
29 апреля 2025 года

В 1 квартале 2025 года экономика Казахстана продемонстрировала заметное ускорение. Рост ВВП составил 5,8% за счет расширения в секторах транспорта, строительства и обрабатывающей промышленности. Поддержку росту также обеспечили переход от замедления к росту в сфере нефтедобычи и масштабные государственные расходы.

Фискальная политика остается стимулирующей: доходы бюджета выросли на фоне расширения налоговых и неналоговых поступлений, расходы также показывают устойчивый рост, в том числе из-за реализации крупных инфраструктурных проектов. При этом поступления в Национальный фонд начали снижаться на фоне сокращения налогов от нефтяного сектора, тогда как уровень изъятий по-прежнему остается высоким.

Базовая ставка, вероятно, будет сохранена на текущем высоком уровне до конца года. Курс тенге в первом квартале укрепился за счет поддерживающих мер. До конца текущего года ожидается его ослабление на фоне внешнеэкономических рисков и внутренних факторов.

По нашим прогнозам, по итогам года рост ВВП составит 5,3%. Ключевым фактором роста станет полноценный запуск проекта расширения месторождения Тенгиз. Наряду с этим драйверами роста остаются высокие государственные расходы. Сохраняются и сдерживающие факторы, включая корректировку планов по добыче нефти для соблюдения обязательств ОПЕК+, жесткую денежно-кредитную политику, потенциальное снижение цен на нефть, а также глобальную волатильность рынков на фоне действий США.

Краткое содержание

Рост экономики в первом квартале заметно ускорился

В 1 квартале 2025 года экономика Казахстана продемонстрировала значительное ускорение: по предварительной оценке правительства, рост реального ВВП составил 5,8% г/г (3,8% г/г в 1 квартале 2024 года). Краткосрочный экономический индикатор (КЭИ) достиг максимального за 10 лет значения – 8,3% г/г. Важными драйверами роста стали транспорт и строительство, где государственное финансирование проектов инфраструктуры обеспечило рост на 21% г/г и 16,9% г/г, соответственно. Промышленность в целом увеличилась на 6,7% г/г. Обрабатывающий сектор вырос на 8,7% г/г за счет роста металлургии и производства электроники и машиностроения. После сокращения в конце 2024 года горнодобывающая промышленность показала рост на 6,1% г/г, в основном за счет расширения нефтедобычи ввиду тестового запуска Проекта будущего расширения (ПБР) на Тенгизе. Темпы роста торговли также замедлились до 6,3% г/г, что может указывать на возврат к долгосрочному тренду после аномального роста во втором полугодии 2024 года.

По нашим оценкам, в 2025 году темпы роста ВВП останутся высокими – на уровне 5,3%. Главным фактором станет увеличение добычи нефти на фоне полноценного запуска ПБР на Тенгизе. Поддержку росту также окажут реализация крупных инфраструктурных проектов, высокий уровень бюджетных расходов и трансфертов из Национального фонда. При этом сохраняются и сдерживающие факторы: относительно низкий уровень новых инвестиций, жесткая денежно-кредитная политика и глобальная волатильность на рынках. Отдельно отметим, что наш прогноз основан на среднегодовой цене на нефть в \$70 за баррель. Пересмотр планов добычи нефти, эффект торговых конфликтов и возможное снижение мировых цен на нефть могут сказаться на достижении прогнозного роста.

Продолжаются меры по фискальному стимулированию

В 1 квартале 2025 года сохранялась активная фискальная экспансия: доходы государственного бюджета составили Т7 трлн, увеличившись на 16,2% в годовом выражении, прежде всего за счет роста налоговых поступлений (+18,6% г/г). Неналоговые поступления также показали существенный прирост, увеличившись более чем вдвое по сравнению с аналогичным периодом 2024 года. Расходы государственного бюджета за 1 квартал выросли на 9,5% г/г, достигнув Т6,7 трлн. Продолжаются меры по фискальному стимулированию, включая реализацию крупных проектов инфраструктуры в отдельных отраслях.

Объемы изъятий из Национального фонда (НФ) остаются на высоком уровне. За первый квартал они составили Т1,45 трлн, что почти повторяет динамику 2024 года. Эта сумма также не включает облигационные займы. Поступления в НФ сократились почти вдвое в годовом сравнении – с Т1,2 трлн до Т631 млрд – в основном из-за снижения налогов от нефтяного сектора. Текущая высокая волатильность глобальных рынков и прогнозное снижение цен на нефть могут в последующем привести к снижению инвестиционного дохода НФ, который покрывает существенную разницу между изъятиями и поступлениями (Т1,78 трлн в 2024 году, не включая покупку акций АО НК «Казатомпром» на Т467 млрд и облигации компаний ФНБ «Самрук-Казына» на Т238 млрд). На фоне этого соблюдение контрциклических бюджетных правил становится ключевым условием для поддержания устойчивости фонда и предсказуемости фискальной политики.

Национальный Банк ужесточил денежно-кредитные условия

В 1 квартале 2025 года наблюдалось ускорение инфляционных процессов: в марте 2025 года годовая инфляция сложилась на уровне 10% (в декабре 2024 – 8,6%), в квартальном выражении – 3,9% против 2,7% в 4 квартале 2024 года. Существенное влияние на рост инфляции оказало увеличение тарифов на услуги ЖКХ. В числе других ключевых факторов роста цен фискальное

стимулирование и существенное ослабление тенге в конце прошлого и январе текущего года, что привело к росту импортной инфляции.

Национальный Банк (НБК) ужесточил денежно-кредитные условия, увеличив базовую ставку с 15,25% в январе до 16,5% в марте. Это решение, по заявлению регулятора, было обусловлено обновлением прогнозов по инфляции и росту ВВП, а также результатами анализа фактических данных и баланса рисков. В апреле базовая ставка осталась без изменений.

