

Макроэкономический отчет
за 3 квартал 2025 года и прогнозы на 2026 год
Экономика входит в фазу охлаждения

Макроэкономический отчет

за 3 квартал 2025 года и прогнозы на 2026 год



Введение

В третьем квартале 2025 года экономика Казахстана сохраняет положительную динамику, при этом темпы роста постепенно замедляются. Рост ВВП за 9 месяцев 2025 года составил 6,3% г/г по сравнению с 6,5% г/г за январь-август, отражая замедление роста во всех ключевых секторах. Расширение нефтедобычи на Тенгизе остается основным драйвером промышленного производства и ВВП в целом. Влияние краткосрочных факторов, включая масштабные государственные расходы на инфраструктуру и значительные ежемесячные трансферты из Национального фонда в бюджет, постепенно ослабевает. Несмотря на высокие темпы роста ВВП, реальные доходы населения демонстрируют отрицательную динамику.

Фискальная политика в 2025 году оставалась стимулирующей, однако в 2026 году планируется почти двукратное сокращение трансфертов из Национального фонда, что приведет к снижению фискального импульса. Рост расходов бюджета будет финансироваться за счет роста налоговых доходов, что не является фискальным или проциклическим стимулированием.

Инфляция в сентябре достигла 12,9% г/г, обновив максимум этого года. В ответ Национальный Банк в октябре существенно повысил базовую ставку до 18,00%. Такое резкое ужесточение политики может замедлить внутренний спрос и кредитную активность, а также усилить дисбалансы экономики. Из-за ускорения темпов инфляции в сентябре мы скорректировали наш прогноз по инфляции на конец 2025 года до 11,5-12,5% г/г. На конец 2026 года мы ожидаем инфляцию на уровне 10,5-11,5 г/г.

Курс тенге ослаб до 549 тенге за доллар к концу сентября, отражая рост импорта и ограниченную ликвидность валютного рынка. В то же время фундаментальные факторы остаются стабильными: цены на нефть удерживаются около \$69 за баррель, экспорт нефти растет. По нашим прогнозам, курс тенге к концу 2025 года ослабнет до 550-560 тенге за доллар, а к концу 2026 года – до 600-610 тенге за доллар на фоне внешнеэкономических рисков и внутренних факторов.

Мы сохранили прогноз по росту ВВП в 2025 году на уровне 5,6%, ожидая замедление к концу года из-за ослабления фискальных стимулов и высокой базы прошлого года. В 2026 году темпы роста экономики, по нашим оценкам, снизятся до 4,5%, что связано с ожидаемым падением цен на нефть, замедлением роста нефтедобычи, сокращением трансфертов из Национального фонда, ростом налоговых ставок, снижением темпов роста потребкредитования, высокой инфляцией, слабой динамикой роста доходов населения и завершением ряда крупных государственных инфраструктурных проектов. В целом экономика РК вступает в фазу охлаждения после периода активного роста, стимулированного бюджетными расходами и расширением нефтедобычи.

Краткое содержание

Начинается этап охлаждения экономики

Экономический рост Казахстана начал замедляться: за 9 месяцев 2025 года ВВП увеличился на 6,3% г/г по сравнению с 6,5% г/г за январь-август. Краткосрочный экономический индикатор снизился до 9,1% г/г (9,6% г/г в январе-августе). Промышленность в целом выросла на 7,4% г/г, при этом ключевой вклад внес нефтяной сектор, обеспечивший основную часть прироста в горнодобывающей отрасли (+9,3% г/г). Добыча нефти достигла 75,7 млн тонн за 9 месяцев и, вероятно, превысит 100 млн тонн к концу года благодаря расширению нефтедобычи на Тенгизе (план 96,2 млн тонн). В обрабатывающем секторе темп роста составил 6,2% г/г, поддержанный машиностроением и производством пищевых продуктов, тогда как металлургия находилась в стагнации. Торговля выросла на 8,8% г/г, но темпы роста начали снижаться из-за замедления оптового сегмента. Розничная торговля удерживает умеренный рост (+7,1% г/г), при этом источники этого роста неочевидны на фоне замедления роста реальных доходов (-1,0% г/г за первое полугодие) и охлаждения потребительского кредитования. В секторе транспорта наблюдается замедление, хотя рост остается высоким (+21,2% г/г) за счет государственных инфраструктурных вложений и роста грузооборота. В строительстве темпы роста снизились до 14,9% г/г из-за ослабления динамики строительства сооружений и жилья.

Мы сохранили прогноз по росту ВВП в 2025 году на уровне 5,6%. Основной вклад в текущий рост с начала года обеспечивают расширение нефтедобычи, эффект низкой базы прошлого года (за 9М2024 рост ВВП составлял 4,1% г/г) и значительные трансферты из Национального фонда (НФ), направленные в бюджет в конце 2024 и первой половине 2025 года. Дополнительную поддержку росту оказывают масштабные государственные инфраструктурные вложения, однако их влияние постепенно ослабевает. При отсутствии новых дополнительных трансфертов из НФ в четвертом квартале, как это было в прошлом году, высокая база конца 2024 года приведет к замедлению роста ВВП к концу текущего года. Еще одним сдерживающим фактором может стать и недавнее резкое повышение базовой ставки Национального Банка (НБК).

По нашим прогнозам, в 2026 году темпы роста экономики Казахстана замедлятся до 4,5% г/г (правительственный прогноз – 5,4% г/г). Ожидаемое снижение цен на нефть (\$64 за баррель в среднем в 2026 году) ограничит экспортные доходы и поступления в бюджет. Между тем рост нефтедобычи уже не будет таким значительным по сравнению с 2025 годом, когда основной прирост обеспечил запуск Проекта будущего расширения (ПБУ) на Тенгизе. Дополнительными сдерживающими факторами для роста ВВП станут значительное сокращение фискального стимулирования ввиду уменьшения трансфертов из Национального фонда (Т2,77 трлн против Т5,25 трлн в 2025 году), рост налоговых ставок, снижение темпов роста потребительского кредитования, высокая инфляция, слабый рост доходов населения и завершение ряда крупных инфраструктурных проектов. Наконец, влияние окажет и высокая база 2025 года.

Сокращение фискального стимулирования

За 9 месяцев 2025 года доходы государственного бюджета без учета трансфертов выросли на 15,8% г/г, достигнув Т17,3 трлн. Основной прирост обеспечили налоговые поступления (+20,0% г/г), в частности за счет роста КПН (+24,9% г/г), НДС (+20,3% г/г), ИПН (+16,9% г/г), а также таможенных платежей (+16,7% г/г) на фоне низкой базы прошлого года. Неналоговые доходы, напротив, снизились на 28,4% г/г из-за отсутствия крупных разовых поступлений дивидендов от государственных пакетов акций, как в 2024 году. При этом планы по доходам республиканского бюджета за 9 месяцев 2025 года были выполнены на 94,4%, что вызывает вопросы касательно доходов данного бюджета в 2026 году.

Расходы государственного бюджета выросли на 10,4% г/г до Т22,9 трлн. Основные направления расходов – образование (21,9%), социальная помощь (21,8%) и ЖКХ (7,2%). Доля расходов на обслуживание государственного долга выросла с 8,8% в 2023 году до 10,2% в 2025 году.

На конец сентября 2025 года активы Национального фонда составили Т35,8 трлн, увеличившись на 14,2% г/г. При этом поступления в НФ сократились на 4,0% г/г до Т5,3 трлн, в основном из-за снижения налогов от нефтяного сектора, включая КПН (-10,1% г/г), рентный налог (-28,9% г/г) и дополнительные платежи недропользователей (-34,9% г/г). Одновременно изъятия из НФ за 9 месяцев 2025 года составили Т4,2 трлн (+4,1% г/г). Без учета инвестиционного дохода НФ изъятия из НФ превысили поступления на Т1,4 трлн при средней цене на нефть в \$71 за баррель за 9 месяцев. Указанные суммы также не включают изъятия в виде облигационных займов.

В проекте республиканского бюджета на 2026-2028 годы, опубликованном в конце августа 2025 года, предусмотрено сокращение гарантированных трансфертов из НФ до Т2,77 трлн и отказ от целевых трансфертов, что означает снижение фискального стимулирования почти вдвое (Т5,25 трлн в 2025 году при отсутствии дополнительных трансфертов).

Резкое повышение базовой ставки

В сентябре 2025 года инфляция ускорилась до 12,9% г/г, обновив максимум этого года. Основной вклад в общий рост цен внесли продовольственные товары (5,23 п.п.; +12,7% г/г), за которыми следовали платные услуги (4,47 п.п.; +15,3% г/г) и непродовольственные товары (3,23 п.п.; +10,8% г/г). На наш взгляд, ускорение инфляции в этом году обусловлено ростом регулируемых тарифов ЖКХ, в том числе за счет мультипликативного эффекта, завышенным использованием средств Национального фонда в четвертом квартале 2024 и первом полугодии 2025 года, ослаблением тенге (в начале года и в июле), укреплении рубля в России (ослабление тенге к рублю) с марта этого года, ускорившим темпы продовольственной инфляции, а также высокими инфляционными и девальвационными ожиданиями населения и бизнеса.

Месячная инфляция в сентябре составила 1,1%, что существенно выше уровня прошлого года (0,4%) и не носит сезонного характера. В квартальном выражении рост цен в третьем квартале составил 2,8%, что выше аналогичного периода 2024 года (1,6%).

