
1 декабря 2025 года

1 декабря Национальным Банком опубликовано ежемесячное информационное сообщение по валютному рынку за ноябрь 2025 года. По результатам месяца курс тенге укрепился на 3,3% до 512,57 тенге за доллар США (549,07 тенге на конец октября). Общий объем торгов на Казахстанской фондовой бирже в ноябре составил \$5,6 млрд, что ниже объемов октября – \$6,0 млрд.

По нашему мнению, текущее значительное укрепление тенге не отвечает фундаментальным факторам и является следствием спекулятивных операций нерезидентов на денежном и валютном рынках Казахстана. В частности, мы считаем, главной причиной сильного укрепления тенге в конце октября и ноябре стали вложения иностранных портфельных инвесторов в государственные ценные бумаги Казахстана (ГЦБ РК) по операциям кэрри-трейд (carry trade). Кэрри-трейд стал привлекательным для нерезидентов из-за резкого роста базовой ставки в октябре и увеличения продаж валюты Нацбанком по зеркалированию покупок золота, начиная с октября.

Инвестиции нерезидентов в ГЦБ РК являются весьма волатильными по своей природе, поскольку негативные внешние и внутренние шоки могут привести к резкому выходу иностранных портфельных инвесторов из ГЦБ, что повлечет существенный рост спроса на валюту и ослабление тенге. В целом значительный объем вложений нерезидентов в ГЦБ РК может создавать риски для финансовой стабильности на валютном и денежном рынках, о чем мы ранее сообщали. На данный момент Национальный Банк не предоставил комментариев относительно того, какие меры планирует предпринимать для управления этим риском для экономики Казахстана.

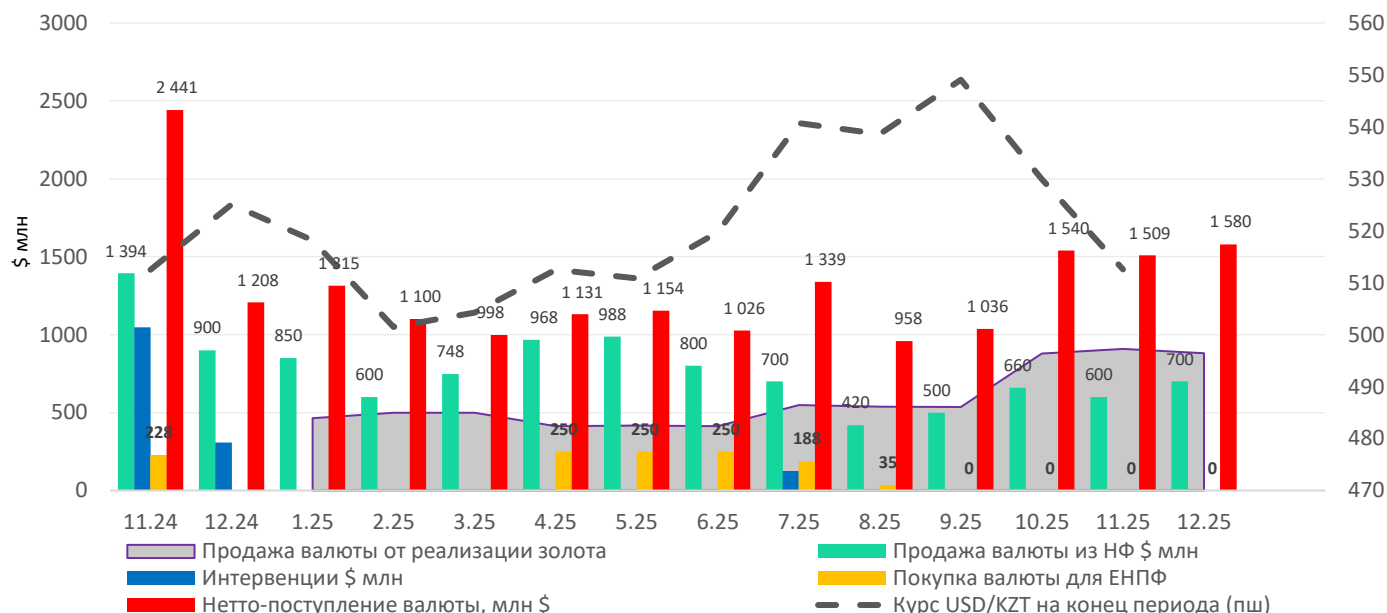
В ноябре курс тенге значительно укрепился до уровня 512,57 тенге за доллар. Укрепление национальной валюты связано с существенным ростом иностранных инвестиций в государственные ценные бумаги. Резкое повышение базовой ставки Национальным Банком (НБК) до 18,0% в октябре и ускорение продаж валюты в рамках запланированного НБК существенного расширения объемов стерилизации сделало привлекательным carry trade.