Мы ожидаем, что в 2025 году инфляция вернется на траекторию снижения благодаря уменьшению эффекта от разового повышения тарифов в феврале и марте 2025 года, высокой базовой ставке, смягчению проинфляционного давления со стороны потребительского спроса и ослаблению эффекта от девальвации курса тенге в конце 2024 и январе текущего года. В то же время внутренние риски, как слабая бюджетная дисциплина, высокий уровень трансфертов из НФ и волатильность курса тенге, а также внешние угрозы, включая снижение цен на нефть, могут оказать давление на стабильность цен. По нашим оценкам, на конец 2025 года уровень годовой инфляции может составить 9-10% при базовом сценарии. Значения инфляции в течение года будут зависеть от степени (не)реализации этих проинфляционных рисков. Судя по заявлениям НБК, базовая ставка сохранится на уровне 16,5% до конца года. При этом с учетом нашего прогноза по инфляции оптимальным уровнем базовой ставки на конец 2025 года, на наш взгляд, является 15%.

Курс тенге начал укрепляться в ответ на поддерживающие меры

В 1 квартале 2025 года курс тенге продемонстрировал укрепление после ослабления в конце предыдущего года. На конец марта курс доллара к тенге составил 503,4 тенге за доллар против 523,5 тенге за доллар в декабре, укрепившись на 3,8% за квартал. При этом среднемесячное значение курса составило 510,7 тенге за доллар, что выше, чем в прошлом квартале. Основными факторами, повлиявшими на укрепление национальной валюты, стали крупные продажи валюты из НФ (\$2,2 млрд), включая финансирование инфраструктурных проектов, введение практики зеркалирования по операциям с золотом, обязательная продажа валютной выручки компаниями квазигосударственного сектора, временная приостановка покупок валюты для ЕНПФ, а также сезонное снижение спроса на иностранную валюту.

Текущие меры носят больше временный характер и направлены на стабилизацию краткосрочной волатильности национальной валюты. Для повышения устойчивости курса тенге в долгосрочной перспективе требуется реализация структурных реформ, включая либерализацию валютных операций, развитие рыночной ликвидности и инструментов хеджирования, а также расширение круга профессиональных участников валютного рынка. По нашим прогнозам, при среднегодовой цене нефти на уровне \$70 за баррель курс тенге может ослабнуть до 550-560 тенге за доллар к концу 2025 года. На динамику курса тенге будут продолжать влиять фундаментальные факторы, объемы продаж валюты из НФ и внешние геополитические условия.

Прогнозы Halyk Finance

Основные макроэкономические показатели	2023	2024	Прогноз 2025
Цена на нефть, Brent, сред., USD/баррель	82,6	80,7	70,0
Добыча нефти, млн тонн	90,0	87,6	95-97
Реальный ВВП, % за год	5,1	4,8	5,3
Обменный курс USDKZT, на конец периода	454,6	523,5	550-560
Обменный курс USDKZT, сред. за год	456,3	469,4	540,0
ИПЦ, на конец периода, % г/г	9,8	8,6	9-10

Базовая ставка, % на конец периода	15,75	15,25	16,5
Текущий счёт, % ВВП	-3,4	-1,3	-2,8

ЭКОНОМИКА ПОКАЗАЛА РЕКОРДНЫЕ ТЕМПЫ РОСТА В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ

В 1 квартале 2025 года экономика Казахстана показала ускорение: по предварительной оценке правительства, реальный рост ВВП составил 5,8% в годовом выражении, что значительно выше показателя за аналогичный период 2024 года (3,8% г/г). При этом КЭИ, отражающий динамику основных отраслей экономики, за указанный период показал максимальный рост за последние 10 лет – 8,3% г/г.

Наибольшие темпы роста показали транспорт (+21% г/г) и строительство (+16,9% г/г), которые в совокупности покрывают порядка 11% ВВП. Отрасли, представляющие более значимую долю в ВВП, показали более умеренный рост. Так, рост в сфере торговли (19% в ВВП) составил 6,3% г/г, в промышленности в целом (26% в ВВП) – 6,7% г/г. Рост в горнодобывающей отрасли (+6,1% г/г) обуславливался по большей части ростом нефтедобычи. В обрабатывающем секторе (+8,7% г/г) основой роста послужил рост отдельных производственных товаров. Вместе с тем наблюдалось замедление в энергетике (-2,8% г/г) и телекоммуникациях (-0,4% г/г) при умеренном росте выпуска сельского хозяйства (+3,7% г/г).

Рис. 1. Динамика ВВП по отраслям, % г/г

	2024	1М2025	2М2025	3М2025
ВВП	4,8	-	-	5,8
КЭИ	6,2	4,5	7,3	8,3
Торговля	9,1	3,9	6,0	6,3
Обрабатывающая промышленность	5,9	3,7	8,9	8,7
Горнодобывающая промышленность	-0,2	1,3	4,1	6,3
Транспорт	8,5	19,0	21,3	21,0
Строительство	13,1	12,7	12,8	16,9
Сельское хозяйство	13,7	3,8	3,2	3,7
Телекоммуникации	5,0	-0,5	0,0	-0,4

Источник: БНС, МНЭ

Наибольший вклад в рост промышленности обеспечен нефтедобычей и металлургией

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. Основной вклад в рост промышленности обеспечили добыча сырой нефти и газа (доля – 30,4%, рост – 7,2% г/г) и металлургическое производство (доля – 16%, рост – 1,4% г/г). Также заметный вклад внесло машиностроение: при доле в 7% рост составил 17,7% г/г. Производство продуктов питания увеличилось на 13,2% г/г при доле в 5,6%. Производство компьютеров и электронной техники, несмотря на скромную долю (0,5%), выросло в 2 раза.

Рис. 2. Композитный вклад отраслей в рост промышленности за 1 квартал 2025 года



Источник: БНС

Рост в отдельных категориях промышленности был обусловлен рядом внешних факторов, среди которых наиболее важными стали прошлогодний рост инвестиций в основной капитал и динамика цен. Так, инвестиции предприятий в модернизацию и расширение производственных мощностей, как правило, оказывают отложенное влияние на выпуск – от нескольких месяцев до двух лет. В 2024 году инвестиции в основной капитал выросли на 7,5% г/г, что могло оказать положительное влияние на промышленный рост в текущем году.