На фоне ускорения инфляции Национальный Банк 10 октября повысил базовую ставку сразу на 150 б.п. – с 16,50% до 18,00%, объяснив это необходимостью стабилизировать инфляционные ожидания и предотвратить риски инфляционной спирали. Это уже второе резкое повышение ставки в 2025 году: в марте регулятор повысил ставку на 125 б.п. – до 16,50%. В последнем пресс-релизе НБК нет пояснений, почему значительное повышение базовой ставки в марте не решило проблемы с причинами высокой инфляции. В то же время эти причины в октябре остались неизменными.



Резкое повышение базовой ставки

На наш взгляд, реакция НБК была чрезмерной, поскольку большинство текущих инфляционных факторов (фискальное стимулирование, рост регулируемых тарифов, валютные колебания и т.д.) не могут быть устранены ужесточением монетарной политики. Ряд уже принятых регуляторных и правительственных мер – заморозка роста тарифов ЖКХ до конца года, повышение нормативов минимальных резервных требований, усиление надзора за потребительским кредитованием и значительное сокращение фискального стимулирования – даже без повышения базовой ставки создают предпосылки для замедления инфляции до конца года.

По нашему мнению, используя стандартные принципы режима «инфляционное таргетирование», в октябре НБК следовало повысить базовую ставку на 50 б.п., поскольку большее увеличение ставки будет способствовать росту дисбалансов в экономике.

С учетом текущей динамики цен и уже предпринятых антиинфляционных мер, мы пересмотрели прогноз инфляции на конец 2025 года до 11,5-12,5% г/г. На конец 2026 года темпы инфляции, по нашим оценкам, снизятся до 10,5-11,5% г/г. Давление на цены в 2026 году сохранится из-за планового повышения регулируемых тарифов, ослабления курса тенге и налоговых изменений, включая эффект от роста НДС, но во второй половине года темпы инфляции начнут замедляться из-за исчерпания влияния НДС, высокой базы 2025 года, снижения внутреннего спроса на фоне ограничений потребительского кредитования, высокой базовой ставки, повышения налоговых ставок и замедления роста реальных доходов населения.



Национальная валюта ослабла

Курс USD/KZT на конец сентября составил 549,07 тенге за доллар, ослабев на 1,9% за месяц и на 5,6% по отношению к июню. Средний курс за квартал ослаб до 536,05 тенге за доллар против 513,77 во втором квартале. Основное давление на курс наблюдалось в июле и сентябре, в то время как в августе тенге демонстрировал некоторое укрепление на фоне сезонных поступлений экспортной выручки и замедления инвестиционной активности.

Ослабление тенге происходило на фоне стабильных фундаментальных факторов: цены на нефть удерживались вблизи \$69 за баррель, экспорт нефти продолжал расти, а индекс доллара США оставался низким. Давление на курс тенге в отчетном периоде оказал рост импорта в рамках реализации инфраструктурных проектов, что увеличило спрос на иностранную валюту. Помимо этого, наблюдалась повышенная активность отдельных участников рынка при низкой глубине самого рынка и ограниченной ликвидности.

В конце июля НБК провел первые с конца 2024 года валютные интервенции на сумму \$125,6 млн на фоне ажиотажного спроса на валюту. В августе курс тенге стабилизировался, но в сентябре вновь ослаб, при этом регулятор воздержался от новых вмешательств. По данным НБК, чистые продажи валюты на бирже в сентябре составили \$1,04 млрд. Продолжается зеркалирование операций с золотом и требование обязательной продажи 50% валютной выручки субъектами квазигосударственного сектора. Покупка валюты для ЕНПФ с августа была приостановлена.

По нашим прогнозам, курс тенге к концу 2025 года составит 550-560 тенге за доллар, отражая постепенное ослабление вследствие роста импорта и сокращения ежемесячных продаж валюты из НФ (при отсутствии дополнительных трансфертов). С другой стороны, цены на нефть до конца года останутся на текущем уровне, а экспорт нефти будет расти. Наряду с этим значительно повысятся объемы стерилизации в рамках зеркалирования операций с золотом: в четвертом квартале для этих целей планируется продажа иностранной валюты на сумму T1,4 трлн (или \$848 млн ежемесячно). Эти операции будут компенсировать снижение продаж валюты из НФ, увеличивая предложение иностранной валюты на рынке и поддерживая курс тенге.

В 2026 году ожидается дальнейшее ослабление курса национальной валюты до 600-610 тенге за доллар при прочих равных. Ключевыми факторами станут снижение мировых цен на нефть, сокращение экспортной выручки и уменьшение объемов валютных продаж из НФ, что усилит дисбаланс между спросом и предложением на внутреннем валютном рынке.

Таблица 1. Прогнозы Halyk Finance

Основные макроэкономические показатели	2023	2024	2025 (прогноз)	2026 (прогноз)
Цена на нефть, Brent, сред., USD/баррель	82.6	80.7	70.0	64.0
Добыча нефти, млн тонн	90.0	87.6	100.0	101.5
Реальный ВВП, % за год	5.1	5.0	5.6	4.5
Обменный курс USDKZT, на конец периода	454.6	523.5	550-560	600-610
Обменный курс USDKZT, сред. за год	456.3	469.4	527.0	574.0
ИПЦ, на конец периода, % г/г	9.8	8.6	11.5-12.5	10.5-11.5
Базовая ставка, % на конец периода	15.75	15.25	18.00	16.00

Таблица 2. Прогнозы Правительства и НБК

Основные макроэкономические показатели	2025		2026	
	Правительство	НБК	Правительство	НБК
Цена на нефть, Brent, сред., USD/баррель	70.0	68.0	60.0	60.0
Добыча нефти, млн тонн	96.2	-	101.5	-
Реальный ВВП, % за год	6.0	5.5-6.5	5.4	4.0-5.0
Обменный курс USDKZT, на конец периода	550-560	600-610	550-560	600-610
Обменный курс USDKZT, сред. за год	520.0	-	540.0	-
ИПЦ, на конец периода, % г/г	10.0-11.0	11.0-12.5	9.0-11.0	9.5-11.5
Базовая ставка, % на конец периода	-	16.00-20.50	-	14.00-16.00



Начинается этап
охлаждения экономики

По итогам 9 месяцев текущего года темпы роста экономики Казахстана, по предварительным данным правительства, составили 6,3% г/г, замедлившись до значений первого полугодия. Краткосрочный экономический индикатор (КЭИ), отражающий динамику основных отраслей, за указанный период также показал замедление роста до 9,1% г/г (+9,6% г/г в январе-августе).

Наибольшие темпы роста продолжают показывать транспорт (+21,2% г/г) и строительство (+14,9% г/г), которые в совокупности составляют порядка 12% в ВВП (Таблица 3). Другие отрасли также демонстрировали положительную динамику. Так, рост в сфере торговли (16% в ВВП) составил 8,8% г/г, промышленности в целом (28% в ВВП) – 7,4% г/г. Рост в горнодобывающей отрасли (+9,3% г/г) обуславливался по большей части ростом нефтедобычи. В обрабатывающем секторе (+6,2% г/г) основой динамики послужил рост выпуска отдельных производственных товаров. Продолжается снижение в водоснабжении (-6,6% г/г).

Таблица 3. Динамика ВВП и основных отраслей, % г/г

Наименование	9М2024	2024	8М2025	9М2025
ВВП	4.1	5.0	6.5	6.3
КЭИ	5.3	6.2	9.6	9.1
Торговля	6.5	8.9	8.9	8.8
Обрабатывающая промышленность	4.9	6.8	6.5	6.2
Горнодобывающая промышленность	1.3	0.2	9.6	9.3
Транспорт	8.0	9.4	21.5	21.2
Строительство	10.1	15.3	18.1	14.9
Сельское хозяйство	10.8	13.7	3.4	4.4
Связь	10.9	5.5	3.8	3.9

Источник: БНС

Наибольший вклад в рост промышленности обеспечивает нефтяной сектор

Рис. 1. Композитный вклад отраслей в рост промышленности за 9 месяцев 2025 года



Источник: БНС

Примечание: исключены отрасли с долей менее 2%

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). Основной вклад в рост обеспечили добыча сырой нефти и газа (доля – 32,7%, рост – 13,2% г/г), машиностроение (доля – 8,3%, рост – 14,0% г/г) и производство продуктов питания (доля – 6,3%, рост – 9,8% г/г). Металлургическое производство, занимающее значительную долю в промышленности (19,2%), продолжает демонстрировать умеренные темпы роста (+0,3% г/г). Максимальную динамику среди секторов промышленности показывает производство компьютеров и электронной техники (+60,3% г/г), которое занимает 0,2% от объема всего промышленного комплекса страны.

Экстенсивный рост в горнодобывающем секторе

Горнодобывающая промышленность, являясь одним из ключевых драйверов экономики страны и обеспечивая 13% ВВП, за 9 месяцев 2025 года продолжает демонстрировать заметное ускорение темпов роста до 9,3% г/г после снижения динамики в конце прошлого года. Основным драйвером роста являлось увеличение объемов добычи сырой нефти и природного газа (+13,2% г/г), доля которых в структуре горнодобывающей отрасли составила 71,3%. Динамика нефтедобывающего сектора в основном была обеспечена ростом физических объемов производства.

По данным Бюро национальной статистики (БНС), экспорт нефти за 8 месяцев 2025 года составил 48,4 млн тонн, увеличившись на 1,7% г/г. 14 октября на заседании Правительства Министерство энергетики (МЭ) сообщило, что экспорт нефти за 9 месяцев 2025 года вырос до 60,5 млн тонн, продемонстрировав рост на 14,9% г/г. Такие расхождения между официальной статистикой БНС и информацией МЭ вызывает вопросы.