В ноябре чистые продажи валюты НБК на бирже составили \$1 509 млн (в октябре – \$1 540 млн). Продажа валюты из Национального фонда (НФ) в том числе составила \$600 млн, что соответствовало плану на месяц в \$600–700 млн и позволило обеспечить выделение трансфертов в республиканский бюджет. Объем продаж валюты из НФ уменьшился по сравнению с показателями октября (\$660 млн), доля продаж валюты из НФ в общем объеме торгов при этом снизилась с 11,0% в прошлом месяце до 10,7% (Рис. 1).

В ноябре Национальным Банком продолжена политика покупки золота на внутреннем рынке с целью стерилизации избыточной массы национальной валюты в экономике. Согласно плану, в течение четвертого квартала НБК планируется осуществить продажу иностранной валюты на сумму в эквиваленте ₸1,4 трлн. В ноябре было выкуплено золото на сумму ₸475 млрд или \$909 млн при расчете по среднемесячному курсу 522,72 в ноябре, что стало максимальным значением 2025 года. В октябре было стерилизовано ₸475 млрд или \$880 млн по среднему курсу в 539,92.

Приобретение долларов США в инвестиционный портфель ЕНПФ в ноябре не осуществлялось. Также в рамках применения нормы об обязательной продаже 50% валютной выручки субъектами квазигосударственного сектора было продано \$390 млн (\$279 млн в октябре). Валютные интервенции не проводились.

Рис. 1. Курс USD/KZT и продажа/покупка валюты на бирже со стороны НБК



Источник: НБК

* На декабрь 2025 года – прогнозные данные

В декабре продажи валюты из НФ планируются в размере \$400-500 млн, что ниже объемов октября и ноября. Продолжится практика зеркалирования, в рамках которой планируется в декабре осуществить продажу иностранной валюты на сумму ₸475 млрд (порядка \$915-920 млн), что будет оказывать поддержку стабильности тенге в отсутствие внешних шоков.

Также в декабре продолжится применение нормы об обязательной продаже 50% валютной выручки субъектами квазигосударственного сектора. В связи с достижением доли валютных активов ЕНПФ 40% приобретение валюты за счет пенсионных активов ЕНПФ в декабре не планируется.

В итоге, чистые продажи валюты на рынке со стороны Нацбанка в декабре составят порядка \$1 322-1 413 млн (в нетто-продажи Нацбанка входят сумма продажи валюты из НФ и сумма продажи валюты от реализации золота).

Операции нерезидентов на валютном и денежном рынках Казахстана

Ежемесячный обзор валютного рынка, публикуемый Нацбанком, не содержит анализа инвестиций нерезидентов в ГЦБ РК. В то же время этот показатель является значимым фактором, влияющим на динамику валютного рынка. В октябре вложения иностранных портфельных инвесторов в ГЦБ РК по операциям кэрри-трейд увеличились на ₸156 млрд (около \$300 млн) с ₸1 329 млрд до ₸1 485 млрд. За ноябрь 2025 года цифры в Центральном депозитарии не доступны, но судя по информации Казахстанской фондовой биржи KASE и по выступлениям представителей Нацбанка, прирост вложений нерезидентов в ГЦБ РК в ноябре удвоился по сравнению с приростом в октябре.

