства по дальнейшему расширению нерыночных механизмов льготного государственного финансирования инфраструктурных и промышленных проектов фактически ведут к увеличению роли государства в экономике за счёт бюджетных ресурсов и государственных гарантий.

В данном пункте МВФ возлагает надежды на «Программу совместных действий Правительства, Национального банка и Агентства по регулированию и развитию финансового рынка по макроэкономической стабилизации и повышению благосостояния населения на 2026-2028 годы». Упомянутая программа была утверждена 19 ноября текущего года, но до сих пор не опубликована. Более того, ранее проекты подобных ключевых программных документов правительства публиковались заранее для общественного и экспертного обсуждения. Например, в начале февраля прошлого года был размещён проект Указа Президента Республики Казахстан «Об утверждении Национального плана развития Республики Казахстан до 2029 года». Этот программный документ затем в течение нескольких месяцев активно обсуждался на всех уровнях, после чего был окончательно утверждён Главой государства в конце июля прошлого года.

Пятый пункт заявления

«В условиях сохраняющегося инфляционного давления необходимы жесткая денежно-кредитная политика и более эффективное управление ликвидностью. Миссия приветствует недавнее повышение базовой ставки НБРК и постепенное введение более высоких минимальных резервных требований для поглощения структурной ликвидности в банковской системе. НБРК следует и далее сохранять достаточно ограничительный курс денежно-кредитной политики до тех пор, пока инфляция не приблизится к целевому показателю, и обеспечивать дальнейшее повышение базовой ставки в случае роста инфляции. Следует также рассмотреть дополнительные меры по поглощению ликвидности в банковской системе, включая скоординированный выпуск краткосрочных нот НБРК и казначейских векселей Министерства финансов. Такие меры также будут способствовать усилению передачи воздействия (the transmission of) денежно-кредитной политики, улучшат управление государственными денежными средствами и окажут поддержку развитию внутреннего рынка капитала.»

По данному пункту заявления мы хотели бы подчеркнуть, что в целом разделяли позицию Национального банка, когда он принял решение о повышении базовой ставки на последнем заседании. Однако мы не согласились с масштабом столь резкого повышения. К сожалению, МВФ в своём заявлении никак не прокомментировал, насколько оправданным и соразмерным было последнее существенное увеличение базовой ставки.

Интересно отметить, что заявление МВФ приветствовало постепенное введение более высоких минимальных резервных требований для поглощения структурной ликвидности в банковской системе. Однако МВФ отмечает, что следует рассмотреть дополнительные меры по поглощению ликвидности в банковской системе, включая скоординированный выпуск нот Нацбанка и казначейских облигаций правительства, что улучшит трансмиссионный механизм монетарной политики Нацбанка и окажет поддержку развитию фондового рынка.

Мы видим здесь определенное противоречие. Как мы отмечали в одной из наших публикаций, международные исследования самого МВФ показывают, что введение дополнительных резервных требований для банков искажает трансмиссионный механизм монетарной политики «инфляционного таргетирования». Резервные требования также ограничивают развитие фондового рынка в стране.

Шестой пункт заявления

«Миссия приветствует планы правительства по проведению бюджетной консолидации в следующем году, но призывает принять дополнительные меры для проведения ограничительной политики в

отношении государственного сектора в целом. Новый Налоговый кодекс является важным шагом на пути к сокращению ненефтяного дефицита, и его эффективность должна быть усилена за счет дальнейших мер по поэтапной отмене налоговых льгот. Тем не менее, значительные квазифискальные операции государственных предприятий существенным образом нивелируют эффект от усилий по консолидации государственного бюджета, что, вероятно, придаст экономике общий положительный фискальный импульс. Такие внебюджетные операции должны быть постепенными и тщательно выверенными, чтобы обеспечить ограничительный характер макроэкономической политики в целом, минимизировать дополнительное инфляционное давление и избежать эффекта вытеснения частного сектора.»