Сектор добычи металлических руд, доля которого составляет 20,1% в структуре отрасли, показал незначительное снижение на 0,3% г/г. Положительную динамику показали добыча угля (+10,4% г/г) и прочих полезных ископаемых (+7,0% г/г).

Главным источником роста горнодобывающей отрасли выступило активное наращивание добычи нефти на месторождении Тенгиз, что, по нашему мнению, стало одним из ключевых факторов, обеспечивших экономический рост страны в январе-сентябре 2025 года. За 9 месяцев добыча нефти на Тенгизе составила 30,5 млн тонн по сравнению с 21,5 млн тонн за аналогичный период прошлого года. Всего за 9 месяцев 2025 года в стране было добыто 75,7 млн тонн нефти. При сохранении текущей динамики добыча нефти может превысить 100 млн тонн до конца года при плане правительства в 96,2 млн тонн. В 2026 году такого значительного прироста не ожидается.



Рост в обрабатывающей промышленности

Обрабатывающая промышленность Казахстана, доля которой в ВВП составляет около 13%, показала ускорение темпов роста до 6,2% г/г за 9 месяцев по сравнению с 5,6% г/г (+4,9% г/г за 9 месяцев 2024 года) в первом полугодии 2025 года. Реализация инфраструктурных проектов и рост нефтедобычи оказали поддержку обрабатывающей промышленности. Динамика отрасли была обеспечена ростом в большинстве основных направлений, среди которых наибольший вклад внесли производство продуктов питания (+9,8% г/г) и машиностроение (+14,0% г/г), занимающие 13,2% и 17,5% от всего объема обрабатывающей промышленности соответственно. Metallургия демонстрирует слабую динамику: рост в отрасли составил 0,1% г/г в первом полугодии и 0,3% г/г по итогам 9 месяцев. Это может сдерживать общий рост сектора с учетом высокой доли металлургии (40,3%) в объеме производства обрабатывающей промышленности. Причиной слабой динамики стало сокращение объемов производства в черной металлургии на 0,9% г/г, так как этот сегмент формирует около 24% металлургического производства.

Тем не менее, инвестиции в металлургическое производство за 9 месяцев 2025 года демонстрировали ускоренный рост, увеличившись на 10,6% г/г, что при снижении инвестиций в январе-сентябре 2024 года (-13,6% г/г) свидетельствует о восстановлении объема вложений. Кроме того, наблюдалось ценовое давление на мировых рынках на продукцию металлургии (сталь, ферросплавы) на фоне геополитической нестабильности и торговых ограничений.

Масштабная реализация инфраструктурных проектов в сочетании с ростом объемов нефтедобычи формируют значительный позитивный импульс для развития обрабатывающей промышленности. Учитывая, что данная отрасль является одним из ключевых получателей мер государственной поддержки, мы прогнозируем сохранение устойчивой положительной динамики ее показателей до конца текущего года.



Темпы роста торговли начали ускоряться

Торговля остается одним из ключевых источников роста экономики, составляя более 16% ВВП. За девять месяцев 2025 года рост сектора составил 8,8% г/г (+6,5% г/г за 9 месяцев 2024 года), что ниже показателя за январь-август 2025 года (+8,9% г/г). Данное замедление обусловлено динамикой оптовой торговли, занимающей 66,4% объема сектора. За январь-сентябрь сегмент оптовой торговли вырос на 9,6% г/г против 9,8% г/г в январе-августе текущего года, что может являться началом замедления темпов роста сектора к концу года. Годовая динамика обусловлена расширением оборота непродовольственных и производственных товаров, которые составляют преобладающую часть объема реализации в оптовом сегменте – 81,9%. Рост в этой товарной группе составил 13,5% г/г, в то время как оптовая торговля продовольствием показала нулевую динамику. Основными факторами роста оптовой торговли стали динамика горнодобывающего сектора, расширение инвестиционной активности, в том числе за счет государственных расходов, а также эффект низкой базы прошлого года.

Розничная торговля демонстрирует небольшое повышение темпов роста до 7,1% г/г (+6,6% г/г в первом полугодии 2025 года). Основным фактором роста являлось увеличение объема торговли непродовольственными товарами на 7,4% г/г, при их доле в объеме розничной торговли в 67,2%.

Вместе с тем устойчивый рост розничной торговли, воспроизводящий динамику прошлого года, вызывает вопросы относительно источников данного роста по сравнению с прошлым годом. Ключевые источники финансирования потребительской активности демонстрируют понижающую динамику: рост реальной заработной платы в первом полугодии составил 0,3% г/г, значительно замедлившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (+2,4% г/г). Параллельно произошло падение реальных доходов на 1,0% г/г (+3,4% г/г за 6М2024). На сегодня НБК и АРРФР ведут активную работу по охлаждению рынка потребительского кредитования. В этом году номинальные темпы роста потребительских кредитов существенно замедлились, а с учетом роста инфляции рост таких кредитов в реальном выражении замедлился почти в два раза. В связи с этим неочевидны драйверы роста розничной торговли в этом году.

Мы ожидаем замедления темпов роста как оптовой, так и розничной торговли к концу текущего года в связи с исчерпанием эффекта низкой базы (ускорение роста в конце 2024), снижением реальных доходов населения, замедлением темпов роста потребительских кредитов и снижением объемов трансфертов из Национального фонда (снижением фискального стимулирования).

Замедление роста транспортного сектора, который тем не менее остается высоким

Текущий рост в секторе транспорта, несмотря на замедление, остается значительным (+21,2% г/г за 9 месяцев 2025 года). Главным образом это обусловлено реализацией инфраструктурных проектов через государственное финансирование: так, треть объема инвестиций в указанный сектор была обеспечена бюджетными средствами. Грузооборот за отчетный период увеличился на 12,1% г/г, в основном железнодорожным и трубопроводным транспортом, которые растут на фоне расширения добычи и экспорта нефти; пассажирооборот – на 8,8% г/г, преимущественно в секторе автотранспортных перевозок. Дополнительным фактором стал значительный рост грузооборота автомобильного транспорта на 32,3% г/г. Тем не менее, основным драйвером роста остается транспортировка по трубопроводам (+16,9% г/г), замедлившая рост по сравнению с первым полугодием (+17,1% г/г).

Таблица 4. Динамика основных направлений транспортного сектора за 9М2025, % г/г

	Грузооборот	Доля в грузообороте, %	Пассажирооборот	Доля в пассажирообороте, %
Ж/Д	7.6	60.5	-2.5	18.2
Автомобильный	32.3	8.1	14.8	47.1
Трубопроводный	16.9	31.0	-	-
Воздушный	6.6	0.01	7.8	34.7
Морской	6.8	0.3	-74.5	0.0

Источник: БНС

Значительное снижение темпов роста строительного сектора

В строительстве рост за 9 месяцев 2025 года замедлился до 14,9% г/г (+18,4% г/г в первом полугодии 2025 года). Основным направлением, продемонстрировавшим замедление, стало строительство сооружений (53,2% от объема всех строительных работ), где рост замедлился с 29,2% г/г в первом полугодии до 19,7% г/г в январе-сентябре. Негативно повлияла и динамика строительства жилых зданий (15,9% от объема всех строительных работ), замедлившаяся с 15,8% г/г за первое полугодие до 7,2% г/г за 9 месяцев текущего года. Тем не менее, объем строительства нежилых зданий (30,9% от объема всех строительных работ) продемонстрировал значительное ускорение роста до 9,8% г/г (+5,2% г/г в первом полугодии). Возможной причиной текущей динамики строительства, кроме сезонности, является замедление роста государственных вложений в сектор, что частично подтверждается динамикой объема строительства дорог и автомагистралей: рост на 22,1% г/г за 9 месяцев после 42,8% г/г в первом полугодии.

Другие отрасли

Сельское хозяйство немного увеличило темпы роста за отчетный период до 4,4% г/г на фоне сезонного сбора урожая зерновых культур. В растениеводстве зафиксирован рост на 5,2% г/г, в животноводстве – 3,4% г/г, в том числе за счет роста поголовья крупного рогатого скота на 1,1% г/г, лошадей на 6,4% г/г и птиц на 6,5% г/г.

Сектор связи за 9 месяцев показал прирост на 3,9% г/г, что значительно ниже аналогичного показателя 2024 года (+10,9% г/г). Рост Интернет-услуг за отчетный период составил 14,9% г/г при снижении объема телекоммуникационных услуг на 15,5% г/г. Услуги мобильной связи за отчетный период показали нулевой прирост.

По нашим прогнозам, рост экономики Казахстана замедлится к концу 2025 года и составит 5,6% г/г. Это связано с тем, что текущий рост поддерживается расширением нефтедобычи, эффектом низкой базы (за 9М2024 рост ВВП составил 4,1% г/г), а также значительными трансфертами из Национального фонда в бюджет в конце 2024 и в первом полугодии 2025 года. Дополнительный импульс обеспечивают масштабные государственные инфраструктурные вложения и субсидии. Эти факторы носят временный характер; их стимулирующее влияние на экономику уже сейчас ослабло и, по оценкам, будет сокращаться и далее. Если до конца этого года не будут утверждены дополнительные трансферты из Национального фонда, как это было в 2024 году, высокая база конца прошлого года скажется на замедлении темпов роста ВВП. Дополнительное давление на рост может оказать и недавнее резкое повышение базовой ставки.