Экстенсивный рост в горнодобывающем секторе

Горнодобывающая промышленность после снижения динамики в последнем квартале 2024 года восстановила темпы роста до 6,1% г/г, что обусловлено ростом добычи угля (+12,1% г/г), сырой нефти (+7,4% г/г) и прочих полезных ископаемых (+20,3% г/г). Добыча металлических руд, доля которой составляет около 20% в структуре отрасли, показала слабый рост на 1,7% г/г.

Цены в горнодобывающей промышленности не изменились как по сравнению с 1 кварталом 2024 года, так и относительно последнего квартала. При этом физические объемы (в натуральном выражении) добычи нефти и руд выросли на 7,8% г/г и 7,2% г/г, соответственно, что указывает на то, что рост в отрасли был обеспечен только за счет увеличения объема производства.

Объемы добычи нефти, выросшие в рамках тестового запуска ПБР на Тенгизском месторождении, превышали квоты ОПЕК+ в течение всего первого квартала. Однако экспорт нефти за 2М2025 снизился в денежном выражении на 21% г/г. В марте среднесуточная добыча нефти (1,852 млн барр./сутки) превысила показатели февраля (1,816 млн барр./сутки). Учитывая обязательства Казахстана перед ОПЕК+, с апреля среднесуточная добыча нефти будет снижаться, что, вероятно, отрицательно скажется на темпах роста горнодобывающего сектора и промышленности в целом в следующих периодах.

Рост в обрабатывающей промышленности

Рост обрабатывающего сектора за 1 квартал 2025 года составил 16,6% г/г. Основной прирост был обеспечен увеличением показателей в машиностроении (+17,7% г/г), производстве готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования (+28,7% г/г), и в производстве табачных изделий (+25,4% г/г). Цены в обрабатывающей промышленности за отчетный период выросли на 9,7% г/г, тогда как физический объем производства – на 16,6% г/г.

Аномальный рост (более чем в 10 раз) в одном из категорий – производстве измерительных приборов – обеспечил львиную часть роста физического объема продукции обрабатывающего сектора. Без учета этой категории рост за 1 квартал составил бы 12,3% г/г. За отчетный период также наблюдался рост импорта данной продукции из третьих стран и экспорта в Россию.

Темпы роста торговли начали замедляться

Сфера торговли после довольно высокого роста во втором полугодии 2024 года замедлила темпы роста до 6,3% г/г, который в первую очередь был обеспечен оптовой торговлей (+7% г/г), преимущественно непродовольственными и производственными товарами. Розничная торговля демонстрирует снижение темпов роста до 4,8% г/г, что соответствует историческим темпам роста сектора (4% за последние 10 лет) и указывает на возврат к долгосрочному тренду после резкого всплеска 2024 года (+9,8% г/г в декабре 2024). Снижение темпов роста торговли может быть связано с замедлением инвестиций в основной капитал в отрасли до 6% г/г, низкими темпами роста реальных доходов населения и снижением роста потребительских кредитов. Также можно было наблюдать сезонный спад импорта, который по итогам 2М2025 снизился на 1,1% г/г.

Инфраструктурные проекты поддерживают рост транспортного сектора

Существенный рост в секторе транспорта (21% г/г) главным образом был обеспечен реализацией инфраструктурных проектов через государственное финансирование: так, 60% от всего объема инвестиций в данном секторе составили бюджетные средства. Грузооборот за отчетный период увеличился на 14,3% г/г (в основном железнодорожным транспортом), а пассажирооборот – на 14% г/г (преимущественно в секторе автотранспортных перевозок). Дополнительный стимул для роста отрасли придал рост в морском и прибрежном транспорте на 56% г/г до 1,02 млн тонн. Это может отражать увеличение транзитных грузопотоков через Транскаспийский международный транспортный маршрут (или Средний коридор). Другим драйвером роста стал трубопроводный транспорт (+17,7% г/г), что может быть связано с ростом добычи нефти.

Рост строительства нежилой недвижимости

В строительной отрасли показатель роста за 1 квартал 2025 года достиг 16,9% г/г. Рост объемов строительства наблюдался в сегменте нежилых зданий на 11,6% г/г и сооружений на 29,3% г/г. Высокие темпы строительства в этих сферах, вероятно, также поддерживались государственным финансированием. При этом наблюдается остановка жилищного строительства, где за 1 квартал объемы услуг показали нулевой прирост год к году. При этом физические объемы введенных в эксплуатацию жилых зданий увеличились на 7,4% г/г. Цены на новое жилье за указанный период увеличились на 4,9% г/г. Таким образом, в строительстве жилых объектов отмечается стагнация с одновременным ростом потребительских цен.

Другие отрасли

В аграрном секторе рост за 1 квартал составил 3,7% г/г за счет увеличения объема продукции животноводства на 4% г/г, вызванного прибавлением численности крупного рогатого скота на 18,2% г/г и, соответственно, увеличением молочной продукции на 11,1% г/г. Рост в сельском хозяйстве сопровождался снижением цен в отрасли.

Сектор связи за этот же период показал снижение объемов производства на 0,4% г/г, продолжая годовой нисходящий тренд. Это в основном связано с дальнейшим спадом в сегменте мобильной связи, где по итогам квартала объемы сократились на 19,7% г/г (-15,8% г/г за 2024 год), что было связано с насыщением рынка мобильной связи. В то же время сектор связи был поддержан развитием интернет-услуг, которые выросли на 13,3% г/г.

Наш прогноз

По нашим прогнозам, в 2025 году экономика Казахстана будет демонстрировать высокие темпы роста – на уровне 5,3% по итогам года. Основным драйвером роста станет полноценный запуск ПБР на месторождении Тенгиз в предстоящем квартале, что продолжит способствовать восстановлению горнодобывающей отрасли. Существенный вклад также внесут крупные инфраструктурные проекты, а также высокие расходы бюджета и Национального фонда – уровень трансфертов из НФ в 2025 году утвержден на уровне Т5,25 трлн.