Размер ненефтяного дефицита госбюджета является ключевым параметром фискальной политики правительства для стран-нефтяных экспортеров, таких как Казахстан. Высокий ненефтяной дефицит означает разбалансированность и неустойчивость госбюджета: при падении цен на нефть такой дефицит бюджета быстро оборачивается в фискальный и экономический кризис в стране. Главной целью роста налоговых ставок в новом Налоговом Кодексе как раз и было повышение ненефтяных налоговых доходов для сокращения очень большого ненефтяного дефицита бюджета.

Здесь важно подчеркнуть, что, по нашему мнению, когда МВФ говорит о поэтапной отмене налоговых льгот, то подразумевается отмена налоговых льгот только для юридических лиц, особенно для крупных компаний, работающих по «инвестиционным соглашениям» с правительством. На сегодня бюджет недополучает несколько триллионов тенге налоговых доходов от «прорывных» и «приоритетных» проектов в сфере энергетики, металлургии, обрабатывающей промышленности, сельского хозяйства. Эффективность таких налоговых льгот для крупных юридических лиц вызывает вопросы, что отмечалось и в отчетах Высшей Аудиторской Палаты. Из-за отсутствия эффективности таких налоговых льгот для всей экономики денежные выгоды от них получают только владельцы этих компаний. К сожалению, при обсуждении и утверждении нового Налогового Кодекса вопрос анализа эффективности и отмены налоговых льгот для крупных компаний даже не рассматривался.

Также мы хотели бы отметить рекомендацию МВФ, что ограничительная фискальная политика должна работать в отношении государственного сектора в целом, поскольку значительные квазифискальные операции государственных предприятий и различных внебюджетных госфондов существенным образом нивелируют эффект от усилий по консолидации государственного бюджета. Мы уже неоднократно писали, что республиканский бюджет, утверждаемый парламентом, не включает в себя триллионы тенге государственных внебюджетных и квазифискальных расходов и инвестиций. Для качественного анализа государственных финансов всего сектора государственного управления важен полноценный консолидированный государственный бюджет, и именно такой бюджет должен анализироваться и утверждаться в парламенте, как в органе, независимом от правительства.

Седьмой пункт заявления

«Разработка надежной среднесрочной бюджетной основы является ключевым условием для сохранения результатов консолидации и создания возможностей для проведения контрциклической политики. Следует приветствовать закрепление в новом Бюджетном кодексе бюджетных правил, ограничивающих рост расходов и трансферты из Национального фонда. Эти правила следует дополнительно усилить за счет установления долгосрочного ориентира, такого как лимит долга. Совершенствование отчетности и мониторинга государственных предприятий, а также подготовка данных по государственному сектору, полностью соответствующих международным стандартам, будут способствовать дальнейшим усилиям по проведению бюджетной консолидации в среднесрочной перспективе.»

Седьмой пункт является продолжением шестого пункта. Мы поддерживаем все тезисы, содержащиеся в этом пункте.

Восьмой пункт заявления

«Банковская система является устойчивой, а введение дополнительных пруденциальных мер будет способствовать финансовой стабильности. Банки в целом по-прежнему имеют хорошие показатели капитализации, ликвидности и рентабельности, а доля проблемных активов остается невысокой. Тем не менее, быстрый рост потребительского кредитования вызывает опасения относительно ослабления стандартов оценки платежеспособности заемщиков и чрезмерной задолженности домохозяйств. Миссия положительно оценивает планы по введению пруденциальных мер, направленных на устранение этих рисков, но рекомендует подкрепить их сбором и публикацией данных о задолженности домохозяйств, а также применять такие меры адресно, чтобы повысить их эффективность и снизить риски отрицательного влияния на посредническую функцию банков.»