В 2026 году темпы роста экономики Казахстана замедлятся до 4,5% г/г. Ожидаемое снижение цен на нефть (\$64 за баррель в среднем) ограничит экспортные доходы и поступления в бюджет. При этом рост нефтедобычи уже не будет таким значительным по сравнению с 2025 годом, когда прирост обеспечил запуск ПБУ на Тенгизе. Дополнительными сдерживающими факторами для роста ВВП станут значительное сокращение фискального стимулирования ввиду уменьшения трансфертов из Национального фонда (Т2,77 трлн против Т5,25 трлн в 2025), рост налоговых ставок, снижение темпов роста потребительского кредитования, высокая инфляция, слабый рост доходов населения и завершение ряда крупных государственных инфраструктурных проектов. Наконец, влияние окажет и высокая база 2025 года.

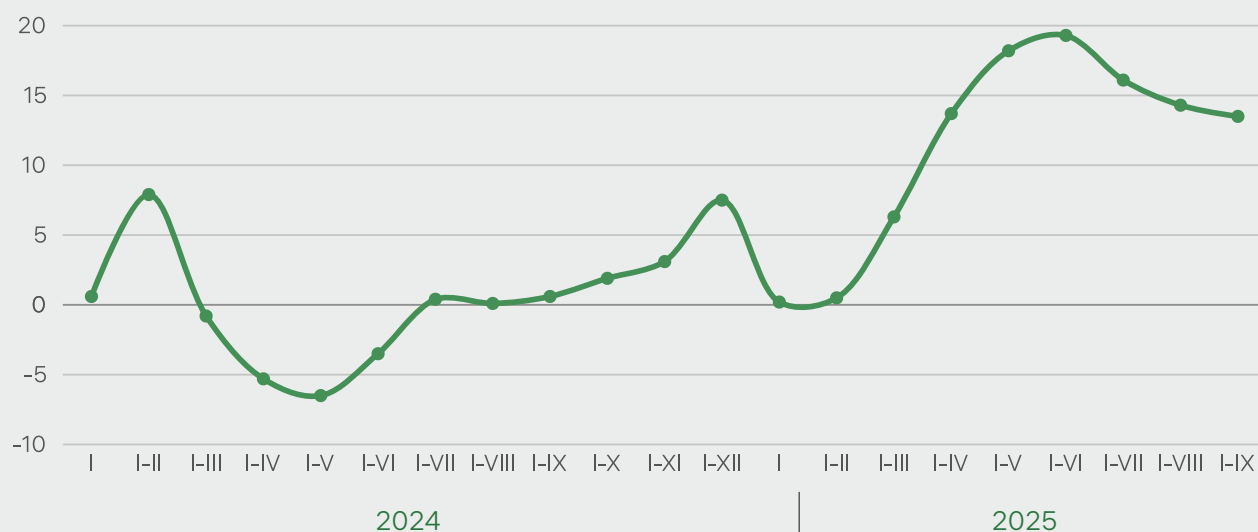


Рост инвестиций
в основной капитал замедляется

В январе–сентябре 2025 года инвестиции в основной капитал увеличились на 13,5% в годовом выражении, продемонстрировав значительное замедление по сравнению с первым полугодием (+19,3% г/г) (Рис. 2). В текущем году рост инвестиций поддерживался расширением государственных расходов, эффектом низкой базы прошлого года и активизацией программ модернизации инфраструктуры. Текущее замедление роста связано с постепенным исчерпанием эффекта низкой базы прошлого года, а также снижением объемов трансфертов из Национального фонда в бюджет для финансирования экономики.

В горнодобывающем секторе инвестиции сократились на 16,9% г/г, при этом данная отрасль составляет 15,2% от общего объема инвестиций. В частности, в секторе добычи нефти и газа снижение инвестиций на 29,8% связано с завершением Проекта будущего расширения на месторождении Тенгиз. Отрицательную динамику также продемонстрировали профессионально-научная деятельность (-52,8% г/г) и административное обслуживание (-14,4% г/г). После полугодового снижения в зону роста вернулись строительство (+8,2% г/г) и телекоммуникации (+3,3% г/г).

Рис. 2. Инвестиции в основной капитал, % г/г

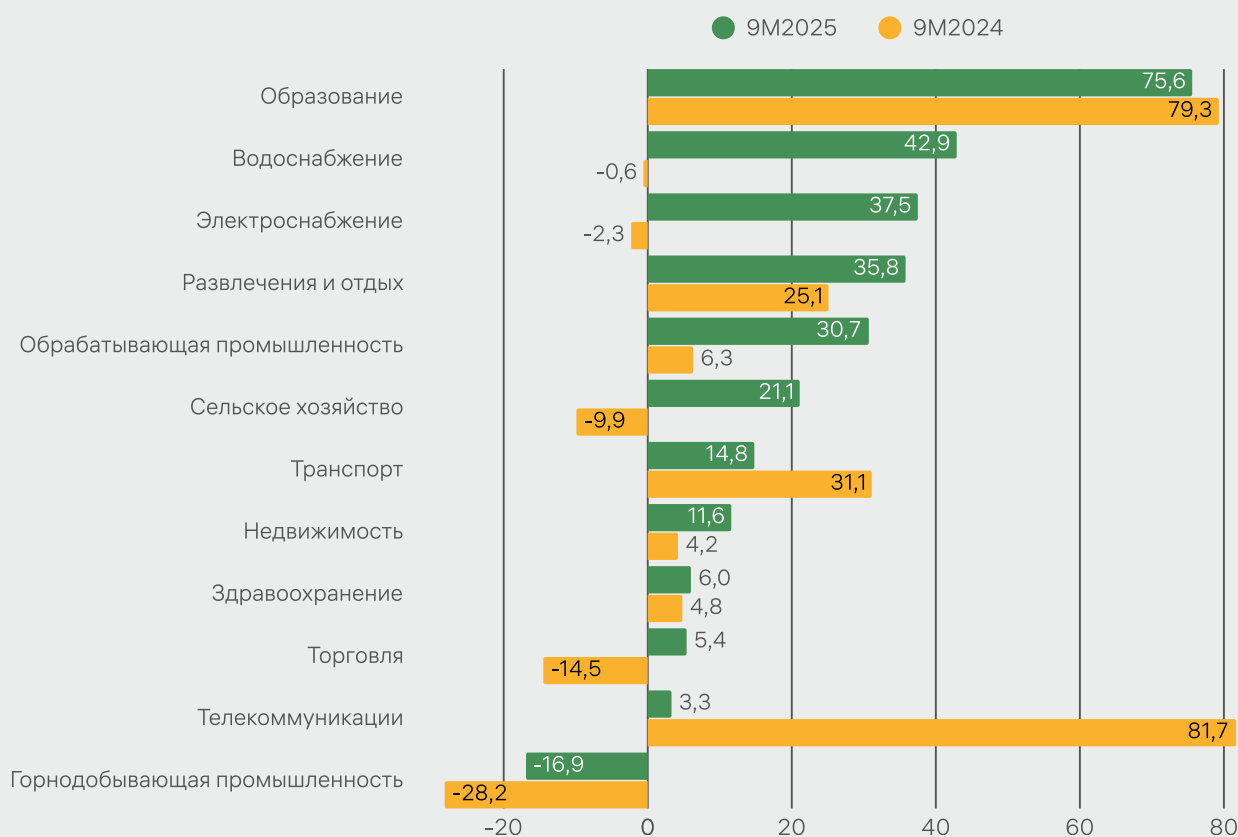


Источник: БНС

Рост инвестиций отмечался в несырьевых секторах. Наибольший вклад в общий рост инвестиций внесло образование, где объем вложений вырос на 75,6% г/г, составив 6,9% от всех инвестиций за 9 месяцев текущего года (Рис. 3). Это связано с масштабным строительством школ в стране. Вторым значимым сектором являлась обрабатывающая промышленность, где рост инвестиций составил 30,7% г/г (10,7% от инвестиций). Рост вложений в металлургии, наиболее значимого сектора обрабатывающей отрасли, составил 10,6% г/г, в производстве продуктов питания – 47,7% г/г, машиностроении – 37,9% г/г, производстве продуктов химической промышленности – 53,7% г/г. Высокий прирост инвестиций зафиксирован в производстве напитков (в 2,5 раза), текстильных (в 4 раза) и кожаных (в 2 раза) изделий, прочих транспортных средств (в 3 раза).

Наблюдался высокий рост инвестиций в сельском хозяйстве (+21,1% г/г), транспортном секторе (+14,8% г/г), предоставлении услуг по проживанию и питанию (+35,6% г/г), сфере искусства, развлечений и отдыха (+35,8% г/г), государственном управлении (+48,5% г/г) и финансовой деятельности (в 2 раза). В электро- и водоснабжении рост инвестиций составил 37,5% г/г и 42,9% г/г соответственно, что частично объясняется эффектом низкой базы (-2,3% г/г; -0,6% г/г за 9 месяцев 2024 года). Более половины инвестиций (50,4% суммарно в данных секторах) было обеспечено государственным финансированием, что говорит об активной роли государства в восстановительных процессах в этих секторах.

Рис. 3. Динамика инвестиций по отраслям, % г/г



Источник: БНС

Примечание: исключены сектора с долей менее 2%

В связи с уменьшением доли инвестиций в горнодобывающей отрасли (-5,8 п.п.) за год в структуре инвестиций выросли образование, обрабатывающий сектор и электроснабжение – доли указанных секторов увеличились за год на 2,5 п.п., 1,3 п.п., 1,2 п.п. соответственно.

Увеличивается доля государственного финансирования инвестиций (23% от общего объема инвестиций), объем которого в абсолютном выражении вырос на 42,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, когда доля инвестиций из госбюджета составляла 19%. Без учета бюджетных средств и средств индивидуальных застройщиков рост инвестиций составил 11,7% г/г. Сократилась доля собственных средств предприятий, которые также включают средства квазигоскомпаний – с 66,7% за 9 месяцев 2024 года до 63% за 9 месяцев 2025 года. Наблюдается сокращение финансирования инвестиций за счет заемных средств (14% от объема инвестиций), в том числе за счет кредитов банков – 3,7%.

Назначение инвестиций отражает структуру источников финансирования инвестиций в основной капитал. Основная часть (68%) затрат приходится на работы по строительству и капитальному ремонту зданий и сооружений (+18,8% г/г), которые по большей части финансируются за счет государственных средств в рамках реализации инфраструктурных программ и социальных проектов. Меньшая часть инвестиций (27,5%) направлена в оборудование, при этом их рост был умеренным (+3,2% г/г), отражая завершение цикла реализации инвестиционных проектов в сырьевом секторе.





Доходы бюджета
увеличились на фоне низкой базы

По состоянию на конец сентября 2025 года доходы государственного бюджета без учета трансфертов составили Т17,3 трлн, увеличившись на 15,8% г/г или Т2,4 трлн. Этот прирост был в основном обеспечен налоговыми поступлениями, которые выросли на 20,0% г/г или Т2,7 трлн. Большую часть налоговых поступлений составляют КПН (25,5%), НДС (26,4%), ИПН (13,2%) и таможенные платежи (10,0%), которые показали значительный рост: на 24,9% г/г, 20,3% г/г, 16,9% г/г и 16,7% г/г соответственно на фоне низкой базы прошлого года (Таблица 5). При этом неналоговые поступления снизились на 28,4% по сравнению с аналогичным периодом 2024 года. Это связано с динамикой доходов от государственной собственности, где за 9 месяцев 2024 года план был перевыполнен на 825,4%, что обусловлено получением дивидендов на государственные пакеты акций на сумму Т684 млрд. Сумма, выделенная на покупку акций АО «Казатомпром», поступила в бюджет в виде дивидендов и составляла большую часть от общей суммы дивидендов на государственные пакеты акций.

Планы по доходам республиканского бюджета за 9 месяцев 2025 года были выполнены только на 94,4%, что вызывает вопросы касательно доходов указанного бюджета на 2026 год.

Продолжается финансирование бюджета за счет трансфертов из НФ, сумма которых составляет 19,4% от всех поступлений в государственный бюджет. Стоит заметить, что к концу сентября текущего года фактическое выделение трансфертов достигло Т4,2 трлн, что составило 87% от запланированных показателей. В результате план по поступлениям в государственный бюджет был выполнен на 99,5%. С другой стороны, план по налоговым и неналоговым поступлениям продолжает перевыполняться – на 1,5% и 48,8% соответственно. Такое перевыполнение плана по неналоговым поступлениям связано с низким плановым значением, а также значительным сбором штрафов (198% к плану), которые составляют 24,5% всех неналоговых поступлений.

Таблица 5. Структура налоговых поступлений государственного бюджета за 9 месяцев

	Доля за 9М2025, %	Рост за 9М2025, % г/г	Рост за 9М2024, % г/г
КПН	25.5	24.9	3.4
НДС	26.4	20.3	-12.6
ИПН	13.2	16.9	23.4
Таможенные платежи	10.0	16.7	-5.6

Источник: МФ РК

Расходная часть бюджета демонстрирует устойчивый рост. Затраты государственного бюджета на конец сентября 2025 составили Т22,9 трлн, увеличившись на 10,4% г/г или Т2,2 трлн. Основными направлениями являлись образование (21,9%), социальная помощь (21,8%), обслуживание долга (10,2%) и ЖКХ (7,2%), тогда как на туризм, оборону и ТЭК выделяется 3,7%, 3,3%, 1,3% соответственно (Рис. 4). Зафиксированы значительные изменения в структуре расходов по следующим направлениям: доля расходов на ЖКХ в общем объеме затрат увеличилась с 6,5% на конец сентября 2024 года до 7,2% на конец сентября 2025 года, в здравоохранении снизилась с 7,5% до 6,9%, в обороне снизилась с 3,9% до 3,3%. Доля обслуживания долга выросла с 8,8% на конец сентября 2023 года до 9,6% годом позже и достигла 10,2% к сентябрю 2025 года, что продолжает указывать на возрастающую долговую нагрузку на бюджет и требует особого внимания при планировании фискальной политики.

Особое внимание заслуживают области здравоохранение и образование, как ключевые сферы для развития человеческого капитала, имеющие мультипликативный эффект для долгосрочного экономического роста. Если за 9 месяцев 2024 года расходы на здравоохранение снизились на 5,8% г/г, то их увеличение за 9 месяцев текущего года на 0,5% г/г может говорить об умеренном восстановлении роста. В структуре бюджетных расходов доля здравоохранения сократилась с 9,0% за 9 месяцев 2023 года до 7,5% и 6,9% в аналогичные периоды 2024 и 2025 годов соответственно. Отметим, без должной поддержки этой сферы невозможно обеспечить улучшение качества жизни населения и устойчивое социальное развитие. Расходы на образование демонстрируют более устойчивую динамику, их доля в структуре расходов по итогам 9 месяцев 2025 года составила 21,9% (21,8% за аналогичный период 2024 года).

Рис. 4. Структура расходов государственного бюджета на конец сентября, %



Источник: МФ РК

Примечание: СРВЛХ – сельское, рыбное, водное, лесное хозяйство



Сокращение фискального стимулирования

По данным Министерства финансов, на конец сентября 2025 года объем средств Национального фонда составил Т35,8 трлн, увеличившись на 3,2% с начала года (+14,2% г/г). Инвестиционные доходы от управления фондом в первом полугодии составили Т2,48 трлн.

Поступления в НФ за 9 месяцев 2025 года составили Т5,3 трлн, что на 4,0% ниже аналогичного периода 2024 года (Т5,5 трлн). Основной причиной снижения поступлений в годовом сравнении стало уменьшение прямых налогов от организаций нефтяного сектора – с Т3 трлн до Т2,8 трлн, что, в свою очередь, связано со снижением цен на нефть. Наиболее заметное падение было зафиксировано по КПН (-10,1% г/г), рентному налогу на экспорт (-28,9% г/г) и дополнительным платежам недропользователей (-34,9% г/г), которое было частично нивелировано ростом поступлений от налога на добычу полезных ископаемых (+28,4% г/г).

При снижении поступлений изъятия из НФ в этом году остаются на высоком уровне. За 9 месяцев 2025 года они составили Т4,2 трлн, что на 4,1% превышает показатели аналогичного периода прошлого года. Без учета инвестиционного дохода НФ изъятия из НФ превысили поступления на Т1,4 трлн при средней цене на нефть в \$71 за баррель за 9 месяцев. Указанные суммы также не включают изъятия в виде облигационных займов.

В проекте республиканского бюджета на 2026-2028 годы, опубликованном в конце августа, объем гарантированных трансфертов из Национального фонда 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 то же время соблюдение контрциклических бюджетных правил, которые крайне важны для устойчивости НФ, предполагает другую логику: в периоды экономических спадов и повышенной неопределенности государство должно увеличивать бюджетные расходы и стимулировать экономику за счет накопленных средств, а в периоды роста – сокращать изъятия и наращивать сбережения.



Замедление динамики
зарботных плат
и реальных доходов населения

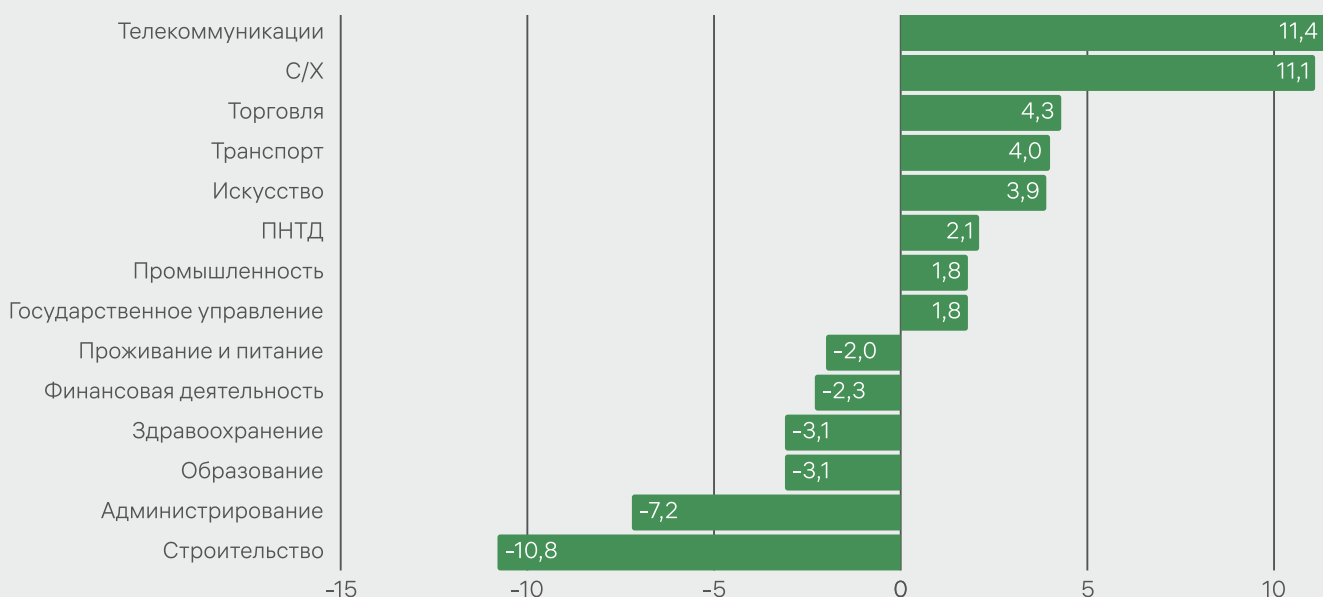
Динамика занятости и заработков

На конец второго квартала 2025 года количество занятых в экономике составило около 9,3 млн человек, из которых 7,1 млн человек (76,8%) работали по найму, 2,2 млн (23,2%) – самостоятельно занятые. Уровень безработицы уже четыре квартала находится на уровне 4,6%. В то же время женская безработица остается выше (5,1%), чем мужская (4,2%). Уровень долгосрочной безработицы во втором квартале текущего года повысился до 1,8%, тогда как весь прошлый год данный показатель был ниже 1,1%. С другой стороны, уровень безработицы среди молодежи остался на уровне первого квартала (3,1%).

Во втором квартале 2025 года среднемесячная заработная плата по Казахстану составила Т448,6 тыс., увеличившись в номинальном выражении на 11,3% г/г. Темпы роста номинальной зарплаты ускорились по сравнению с первым кварталом прошлого года, тогда как реальный рост зарплаты в первом полугодии составил 0,3% г/г из-за возрастающей инфляции, значительно замедлившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (+2,4% г/г). Медианное значение заработной платы ниже среднего и составило во втором квартале 2025 года Т316,2 тыс., что свидетельствует о неравномерном распределении заработных плат среди наемных работников.

Динамика заработных плат в разрезе отраслей показывает дисбаланс: телекоммуникации показали рост реальных зарплат на 11,4% г/г, тогда как образование, здравоохранение, строительство, административные услуги демонстрировали снижение (Рис. 5). Поскольку доля заработных плат в структуре доходов составляет 66,8%, динамика реальной зарплаты отражается на уровне доходов населения.

Рис. 5. Динамика реальной заработной платы по отраслям экономики во втором квартале 2025 года, % г/г



Источник: БНС

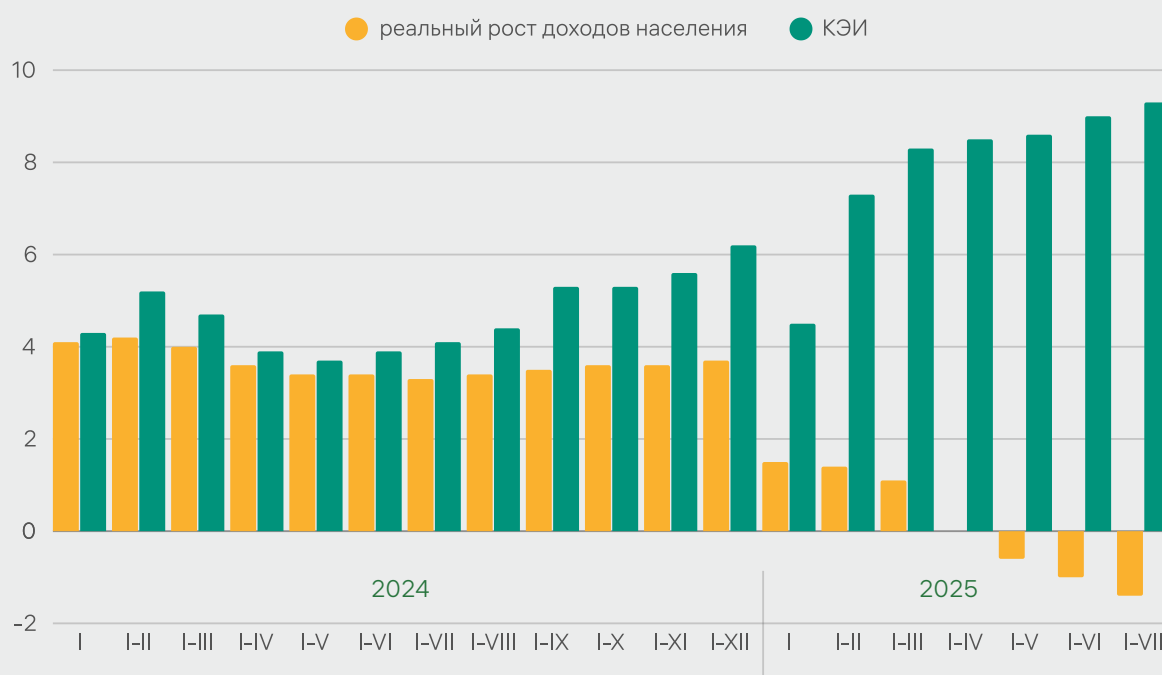
В целом на фоне значительного ускорения инфляции темпы роста реальной заработной платы снижаются, продолжая отставать от роста ВВП. Так, по итогам 9 месяцев текущего года рост экономики составил 6,3% г/г, что контрастирует с динамикой реальных зарплат наемных работников за первое полугодие (+0,3% г/г).

Для более сбалансированного роста экономики и повышения уровня жизни необходимо диверсифицировать экономику, инвестировать в трудоемкие отрасли, а также повышать производительность труда.

Динамика доходов населения и потребления

Реальные доходы населения во втором квартале демонстрировали снижение темпов роста, а после апреля 2025 года начали падать (Рис. 6). Значительное влияние на снижение реальных доходов оказывает ускорение инфляции – с 8,9% г/г в январе до 12,9% г/г в сентябре – и ослабление тенге. Основными компонентами денежных доходов населения являются зарплаты (66,8%) и пенсии (17,8%). Второй источник доходов повторил динамику общего показателя, снизившись на 2,8% г/г в реальном выражении во втором квартале текущего года.

Рис. 6. Индекс реальных денежных доходов населения, % г/г

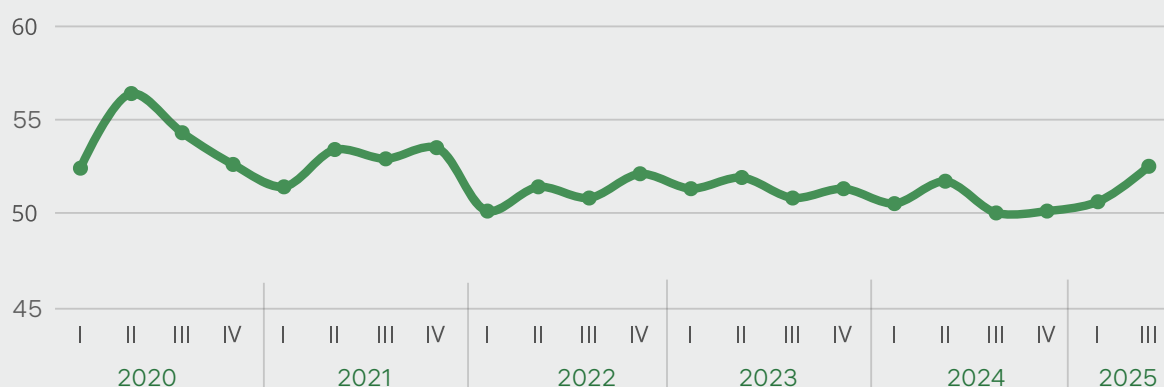


Источник: БНС

Проведение адекватной и оптимальной социальной политики – важнейший инструмент государства, который становится еще более актуальным в текущем году. Повышение налогов, а также озвученные правительством планы по перераспределению государственных расходов могут отразиться на снижающихся реальных доходах населения.

Отдельного внимания заслуживает структура расходов. Доля расходов на продовольственные товары в структуре общих расходов населения после снижения во второй половине 2024 года значительно увеличилась до 52,5% во втором квартале текущего года (Рис. 7).

Рис. 7. Доля расходов на продовольственные товары в структуре общих расходов, %



Источник: БНС

Сложившаяся ситуация обусловлена комплексом взаимосвязанных факторов: усиливающимся инфляционным давлением, зависимостью от импорта продовольствия и спецификой рынка услуг. Во-первых, номинальный рост доходов нивелируется инфляцией, что ограничивает возможности домохозяйств по перераспределению расходов и сохраняет долю затрат на продукты питания на стабильно высоком уровне 50–54% последние четыре года. Это может быть связано не только со снижением реальных зарплат, но и остальных видов доходов (пенсии, пособия). Во-вторых, наблюдается значительный дисбаланс во внешней торговле, который создает 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.



Резкое повышение базовой ставки

В сентябре 2025 года темпы инфляции продолжили ускорение и достигли 12,9% г/г (12,2% г/г в августе; 11,8% г/г в июле), обновив максимум текущего года (Рис. 10). В годовой рост цен основной вклад внесли продовольственные товары (5,23 п.п.), подорожавшие на 12,7% г/г (11,7% г/г в августе; 11,2% г/г в июле).

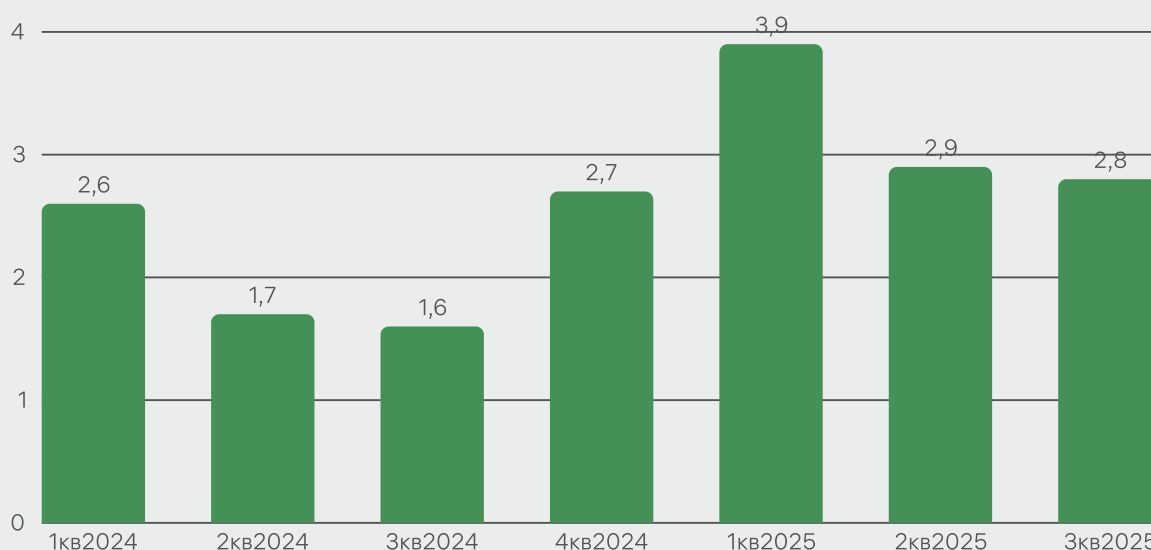
По нашему мнению, на ускорение инфляции в этом году повлияли следующие факторы:

- Рост регулируемых тарифов и цен на жилищные услуги, воду, электроэнергию, газ и прочее. Помимо прямого влияния на инфляцию, рост этих цен имеет мультипликативный эффект на инфляцию в стране в целом.
- Завышенное использование Национального фонда в четвертом квартале прошлого года и в первом полугодии этого года.
- Ослабление тенге в конце прошлого года и начале этого, а затем ослабление тенге в июле.
- Укрепление рубля в России (ослабление тенге к рублю) с марта этого года, что негативно повлияло на продовольственную инфляцию.
- Высокие инфляционные и девальвационные ожидания населения и бизнеса.

Месячная инфляция в сентябре составила 1,1%, что выше значений августа (1,0%), июля (0,7%), а также значительно выше показателя сентября прошлого года (0,4%). Рост месячной инфляции обусловлен ускорением роста цен на продовольственные и непродовольственные товары при замедлении динамики платных услуг. Примечательно, что данный рост не является сезонным: цены на продовольственные товары, как правило, замедляют рост в сентябре, тогда как рост цен на непродовольственные товары показал существенные значения, превышающие аналогичные темпы последних трех лет.

В квартальном выражении цены в третьем квартале повысились на 2,8%, что немного ниже прошлого квартала (2,9%), но заметно выше аналогичного периода прошлого года (1,6%). Столь большая разница объясняется ускорением темпов роста цен в августе и сентябре (Рис. 8).

Рис. 8. Инфляция по кварталам, %



Источник: БНС

Рис. 9. Динамика инфляции и базовой ставки, %



Источник: БНЦ

На фоне ускорения инфляции Национальный Банк 10 октября принял решение повысить базовую ставку сразу на 150 б.п. – с 16,50% до 18,00%. Как было указано в пресс-релизе НБК, «смягчение денежно-кредитных условий на фоне ускорения инфляции, признаков превышения спроса над расширением предложения и активной фискальной политики потребовало значимой реакции для стабилизации инфляционной динамики и предотвращения рисков образования инфляционной спирали». Между тем это уже второе резкое повышение базовой ставки с начала года: в марте ставка была повышена на 125 б.п. – с 15,25% до 16,50% – и сохранялась на этом уровне до октября. Тогда НБК приводил схожие причины роста инфляции и обосновывал резкое повышение ставки необходимостью предотвратить более высокое повышение ставки в будущем. Однако в последнем пресс-релизе НБК нет пояснений, почему значительное повышение ставки в марте не помогло решить проблемы с причинами высокой инфляции.

На наш взгляд, большинство факторов, которые привели к ускорению инфляции в третьем квартале и с начала 2025 года, не могут быть устранены простым повышением базовой ставки, поэтому столь резкая реакция НБК представляется чрезмерной. Ряд мер, предпринимаемых сейчас НБК, АРРФР и правительством, уже создают условия для замедления инфляции до конца этого года. Среди них можно отметить приостановку роста регулируемых тарифов ЖКХ, увеличение продаж валюты по операциям зеркалирования по золоту, повышение нормативов МРТ и ужесточение надзора за потребительским кредитованием. Кроме того, фискальное и квазифискальное стимулирование экономики будет заметно сокращено в оставшиеся месяцы года (при отсутствии дополнительных изъятий из НФ).

Учитывая все перечисленные факторы, мы пересмотрели наш прогноз инфляции на конец года с 10% до 10-11% в силу ускоренного роста цен в 1 полугодии. При этом риск смещения уровня инфляции к верхней границе диапазона оценивается как наиболее вероятный сценарий.

По нашему мнению, исходя из стандартных принципов режима инфляционного таргетирования, в октябре НБК действительно должен был повысить базовую ставку максимум на 50 б.п., так как более резкое ужесточение создает риски усиления дисбалансов в экономике и снижает доверие к проводимой денежно-кредитной политике.

Учитывая все перечисленные факторы, мы пересмотрели наш прогноз инфляции на конец 2025 года с 11-12% до 11,5-12,5%. НБК в своем пресс-релизе допускает возможность дальнейшего повышения базовой ставки на последнем в этом году заседании Комитета по денежно-кредитной политике в ноябре, что, на наш взгляд, не является оптимальным решением.

Инфляция в конце 2026 года, по нашим оценкам, сложится в диапазоне 10,5-11,5% г/г. Давление на цены сохраняют повышение тарифов и налоговые изменения (включая эффект от повышения НДС), а также ослабление курса национальной валюты. При этом во втором полугодии ожидается постепенное снижение инфляционного давления благодаря исчерпанию эффекта от повышения НДС, действию высокой базы 2025 года, снижению внутреннего спроса на фоне ограничений потребительского кредитования, высокой базовой ставке, замедлению роста реальных доходов населения и повышению налоговых ставок.

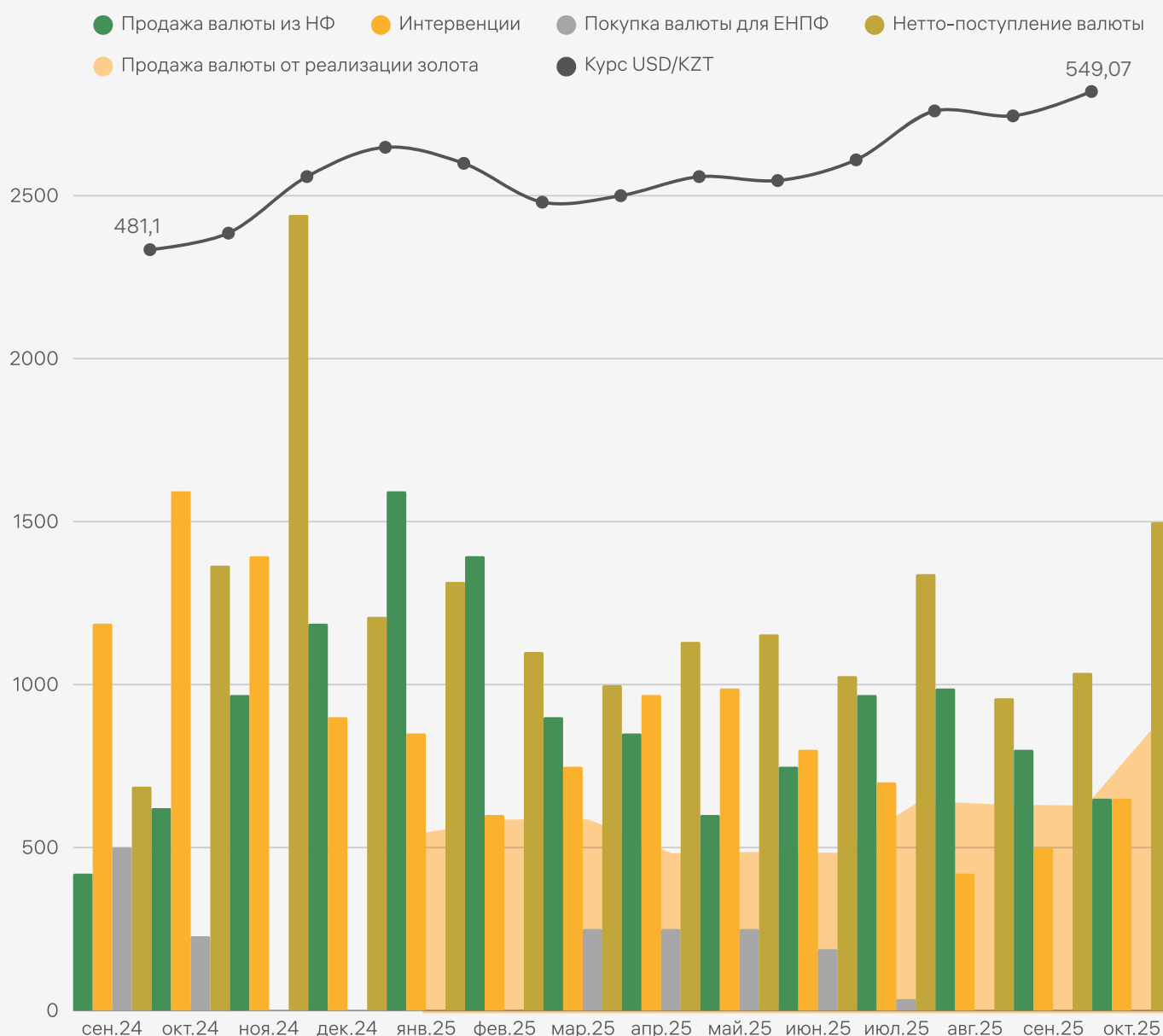




Национальная валюта
ослабла

Курс USD/KZT на конец сентября 2025 года составил 549,07 тенге за доллар, ослабев на 1,9% за месяц (538,60 на конец августа) и на 5,6% по отношению к июню (519,73 на конец июня). В квартальном выражении средний курс за третий квартал составил 536,05 тенге за доллар против с 513,77 во втором квартале – ослабление на 4,3%. Основное давление на курс наблюдалось в июле и сентябре, в то время как в августе тенге демонстрировал некоторое укрепление на фоне сезонных поступлений экспортной выручки и замедления инвестиционной активности (Рис.10).

Рис. 10. Курс USD/KZT и валютные операции НБК (USD млн)



Источник: НБК

Примечание: данные за октябрь являются прогнозными

Ослаблению курса тенге в третьем квартале и в сентябре, в частности, способствовало сочетание факторов, не связанных с фундаментальными изменениями в экономике. Ключевую роль сыграл рост импорта в рамках реализации инфраструктурных проектов, финансируемых государством. Помимо этого, наблюдалась повышенная активность отдельных участников рынка при низкой глубине самого рынка и ограниченной ликвидности. В этих условиях даже небольшое повышение спроса на валюту оказывает заметное давление на курс. Фундаментальные факторы были стабильными: цены на нефть в третьем квартале находились на уровне \$69 за баррель, экспорт нефти растет, а на глобальных рынках сохраняется низкий уровень индекса доллара США.

Отметим, что в конце июля НБК впервые с конца прошлого года провел интервенции на валютном рынке в объеме \$125,6 млн. Это было реакцией на усилившееся давление на курс в результате ажиотажного спроса на валюту. В августе валютный рынок стабилизировался, а в сентябре вновь наблюдалось ослабление курса тенге, при этом интервенции не проводились. В сентябре чистые продажи валюты НБК на бирже составили \$1 036 млн (\$958 млн в августе и \$1 339 млн в июле). Продажа валюты из НФ в сентябре составила \$500 млн (\$420 млн в августе и \$700 млн в июле). Продолжается практика зеркалирования операций с золотом на внутреннем рынке, а также применение нормы об обязательной продаже 50% валютной выручки субъектами квазигосударственного сектора. При этом с августа была приостановлена покупка валюты для ЕНПФ для поддержания валютной доли пенсионных активов.

С учетом текущих тенденций мы ожидаем ослабление курса национальной валюты до 550-560 тенге за доллар к концу 2025 года. По мере снижения объемов трансфертов из НФ (если планы по использованию НФ не изменятся) и дальнейшего увеличения импорта давление на курс будет сохраняться. С другой стороны, цены на нефть до конца года останутся на уровне \$70 за баррель, а экспорт нефти будет расти и далее. Кроме того, значительно повысятся объемы стерилизации в рамках зеркалирования операций с золотом: в четвертом квартале для этих целей планируется продажа иностранной валюты на сумму Т1,4 трлн (или \$848 млн ежемесячно). Эти операции будут компенсировать снижение продаж валюты из НФ, увеличивая предложение иностранной валюты на рынке и поддерживая курс тенге.

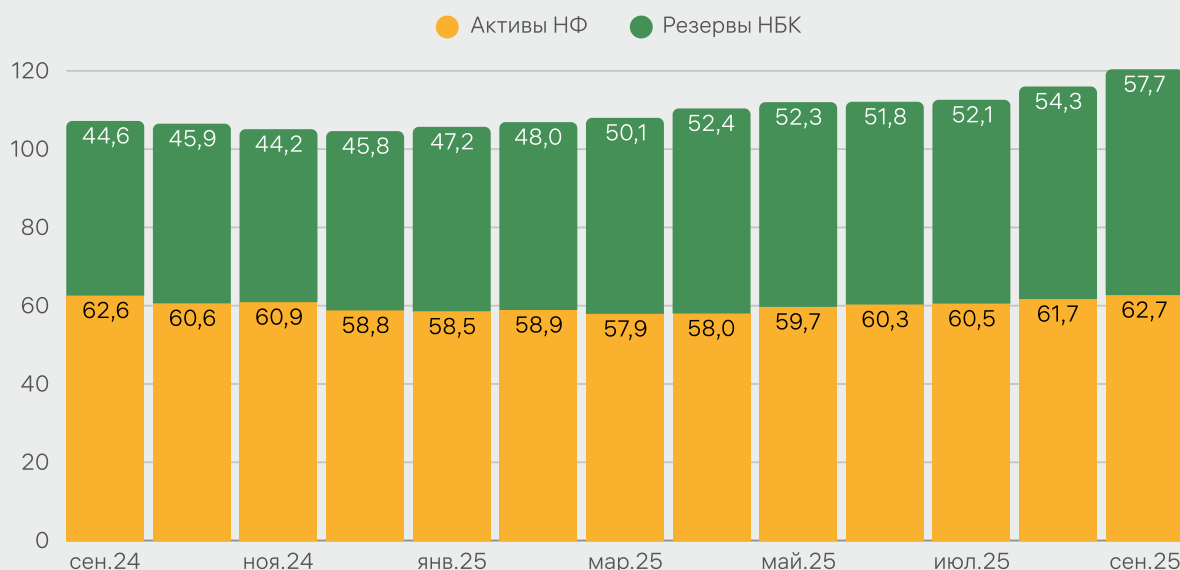
К концу 2026 мы ожидаем ослабление курса до 600-610 тенге за доллар США при прочих равных. Ключевым фундаментальным фактором выступит снижение мировых цен на нефть, что приведет к сокращению экспортной выручки и ухудшению внешнеторгового баланса. Давление окажет и уменьшение объемов продажи валюты из НФ, что сократит предложение иностранной валюты на внутреннем рынке и усилит дисбаланс спроса и предложения.



Международные резервы
растут за счет золота

Консолидированные международные резервы РК на конец сентября 2025 года составили \$112,3 млрд, увеличившись с начала года на 15,1% или \$15,8 млрд в абсолютном выражении (Рис. 11). Подобный рост резервов был обеспечен главным образом увеличением золотовалютных активов НБК на 25,9% с начала года (+\$11,9 млрд), тогда как валютные активы НФ за указанный период выросли на 6,6% (+\$3,9 млрд).

Рис. 11. Консолидированные резервы Казахстана (USD млрд)



Источник: НБК

В составе золотовалютных резервов активы в свободно конвертируемой валюте (СКВ) с начала года сократились на 18,2%. При этом монетарное золото, доля которого в структуре резервов составляет около 69%, выросло в стоимостном выражении сразу на 66,5%, что и обеспечило рост показателей. Такой результат объясняется одновременным увеличением как физического объема золота, так и цен. По данным World Gold Council, за первое полугодие 2025 года Национальный Банк приобрел около 22,1 тонн золота, войдя в тройку крупнейших центробанков-покупателей в мире. Между тем цены на золото за тот же период выросли на 26% в долларовом выражении, достигнув исторических максимумов вблизи \$2 400 за унцию.

Слабый рост валютных активов НФ частично объясняется снижением инвестиционного дохода, который, по данным Министерства финансов, за первое полугодие 2025 года составил Т2,48 трлн (-2,3% г/г). Вместе с тем наблюдается заметный отток средств из НФ. За 9М2025 изъятия из НФ превысили поступления на Т1,4 трлн (без учета инвестиционного дохода НФ). При этом эти суммы не включают изъятия в виде облигационных займов, которые также влияют на уровень валютных активов фонда. В условиях сохраняющейся неопределенности на мировом нефтяном рынке потенциал дальнейшего роста валютных активов НФ остается ограниченным.



Приложение 1

Отдельные макроэкономические
показатели Республики Казахстан

Наименование	2020	2021	2022	2023
ВВП, ₸ 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, ₸ 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, USD/KZT на к.п.	420.7	431.7	462.7	454.6
Обменный курс, USD/KZT средний	413.0	426.0	460.5	456.3
	2024	3M2025	6M2025	9M2025
ВВП накоплено, % г/г	4.8	5.8	6.2	6.3
Промпроизводство накоплено, % г/г	2.8	6.7	6.5	7.4
Розничная торговля накоплено, % г/г	9.8	4.8	6.6	7.1
Инвестиции накоплено, % г/г	7.5	6.3	19.3	13.5
Инфляция, % г/г	8.6	10.0	11.8	12.9
Базовая ставка, %	15.25	16.50	16.50	16.50
Обменный курс, USDKZT на к.п.	523.5	503.4	520.4	548.8

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.

Для заметок

Аналитический центр +7 (727) 339 43 86

Мадина Кабжалылова
Санжар Калдаров
Салтанат Игенбекова
Арслан Аронов

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz
s.kaldarov@halykfinance.kz
s.igenbekova@halykfinance.kz
a.aronov@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
Refinitiv
Factset
Capital IQ

HLFN
Halyk Finance
Halyk Finance
Halyk Finance