С другой стороны, сдерживающими факторами будут инвестиции в основной капитал, которые хоть и показали рост в 1 квартале 2025 года, однако продолжают оставаться на низком уровне. Аномальные темпы роста торговли также начали замедляться, что может оказать сдерживающее влияние на рост ВВП. В условиях высоких проинфляционных рисков, вызванных фискальным стимулированием и колебаниями валютного курса, НБК, вероятно, сохранит текущий уровень базовой ставки до конца года, что может ограничить темпы роста ВВП. Отдельно стоит отметить, что наш прогноз основан на среднегодовой цене на нефть в \$70 за баррель. Пересмотр планов

добычи нефти, геополитические вызовы, торговые конфликты и волатильность мировых цен на нефть могут сказаться на достижении прогнозного роста.

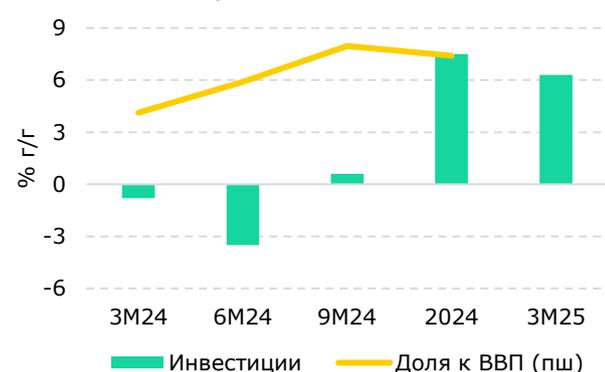
ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ РАСТУТ ЗА СЧЕТ ГОСУДАРСТВЕННЫХ РАСХОДОВ

По итогам 1 квартала 2025 года объем инвестиций в основной капитал (ИОК) увеличился на 6,3% г/г, что меньше показателя 2024 года, когда инвестиции выросли на 7,5% г/г. Около половины объема капитальных вложений осуществляется крупными и средними предприятиями, при этом ИОК крупных предприятий снизились на 7,9% г/г. Большая часть (67,5%) затрат приходится на работы по строительству и капитальному ремонту зданий и сооружений, 28% – на приобретение машин, оборудования и транспортных средств.

В отраслевом разрезе снижение было обусловлено сокращением ИОК в горнодобывающем секторе, которые за первый квартал сократились на 28% г/г, причиной которому могло стать завершение проекта расширения Тенгиза. Отрицательную динамику также продемонстрировали строительство (-16,4% г/г), сельское хозяйство (-9,2% г/г) и торговля (-6% г/г).

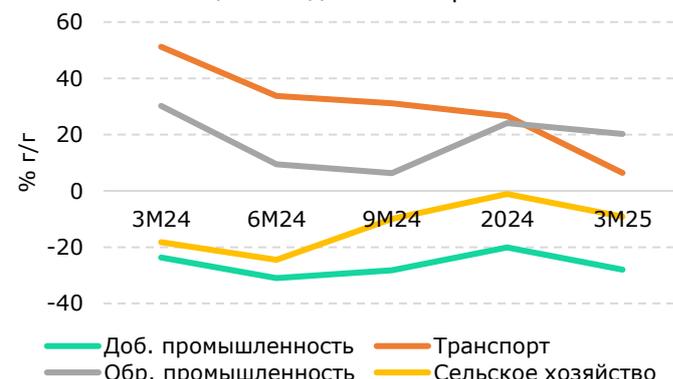
Рост инвестиций отмечался в несырьевых секторах. В обрабатывающей промышленности их темп роста составил 20,2% г/г. Наибольший вклад пришелся на металлургическое производство и химическую промышленность, а наибольший прирост показали производство электронного оборудования, текстильных и табачных изделий. Наблюдался высокий рост ИОК в транспортном секторе (+6,4% г/г), сфере образования (в 6,3 раз), государственном управлении (+65,2% г/г), административном обслуживании (+63,7% г/г), а также финансовой деятельности (+45,5% г/г). Инвестиции в операции с недвижимым имуществом выросли на 2,9% г/г. Данный сектор занимает наибольшую долю в совокупных инвестициях (20,6%), обогнав как горнодобывающую (19,2%), так и транспортную (13,4%) отрасли.

Рис. 3. Инвестиции в основной капитал



Источник: БНС

Рис. 4. Инвестиции в отдельные отрасли



Источник: БНС

Доля средств бюджета в структуре источников финансирования демонстрирует повышательный тренд при одновременном снижении доли собственных средств. Бюджетные средства в отчетном периоде составили 21,6% от общего объема ИОК, при этом в годовом выражении они увеличились в 2,5 раза. Доля банковских кредитов в финансировании ИОК остается незначительной – 3,3%. Преобладающими источниками финансирования инвестиций остаются собственные средства предприятий, объем которых в 1 квартале 2025 года составил 67,5% от общего объема ИОК. Без учета бюджетных средств инвестиции снизились на 8,3% г/г, что подчеркивает волатильность такого роста и зависимость от государственной поддержки.

Увеличение бюджетных средств в ИОК обусловлено в первую очередь ростом государственного финансирования в транспортном секторе. Так, в 1 квартале 2025 года государственные расходы в данной отрасли выросли почти в 8 раз. Вместе с тем следует отметить, что инвестиции за счет собственных средств включают в себя средства государственных компаний, которые часто, по своей сути, являются квазибюджетными средствами.

Как отмечалось выше, ключевые факторы снижения ИОК в 1 квартале текущего года связаны с сокращением вложений в горнодобывающую промышленность. При этом инвестиции в нефтяном секторе, доминируя в совокупном объеме, заметно повлияли на динамику инвестиций и в других секторах, например, торговле, где ИОК сократились на 6% г/г. Доля инвестиций к ВВП в течение 2024 года оставалась на достаточно низком уровне (11-15%), при долгосрочном таргете в 30%

к ВВП. Для повышения инвестиционной активности необходимо пересмотреть текущую стратегию диверсификации с акцентом на снижение зависимости от нефти и перенаправление ресурсов в более инновационные и высокотехнологичные отрасли.

ГЛОБАЛЬНАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ МОЖЕТ ОТРАЗИТЬСЯ НА ИНВЕСТИЦИОННОМ ДОХОДЕ НАЦИОНАЛЬНОГО ФОНДА

За 1 квартал 2025 года доходы государственного бюджета составили Т7 трлн, увеличившись на 16,2% г/г или Т1 трлн. Данный прирост был в основном обеспечен налоговыми поступлениями, которые выросли на 18,6% г/г или Т0,8 трлн. Неналоговые поступления выросли более чем в два раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года с Т128 млрд до Т299 млрд. Расходная часть бюджета также демонстрирует устойчивый рост. Затраты государственного бюджета за 1 квартал составили Т6,7 трлн, увеличившись на 9,5% г/г или Т585 млрд. Продолжается активная бюджетная экспансия, в том числе за счет трансфертов и реализации крупных инфраструктурных проектов в отдельных отраслях.

На конец марта 2025 года объем средств Национального фонда (кассовое исполнение) составил Т33,1 трлн, увеличившись на 13,6% г/г или Т3,9 трлн. При этом поступления в НФ за 1 квартал 2025 года составили Т631 млрд, что почти в два раза ниже аналогичного периода прошлого года (Т1,2 трлн). Основной причиной снижения поступлений в годовом сравнении стало уменьшение прямых налогов от организаций нефтяного сектора – с Т1,2 трлн до Т622 млрд. Особенно сильное падение было зафиксировано по КПН – с Т627 млрд до Т249 млрд, а также по налогу на добычу полезных ископаемых – с Т112 млрд до Т27 млрд.

При снижении поступлений изъятия из НФ остаются на стабильно высоком уровне. В 1 квартале 2025 года они составили Т1,45 трлн, что сопоставимо с аналогичным периодом прошлого года. Средства направляются как на ежемесячные трансферты в республиканский бюджет, так и для финансирования проектов инфраструктуры. Отметим, что указанная сумма не включает изъятия в виде облигационных займов, которые тоже следует включать в их состав, поскольку они влияют на уровень валютных активов НФ.

Учитывая высокую зависимость активов НФ от нефтяного сектора дальнейшая динамика его доходной части остается неопределенной. В случае прогнозного снижения цен на нефть объемы поступлений могут сократиться. Дополнительным фактором неопределенности является текущая ситуация на глобальных финансовых рынках: высокая волатильность ограничивает устойчивость инвестиционного дохода НФ, который формируется в основном за счет вложений в зарубежные активы. Отметим, что при среднегодовой цене на нефть в \$81 за баррель поступления в НФ (без учета инвестиционного дохода) в 2024 году оказались ниже изъятий на Т1,78 трлн (не включая покупку акций АО НК «Казатомпром» на Т467 млрд и облигации компаний ФНБ «Самрук-Казына» на Т238 млрд). Возрастает актуальность соблюдения контрциклических бюджетных правил – как для сохранения долгосрочной устойчивости активов НФ, так и для повышения предсказуемости фискальной политики.

УМЕРЕННЫЙ РОСТ ЗАРАБОТНЫХ ПЛАТ И ДОХОДОВ НАСЕЛЕНИЯ

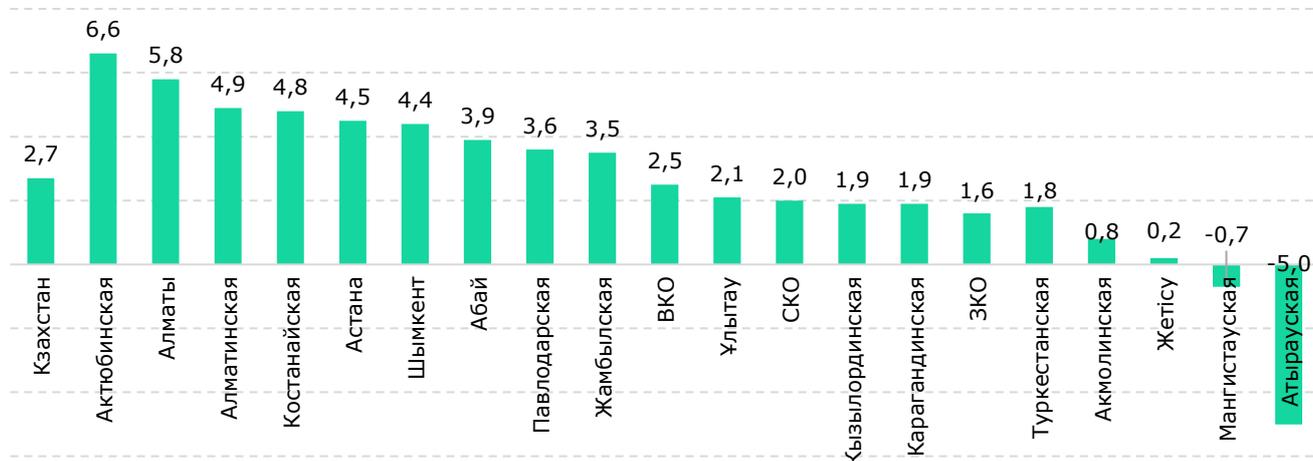
Динамика занятости и заработных плат

По последним данным, на конец 2024 года количество занятых в экономике составило 9,2 млн человек, из которых 7 млн человек (76%) работали по найму, 2,2 млн (24%) – самостоятельно занятые. Уровень безработицы составил 4,7%, при этом женская безработица была выше (5%), чем мужская (4,3%). Уровень долгосрочной безработицы среди женщин также выше (1,3%), чем аналогичный показатель у мужчин (0,8%).

В четвертом квартале 2024 года номинальное значение заработной платы составило Т435 тыс., увеличившись в номинальном выражении к соответствующему периоду прошлого года на 10,5%, а в реальном – на 1,8%. Восстановление исторических темпов роста реальных заработных плат наемных работников (в 2020-2022 гг. средний рост зарплат составил 9,3%) происходит медленно на фоне все еще высокой инфляции и недостаточного роста производительности труда. При этом медианное значение заработной платы заметно ниже среднего и составило в 4 квартале 2024 года Т309 тыс., что свидетельствует о довольно неравномерном распределении заработных плат внутри группы наемных работников.

Динамика заработных плат в разрезе регионов показывает их снижение в Атырауской и Мангистауской областях с традиционно высокой занятостью в нефтегазовой промышленности, что определяется сырьевой структурой экономики и замедлением добывающего сектора в конце прошлого года. Таким образом, умеренный рост реальных заработных плат и доходов населения (доля зарплат в доходах составляет 65,9%) был во многом вызван отраслевыми диспропорциями в экономике и низкой производительностью труда.

Рис. 5. Рост реальных заработных плат в разрезе регионов за 2024 год, % г/г

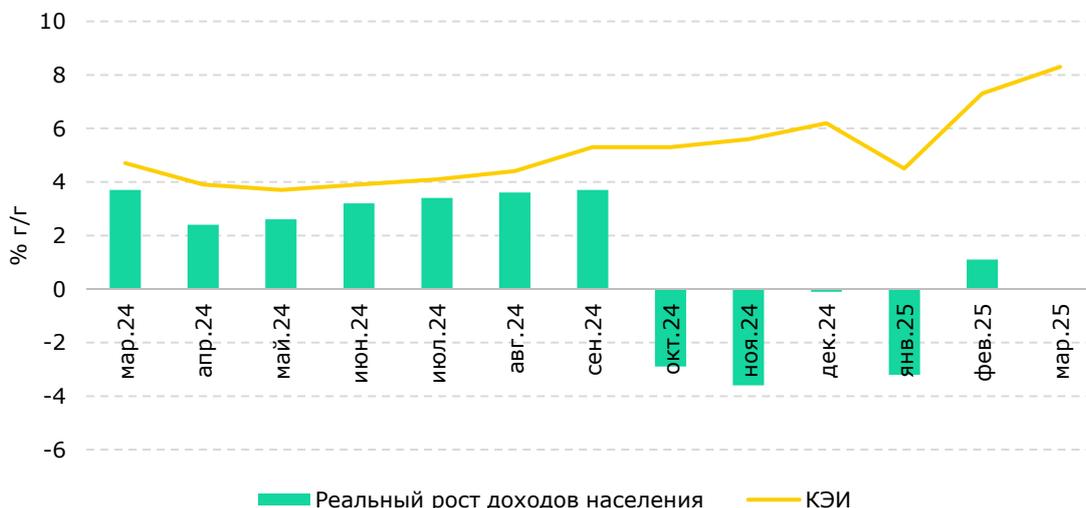


Источник: БНС

Динамика доходов населения

Реальные доходы населения в первые 2 месяца текущего года показывали ограниченные темпы прироста (+1,2% г/г): в январе находились в зоне отрицательного роста, снизившись на 3,2% г/г, а в феврале зафиксирован незначительный рост на 1,1% г/г. Большое влияние на динамику реальных доходов оказало ослабление тенге в конце 2024 года и рост цен, что сказывается на уровне бедности населения (в 4 квартале 2024 года данный показатель составил 4,8%).

Рис. 6. КЭИ и реальный рост доходов населения



Источник: БНС

Правильная оценка бедности и проведение надлежащей социальной политики – важнейший инструмент государства, который становится еще более актуальным в 2025 году. Правительством на расширенном заседании в конце января озвучены планы по повышению налогов, сокращению государственных расходов, что может сказаться на реальных доходах населения. Кроме того, в текущем году планируется либерализация цен на отдельных рынках, включая ГСМ, что может создать дополнительное напряжение. В целом помощь социально-уязвимому населению должна оставаться приоритетом государственного бюджета. В то же время выплата пособий и других

социальных платежей должна быть таргетированной, а ее бенефициарами – действительно нуждающиеся в этом люди.

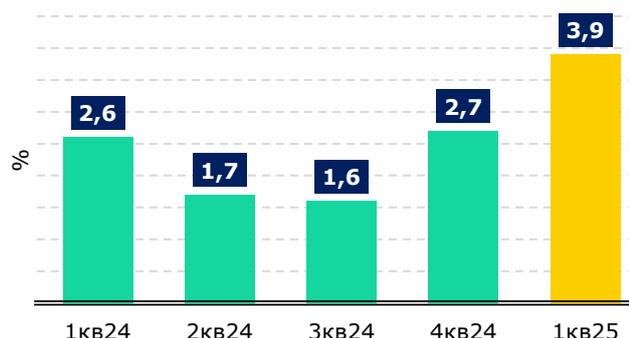
УЖЕСТОЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫХ УСЛОВИЙ

В 1 квартале 2025 года Национальный Банк ужесточил денежно-кредитные условия. После сохранения базовой ставки на уровне 15,25% в январе, в марте монетарный регулятор поднял базовую ставку до 16,5%. По заявлению НБК, в основе данного решения лежали обновленные прогнозы инфляции и роста экономики, а также результаты анализа фактических данных и баланса рисков. При этом на последнем заседании Комитета по денежно-кредитной политике в апреле 2025 года уровень базовой ставки остался без изменений.

В марте 2025 года инфляция ускорилась до 10% г/г (8,6% г/г в декабре 2024). В квартальном выражении инфляция повысилась сразу до 3,9% по сравнению с 2,7% в 4 квартале 2024 года. Основными факторами роста цен за отчетный период стали рост тарифов на платные услуги, в частности, регулируемые услуги ЖКХ, и значительное ослабление тенге в конце прошлого года и в январе 2025 года.

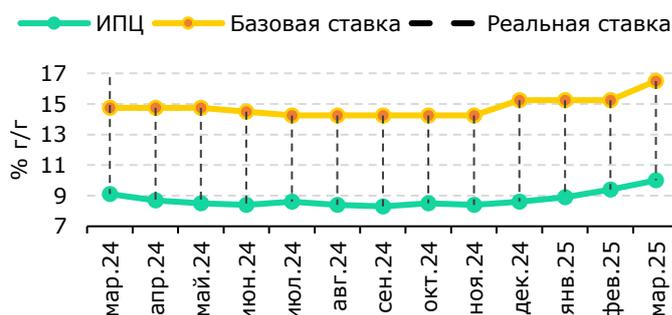
Среди внешних проинфляционных факторов можно отметить высокие цены на продовольствие в мире, а также волатильность курса рубля и связанный с этим рост цен в России. Тем не менее, главными причинами ускорения инфляции в 1 квартале 2025 года, на наш взгляд, все же стали внутренние факторы. В первую очередь это касается повышения некоторых важных тарифов на жилищно-коммунальные услуги, что создало высокое проинфляционное давление на экономику. Отдельно отметим фактор ослабления национальной валюты в конце 2024 и начале 2025 года, которое оказало отложенное влияние на цены за счет ее импортной компоненты. В условиях продолжения фискального стимулирования и волатильности курса тенге НБК проводил жесткую денежно-кредитную политику.

Рис. 7. Инфляция по кварталам



Источник: БНС

Рис. 8. Динамика инфляции и базовой ставки



Источник: БНС, НБК

По нашим прогнозам, на фоне высокой базовой ставки, снижения эффекта от ослабления тенге и разового роста тарифов инфляция в 2025 году должна вернуться на траекторию снижения. В марте наблюдались первые признаки стабилизации инфляции за счет рыночных услуг, а также непродовольственной компоненты: месячная инфляция в марте снизилась до 1,3% против 1,5% в феврале. В сторону замедления развернулись также показатели базовой и сезонно очищенной инфляции. Кроме того, инфляционные ожидания населения и профессиональных участников рынка показали тенденцию к улучшению. Оценка ожидаемой через 12 месяцев инфляции в марте снизилась до 12,6% после 14,6% в декабре. Уменьшилась и медианная оценка воспринимаемой инфляции за последние 12 месяцев до 12,2% (по сравнению с 13,2% в декабре) при фактической годовой потребительской инфляции на уровне 10%.

При этом имеется ряд серьезных рисков для стабильности цен в стране. Среди внутренних – это дальнейший рост государственных расходов и изъятий из Национального фонда. Среди внешних – высокая волатильность на рынках и возросшая неопределенность в мире на фоне торговой политики США. Во внешней среде ценовое давление также сохраняется со стороны инфляции в России, ключевом торговом партнере Казахстана, и высоких мировых цен на продовольствие. Кроме того, волатильность на мировом рынке нефти, связанная с дискриминационной торговой политикой, может снизить котировки и ослабить курс национальной валюты.

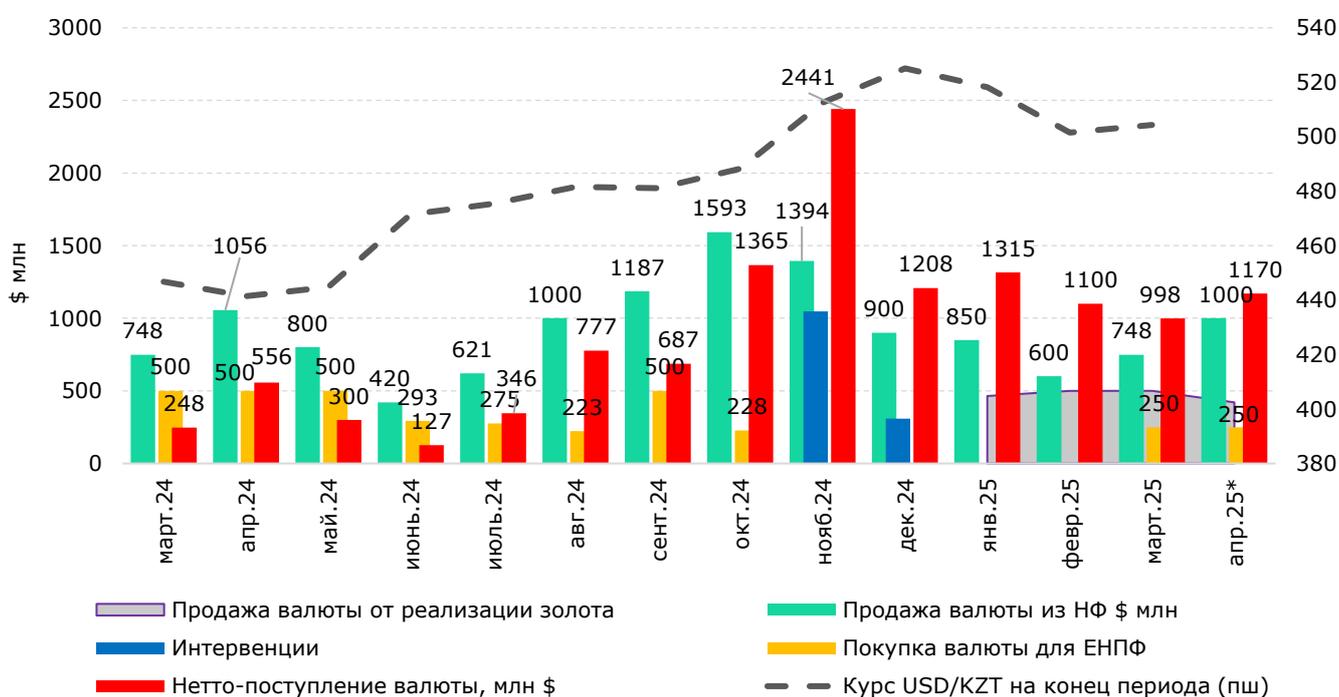
На наш взгляд, в конце 2025 года уровень годовой инфляции может составить 9-10% при базовом сценарии. Но подчеркнем, текущие условия характеризуются ростом неопределенности и рисков снижения спроса в мировой экономике из-за торговой политики США, что уже отразилось в существенном снижении цен на нефть и резко возросшей волатильности на финансовых рынках. Судя по заявлениям НБК, базовая ставка сохранится на уровне 16,5% до конца года. При этом с учетом нашего прогноза по инфляции, на наш взгляд, оптимальным уровнем базовой ставки на конец 2025 года является 15%. Это позволило бы продолжать борьбу с инфляцией, не оказывая сильного давления на внутренний спрос и кредитование реального сектора.

НАЦИОНАЛЬНАЯ ВАЛЮТА УКРЕПИЛАСЬ

После периода волатильности в конце 2024 года в 1 квартале 2025 года национальная валюта начала укрепляться. Так, на конец марта курс доллара к тенге составил 503,4 тенге за доллар по сравнению с 523,5 тенге за доллар в конце декабря – укрепление на 20 тенге или на 3,8% за квартал. При этом среднемесячное значение курса за первый квартал составило 510,7 тенге за доллар по сравнению с 499,9 в 4 квартале 2024 года.

Такое укрепление курса тенге в начале года было вызвано несколькими факторами. Во-первых, это высокий уровень продаж валюты из НФ для обеспечения трансфертов в бюджет. За 1 квартал было продано валюты из НФ на сумму около \$2,2 млрд, включая финансирование строительства магистрального газопровода «Талдыкорган-Ушарал» через облигационный займ АО «Самрук-Казына». Во-вторых, с января 2025 года действует практика зеркалирования, предполагающая продажу валюты, полученной при реализации золота, купленного у местных золотодобывающих предприятий. Также с конца прошлого года применяется норма об обязательной продаже 50% валютной выручки субъектами квазигосударственного сектора. Кроме того, в январе и феврале была временно приостановлена покупка валюты для поддержания валютной доли пенсионных активов ЕНПФ, что наряду с сезонным снижением спроса на иностранную валюту в начале года оказало укрепляющее влияние на тенге.

Рис. 9. Курс USD/KZT и продажа/покупка валюты на бирже со стороны НБК



Источник: НБК

* план НБК на апрель 2025

В целом описанные выше меры носят скорее временный характер и направлены на стабилизацию национальной валюты в условиях внешних и внутренних шоков. Для формирования устойчивого курса тенге и развития валютного рынка необходим переход к обширным структурным мерам. Прежде всего требуется либерализация валютных операций, что предполагает снижение влияния монетарного регулятора на курсообразование. Также важно расширение рыночной ликвидности,

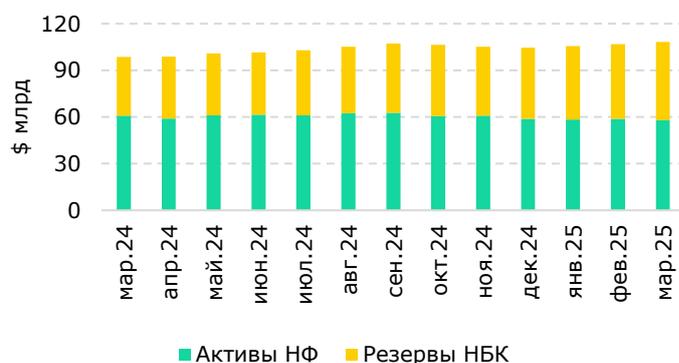
снижение административных барьеров для участников рынка, развитие производных валютных инструментов и увеличение круга активных участников, включая институциональных инвесторов и корпорации. Все эти шаги позволят повысить адаптивность валютного рынка страны к внешним шокам и снизить зависимость от административных и иных интервенций.

Что касается курсовых ожиданий, то в нынешних условиях они формируются под влиянием как фундаментальных факторов, так и внутренних решений, прежде всего фискальных. В целом до конца 2025 года мы ожидаем некоторое ослабление курса тенге до 555 тенге за доллар. Следует отметить, что этот прогноз основан на среднегодовой цене на нефть на уровне \$70 за баррель. Общая динамика курса в течение 2025 года будет также зависеть от объемов продаж валюты из Национального фонда, а также от внешнеэкономических и геополитических факторов.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ РК УВЕЛИЧИЛИСЬ ЗА СЧЕТ МОНЕТАРНОГО ЗОЛОТА

Консолидированные международные резервы на конец марта 2025 года составили \$108,3 млрд, увеличившись на 3,5% с начала года. С начала года валютные активы Национального фонда сократились на 1,5%, тогда как активы в свободно конвертируемой валюте – на 3,5%. При этом монетарное золото в составе резервов в стоимостном выражении выросло сразу на 22,2%, что и обеспечило рост общих показателей. Это может быть связано с ростом мировых цен на золото. По заявлению НБК, в 2025 году местными аффинажными заводами планируется произвести 67 тонн золота, из которых с начала года на внешних рынках было реализовано 8 тонн.

Рис. 10. Консолидированные резервы РК



Источник: БНС

Достаточность международных резервов РК остается высокой. Показатели превышают пороговые значения по всем ключевым критериям: объем резервов эквивалентен более чем 7 месяцам импорта, покрывает 53% обязательств по широкой денежной массе, а также составляет 121% от предстоящих в течение 12 месяцев платежей по внешнему долгу. Резервы также существенно превышают ориентиры, установленные методикой ARA-EM МВФ.

При этом настораживает сокращение валютных активов Национального фонда с конца 2024 года. С учетом прогнозов о возможном снижении цен на нефть в текущем и следующем году, а также волатильности глобальных рынков, это может повлиять на кратко- и среднесрочные показатели НФ, что, в свою очередь, может отразиться на совокупном объеме резервов.

Приложение 1. Отдельные макроэкономические показатели РК

	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
	6М2024	9М2024	2024	3М2025
ВВП накоплено, % г/г	3,2	4,1	4,8	5,8
Промпроизводство накоплено, % г/г	2,6	3,1	2,8	6,7
Розничная торговля накоплено, % г/г	5,6	7,3	9,8	4,8
Инвестиции накоплено, % г/г	-3,5	0,6	7,5	6,3
Инфляция, % г/г	8,4	8,3	8,6	10,0
Базовая ставка, %	14,50	14,25	15,25	16,50
Обменный курс, USDKZT на к.п.	471,5	479,2	523,5	503,4

Источник: БНС, НБК, МФ РК, ВБ, Halyk Finance

Аналитический центр

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, все права защищены.

Аналитический центр

Мадина Кабжалялова
Санжар Калдаров
Салтанат Игенбекова
Айдос Тайбекұлы

+7 (727) 339 43 86m.kabzhalyalova@halykfinance.kzs.kaldarov@halykfinance.kzs.igenbekova@halykfinance.kza.taibekuly@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