Упрощенно кэрри-трейд в Казахстане работает следующим образом. Иностранные инвесторы ожидают, что курс тенге к доллару будет стабильным или даже укрепится в краткосрочном периоде. Они занимают деньги в долларах на короткий срок по низкой ставке, конвертируют их в тенге в Казахстане и приобретают ГЦБ РК с высокой процентной доходностью. Затем, когда наступает срок по кредиту в долларах, они продают ГЦБ и конвертируют тенге обратно в доллары, таким образом зарабатывая на разнице в процентных ставках между кредитом в долларах и вложениями в ГЦБ РК.

По нашему мнению, кэрри-трейд стал привлекательным для нерезидентов, начиная с октября этого года из-за резкого роста базовой ставки в октябре и увеличения продаж валюты Нацбанком по зеркалированию покупок золота, начиная с октября. Увеличение продаж валюты Нацбанком по

зеркалированию покупок золота укрепило мнение нерезидентов, что тенге резко не ослабнет в ближайшем будущем, а стабилизация курса тенге положительно сказывается на операциях кэрри-трейд. Также, существенный рост базовой ставки сделал привлекательными операции кэрри-трейд для нерезидентов, несмотря на значительные валютные риски в Казахстане.

Как мы писали ранее, инвестиции нерезидентов в ГЦБ РК являются весьма волатильными и спекулятивными по своей природе, поскольку негативные внешние и внутренние шоки могут привести к резкому выходу иностранных портфельных инвесторов из ГЦБ, что означает такой же рост спроса на валюту и дальнейшее ослабление тенге. Например, инцидент, связанный с повреждениями нефтепровода Каспийского трубопроводного консорциума (КТК), через который транспортируется порядка 80% казахстанского экспорта нефти, потенциально может выступить фактором, вызывающим сокращение вложений нерезидентов в ГЦБ РК.

Значительный объем инвестиций нерезидентов в ГЦБ РК может создавать существенные риски для финансовой стабильности на валютном и денежном рынках, о чем ранее сообщалось в наших публикациях. В целом в экономике Казахстана сохраняется ряд факторов, способных влиять на финансовую стабильность, включая риски, обусловленные недостаточной координацией между фискальной политикой правительства и монетарной политикой Национального Банка. Как отмечалось нами в прошлом году, мы рекомендуем Национальному Банку разработать и утвердить Политику по финансовой стабильности, которая бы отражала ключевые системные риски, а также меры, планируемые для их снижения, включая валютные риски, связанные с операциями нерезидентов.

Инвестиции нерезидентов в ГЦБ РК являются значимым фактором, влияющим на динамику валютного рынка, поэтому мы рекомендуем Нацбанку отражать информацию об этом показателе в своих ежемесячных сообщениях по валютному рынку. Кроме того, мы предлагаем Центральному депозитарию ценных бумаг, являющемуся дочерней организацией Нацбанка, публиковать сведения об инвестициях нерезидентов в ГЦБ РК как минимум еженедельно и в более удобном для анализа формате (в одной строке). Такая информация позволит рынку своевременно оценивать влияние операций нерезидентов на валютный рынок.

Исходя из текущей ситуации наш прошлый прогноз на конец года на уровне 550-560 тенге за доллар возможно будет пересмотрен. Однако в условиях значительной неопределённости, связанной с ситуацией вокруг недавней атаки на нефтепровод КТК, мы в настоящий момент не можем предоставить обновлённый прогноз.

Салтанат Игенбекова – Аналитический центр

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

Алексей Афонский

Арслан Аронов

+7 (727) 339 43 86

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz

a.kurmanbekov@halykfinance.kz

s.igenbekova@halykfinance.kz

a.afonskiy@halykfinance.kz

a.aronov@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