Мы полностью согласны с выводами и рекомендациями данного пункта заявления миссии МВФ. Особенно хотели отметить рекомендацию о том, что регуляторные ограничения на быстрый рост потребительского кредитования должны быть подкреплены адекватным анализом задолженности домохозяйств, а также принимаемые меры должны быть адресными, чтобы повысить их эффективность и снизить риски негативного влияния на рыночные функции банков.

Девятый пункт заявления

«Достигнут значительный прогресс в реализации ключевых рекомендаций Программы оценки финансового сектора (ФСАП) 2023 года. В дальнейшем приоритетами должны стать принятие нового закона «О банках и банковской деятельности», создание необходимого потенциала для внедрения новой системы урегулирования проблемных банков, а также регулирование и надзор за деятельностью в сфере цифровых активов. Для создания надлежащей нормативно-правовой базы, отвечающей темпам развития цифровых финансовых активов, необходима эффективная координация между Международным финансовым центром «Астана» (МФЦА) и национальными органами регулирования. Необходимо и далее укреплять институциональный потенциал финансового регулятора (АРРФР) в этих областях, в том числе путем выделения дополнительных ресурсов при необходимости.»

Мы поддерживаем выводы и рекомендации данного пункта заявления миссии МВФ. Здесь можно отметить рекомендацию об эффективной координации между Международным финансовым центром «Астана» (МФЦА) и национальными органами регулирования (Нацбанк и АРРФР).

Десятый пункт заявления

«Ускорение структурных реформ в целях повышения производительности и уменьшения участия государства в экономике будет способствовать развитию частного сектора и переходу к более высоким уровням устойчивого роста. Дальнейшие инвестиции в здравоохранение, образование, цифровизацию и инфраструктуру должны дополняться усилиями по стимулированию развития частного сектора. В частности, реформы, направленные на усиление правовых гарантий, обеспечение прав собственности, снижение барьеров для выхода на рынок и сокращение издержек ведения бизнеса, обеспечат равные условия для частного сектора. Аналогичным образом, укрепление системы государственного управления и обеспечение продолжения работы по приватизации должны повысить эффективность и прозрачность деятельности субъектов государственного сектора и создать возможности для развития частного сектора.»

Последний пункт заявления миссии МВФ почти полностью посвящен снижению участия государства в экономике и стимулированию развития частного сектора, благодаря чему в экономике будет расти производительность и частные инвестиции, что будет способствовать более высокому, качественному и устойчивому росту экономики. Это МВФ отмечает каждый год в своих заявлениях и отчетах по Казахстану.

По нашему наблюдению, в настоящее время в Казахстане прослеживается тенденция к усилению роли государства и расширению его присутствия в экономике. Например, наращивание финансирования и собственности в электроэнергетике и в других базовых инфраструктурных отраслях. По информации БНС, в инвестициях в основной капитал в Казахстане быстро увеличивается доля финансирования за счет государственных средств. Теперь правительство (через НУХ «Байтерек») не будет фокусироваться на привлечении частных инвестиций (внутренних и внешних), а будет само реализовывать инвестиционные проекты. Также через НУХ «Байтерек» правительство собирается расширить замещение банковской системы для кредитования бизнеса и ипотеки.

В заключение хотелось бы отметить, что заявление миссии МВФ не содержит принципиально новых выводов или рекомендаций – многие из них повторяются на протяжении уже многих лет. Мы в целом практически полностью поддерживаем эти выводы и рекомендации. Надеемся, что экономические власти Казахстана будут более последовательно и активно внедрять предложения МВФ, направленные на укрепление макроэкономической политики и развитие полноценной рыночной экономики в стране.

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 Кабжалылова

Салтанат Игенбекова

Арслан Аронов

Алексей Афонский

Асан Курманбеков

+7 (727) 339 43 86

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz

s.igenbekova@halykfinance.kz

a.aronov@halykfinance.kz

a.afonskiy@halykfinance.kz

a.kurmanbekov@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance

пр. Абая, 109 «В», 5 этаж

А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 727 331 59 77

www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance