

28 января 2026 года

В четвертом квартале 2025 года экономика Казахстана сохраняла положительную динамику, при этом темпы роста немного ускорились. Рост ВВП за 12 месяцев 2025 года составил 6,5% г/г по сравнению с 6,3% г/г за январь-сентябрь 2025 года, отражая ускорение роста во многих ключевых секторах. Расширение нефтедобычи на Тенгизе остается основным драйвером промышленного производства и ВВП в целом. До конца 2025 года экономика продолжала испытывать влияние краткосрочных факторов, таких как масштабные государственные расходы на инфраструктуру и значительные ежемесячные трансферты из Национального фонда в бюджет. Несмотря на высокие темпы роста ВВП в 2025 году, реальные доходы населения демонстрировали 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. При этом одновременно предполагается более значительное увеличение объемов квазифискального стимулирования экономики в рамках проактивной роли государства по развитию индустрии в 2026 году через существенный рост займов в НИХ «Байтерек».

После сентябрьского пика инфляция немного замедлилась до 12,3% г/г по итогам 2025 года в основном за счет сдерживания запланированного роста регулируемых тарифов и цен. Национальный Банк продолжает придерживаться жесткой монетарной политики на фоне разнородных проинфляционных рисков и неопределенности влияния ключевых макрофакторов. На фоне ожидаемого замедления экономики и сужения внутреннего спроса мы сохранили наш прогноз по инфляции на конец 2026 года на уровне 10,5-11,5% г/г.

Курс тенге укрепился до 505,73 тенге за доллар к концу 2025 года. Основными факторами, повлиявшими на укрепление национальной валюты, стали продажи валюты из Национального фонда, введение практики зеркалирования по операциям с золотом, обязательная продажа валютной выручки компаниями квазигосударственного сектора, временная приостановка покупок валюты для ЕНПФ. Также мы отмечали крупные объемы предложения валюты на бирже в октябре-декабре 2025 года по операциям кэрри-трейд из неустановленных источников. По нашим прогнозам, курс тенге к концу 2026 года сложится на уровне 580-590 тенге за доллар на фоне внешнеэкономических рисков и внутренних факторов.

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, высокой базовой ставкой, слабой динамикой роста доходов населения и завершением ряда крупных государственных инфраструктурных проектов. В целом экономика Казахстана вступает в фазу охлаждения после периода активного роста, стимулированного бюджетными расходами и расширением нефтедобычи.

Краткое содержание

Рост экономики по итогам года остался на высоком уровне

Экономический рост Казахстана за 2025 год, по предварительным данным, составил 6,5% г/г. Краткосрочный экономический индикатор незначительно снизился до 9,4% г/г после рекордного роста в 9,6% г/г в январе–августе, однако оказался значительно выше показателя за 2024 год (6,2% г/г).

Промышленность в целом выросла на 7,5% г/г, при этом ключевой вклад внес нефтяной сектор, обеспечивший основную часть прироста в горнодобывающей отрасли (+9,4% г/г): добыча нефти достигла 99,4 млн тонн (+13,3% г/г). В обрабатывающем секторе темп роста составил 6,4% г/г, поддержанный машиностроением и производством пищевых продуктов, тогда как металлургия показывала более умеренную динамику (+1,2% г/г).

Торговля выросла на 8,9% г/г, повторив динамику 2024 года из-за замедления розничного сегмента на фоне снижения реальных доходов и охлаждения потребительского кредитования, тогда как оптовая торговля, напротив, продемонстрировала ускорение динамики до +9,5% г/г с +8,6% г/г в 2024 году, что, по нашему мнению, связано с ростом добычи нефти и фискальным стимулированием.

В секторе транспорта наблюдалось замедление, хотя рост по итогам 2025 года сложился высоким (+20,4% г/г) за счет государственных инфраструктурных вложений и роста грузооборота. В строительстве темпы роста ускорились до 15,9% г/г (+15,3% г/г в 2024 году) из-за усиления динамики строительства сооружений и нежилых зданий.

По нашим прогнозам, в 2026 году темпы роста экономики Казахстана замедлятся до 4,5% г/г (прогноз правительства – 5,4% г/г). Ожидаемое снижение цен на нефть (до \$60 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 (T2,77 трлн против T5,25 трлн в 2025 году), рост налоговых ставок, снижение темпов роста потребительского кредитования, высокая инфляция, высокая базовая ставка, слабый рост доходов населения и завершение ряда крупных инфраструктурных проектов. Эффект высокой базы 2025 года также приведет к статистическому замедлению динамики роста в годовом сопоставлении.

Сокращение фискального стимулирования

За 2025 год доходы государственного бюджета без учета трансфертов выросли на 14,3% г/г, достигнув T24,6 трлн. Основной прирост обеспечили налоговые поступления (+17,7% г/г), в частности за счет роста КПН (+21,3% г/г), НДС (+18,0% г/г), ИПН (+16,6% г/г), а также таможенных платежей (+8,8% г/г) на фоне низкой базы прошлого года. Неналоговые доходы, напротив, снизились на 23,4% г/г из-за отсутствия крупных разовых поступлений дивидендов от государственных пакетов акций как в 2024 году. При этом планы по поступлениям в бюджет за 2025 год были выполнены на 100,1%.

Расходы государственного бюджета выросли на 10,3% г/г до T33,4 трлн. Основные направления расходов – образование (21,2%), социальная помощь (20,0%), здравоохранение (8,5%), ЖКХ (8,1%) и обслуживание долга (8,0%). Доля расходов на обслуживание государственного долга продолжает свой рост: с 7,0% в 2023 году до 7,4% годом позже и 8,0% по итогам 2025 года.

По данным Нацбанка, на конец декабря 2025 года активы Национального фонда составили \$63,8 млрд, увеличившись на 8,5% г/г. При этом, по данным Министерства финансов, поступления в НФ без учета инвестиционного дохода сократились на 1,8% г/г, в основном из-за уменьшения

прямых налогов от организаций нефтяного сектора (-2,2% г/г), в частности рентного налога (-19,3% г/г), доли Республики Казахстан по разделу продукции (-13,0% г/г) и дополнительных платежей недропользователей (-51,3% г/г). Одновременно изъятия из НФ за 2025 год уменьшились на 6,3% г/г. Без учета инвестиционного дохода изъятия из НФ превысили поступления почти на 28% при средней цене на нефть в \$69 за баррель за 12 месяцев 2025 года. Росту активов в значительной степени способствовал рост инвестиционного дохода за 9M2025 (+29,3% г/г), поддерживаемый ослаблением национальной валюты по отношению к доллару США.

В проекте республиканского бюджета на 2026-2028 годы, опубликованном в конце августа 2025 года, предусмотрено сокращение гарантированных трансфертов почти вдвое и отказ от целевых трансфертов, что значительно снизит фискальное стимулирование.

Сохранение жесткой денежно-кредитной политики

Инфляция в 2025 году перешла к резкому подъему после менее 9% в 2024 году и достигла пика в 12,9% г/г в сентябре. В сложившихся условиях государственными органами были приняты оперативные меры реагирования, выразившиеся в понижающей корректировке ряда тарифов на жилищно-коммунальные услуги. Параллельно был введен мораторий на изменение тарифов ЖКХ и цен на ГСМ, действующий до завершения первого квартала 2026 года. Кроме того, наци валюта заметно укрепилась в последнем квартале 2025 года. Это позволило ослабить накал инфляции, и к концу года она замедлилась до 12,3%. В целом подъем цен охватил практически все группы товаров и услуг, а их годовой рост измерялся двузначными значениями: продовольственные товары (13,5%), непродовольственные (11,1%) и услуги (12%).

Основной вклад в рост цен внесла продовольственная инфляция, которая в 7-ми месяцах из 12-ти превышала 1%, а в остальных в среднем составила 0,8%, что является довольно высоким показателем по историческим меркам. Скачки стоимости услуг отмечались в начале года, во втором и третьем кварталах со среднемесячным значением в целом по году в 0,9%. Всплески повышения цен со стороны тарифов и стоимости топлива транслировались по цепочке в составляющие потребительской корзины и выступали триггерами общей инфляции. Более сдержанному ускорению роста цен на непродовольственные товары способствовал эффект высокой базы предыдущего года, но он также следовал общим повышательным тенденциям на потребительском рынке.

В квартальном выражении цены в четвертом квартале 2025 года повысились на 2,2% по сравнению с 2,8%, 2,9% и 3,9% в предыдущих, что также заметно ниже показателя аналогичного квартала 2024 года (2,7%). Заморозка тарифов и стоимости топлива, укрепление обменного курса тенге до уровня даже выше конца 2024 года на фоне повышения базовой ставки регулятора в октябре 2025 года сразу на 150 бп способствовали некоторой стабилизации инфляции.

Для сдерживания ускорившейся инфляции Национальный Банк (НБК) дважды в 2025 году повысил базовую ставку: в первый раз в марте на 125 бп, во второй раз – в октябре после сентябрьского пика инфляции около 13% сразу на 150 бп – с 16,50% до 18,00%. В результате реальная ставка за минусом инфляции сохранялась на повышенном уровне порядка 5,5% на протяжении года. Как было указано в пресс-релизе НБК по результатам заседания в ноябре 2025 года: «*В настоящее время Национальный Банк не видит пространства для снижения базовой ставки до конца первого полугодия 2026 года, принимая во внимание высокие инфляционные ожидания, динамику базовой инфляции и отложенное влияние тарифных и налоговых реформ*».

Мы сохраняем наш предыдущий прогноз: инфляция в конце 2026 года, по нашим оценкам, сложится в диапазоне 10,5-11,5% г/г. Повышение тарифов и налоговые изменения (включая эффект от повышения НДС), а также ослабление курса национальной валюты выступят проинфляционными факторами. При этом во втором полугодии 2026 года ожидается постепенное снижение инфляционного давления благодаря исчерпанию эффекта от повышения НДС, действию высокой базы 2025 года, снижению внутреннего спроса на фоне ограничения потребительского кредитования, высокой базовой ставке, отрицательному росту реальных доходов населения.

Национальная валюта укрепилась

В четвертом квартале 2025 года курс тенге продемонстрировал укрепление на 7,9% за квартал по отношению к доллару – с 549,07 тенге за доллар в конце сентября до 505,73 за доллар на конец декабря. При этом среднемесячное значение курса за четвертый квартал 2025 года составило 524,76 по сравнению с 536,05 в третьем квартале. На укрепление тенге повлияли повышение объема продаж валюты по зеркалированию покупок золота, что компенсировало снижение продаж валюты из НФ; приток валюты в рамках внешних заимствований государственного и квазигосударственного секторов; повышенный спрос нерезидентов на государственные ценные бумаги (ГЦБ). Также мы отмечали высокие объемы предложения валюты на бирже в декабре 2025 года из неустановленных источников.

В целом по итогам 2025 года курс KZTUSD укрепился на 3,7%. Основными факторами, повлиявшими на укрепление национальной валюты, стали продажи валюты из Национального фонда, введение практики зеркалирования по операциям с золотом, обязательная продажа валютной выручки компаниями квазигосударственного сектора, временная приостановка покупок валюты для ЕНПФ. Основное давление на курс наблюдалось в июле и сентябре, что было обусловлено ростом импорта в рамках реализации инфраструктурных проектов и повышенной активностью отдельных участников рынка при низкой глубине и ограниченной ликвидности самого рынка. На фоне повышенного спроса на валюту в конце июля НБК провел первые с конца 2024 года и единственные в 2025 году валютные интервенции на сумму \$125,6 млн. В октябре – декабре 2025 года наблюдались существенные объемы предложения валюты на бирже по операциям кэри-трейд из неуточненных источников.

Динамика курса USDKZT чувствительна к глобальной конъюнктуре, включая цены на нефть и металлы, геополитические риски и курсовую политику ключевых стран-партнёров. По нашим прогнозам, при среднегодовой цене нефти на уровне \$60 за баррель курс USDKZT к концу 2026 года сложится на уровне 580-590 тенге за доллар. Ключевыми факторами станут сужение профицита торгового баланса вследствие недостаточного роста экспорта и снижения валютных поступлений; охлаждение инвестиционной активности нерезидентов на рынке ГЦБ, а также сокращение продаж валюты из Национального фонда.

Прогнозы Halyk Finance

Макроэкономические показатели	2024	2025	Прогноз	Прогноз
			2026	2027
Цена на нефть, Brent, сред., USD/баррель	80,7	69	60,0	60,0
Добыча нефти, млн тонн	87,6	99,4	101,5	101,0
Реальный ВВП, % за год	5,0	6,5*	4,5	4,0
Обменный курс USDKZT, на конец периода	525,11	505,53	580-590	620-630
Обменный курс USDKZT, сред. за год	469,44	521,59	550,0	605,0
ИПЦ, на конец периода, % г/г	8,6	12,3	10,5-11,5	8,5-9,5
Базовая ставка, % на конец периода	15,25	18,00	16,00	14,00

* предварительные данные Бюро национальной статистики

Прогнозы правительства и НБК

Макроэкономические показатели	2026		2027	
	Правительство	НБК	Правительство	НБК
Цена на нефть, Brent, сред., USD/баррель	60,0	60,0	60,0	60,0
Добыча нефти, млн тонн	100,5	-	104,5	-
Реальный ВВП, % за год	5,4	3,5-4,5	5,4	4-5
Обменный курс USDKZT, на конец периода	-	-	-	-
Обменный курс USDKZT, сред. за год	540,0	-	540,0	-
ИПЦ, на конец периода, % г/г	9-11	9,5-12,5	5,5-7,5	5,5-7,5

РОСТ ЭКОНОМИКИ ПО ИТОГАМ ГОДА ОСТАЛСЯ НА ВЫСОКОМ УРОВНЕ

По итогам 2025 года темпы роста экономики Казахстана, по предварительным данным правительства, составили 6,5% г/г. По данным Бюро национальной статистики (БНС), после рекордного роста в январе–августе (9,6% г/г) краткосрочный экономический индикатор (КЭИ), отражающий динамику ключевых отраслей, формирующих свыше 60% ВВП, продемонстрировал незначительное замедление до 9,4% г/г по итогам года, однако оказался значительно выше показателя за 2024 год (6,2% г/г).

Наибольшие темпы роста продолжили демонстрировать транспорт (+20,4% г/г) и строительство (+15,9% г/г), которые в совокупности составляют порядка 12% в ВВП (Таблица 1). Другие отрасли также показали положительную динамику. Так, рост в сфере промышленности в целом составил 7,5% г/г. Рост в горнодобывающей отрасли (+9,4% г/г; свыше 13% ВВП) был обусловлен по большей части ростом нефтедобычи. В обрабатывающем секторе (+6,4% г/г; около 12% ВВП) основной динамики послужил рост выпуска отдельных производственных товаров. Продолжилось снижение в водоснабжении (-6,5% г/г).

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

Наименование	9M2024	2024	9M2025	2025
ВВП	4,1	5,0	6,3	6,5
Краткосрочный экономический индикатор	5,3	6,2	9,1	9,4
Торговля	6,5	8,9	8,8	8,9
Обрабатывающая промышленность	4,9	6,8	6,2	6,4
Горнодобывающая промышленность	1,3	0,2	9,3	9,4
Транспорт	8,0	9,4	21,2	20,4
Строительство	10,1	15,3	14,9	15,9
Сельское хозяйство	10,8	13,7	4,4	5,9
Связь	10,9	5,5	3,9	3,6

Источник: БНС, МНЭ

Наибольший вклад в рост промышленности обеспечивает нефтяной сектор

Рис. 1. Композитный вклад отраслей в рост промышленности за 2025 год



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 (доля – 29,3%, рост – 13,5% г/г), машиностроение (доля – 9,3%, рост – 12,9% г/г) и производство продуктов питания (доля – 6,4%, рост – 8,1% г/г). Металлургическое производство, занимающее значительную долю в промышленности (20,1%), продолжило демонстрировать умеренные темпы роста (+1,2% г/г).

Экстенсивный рост в горнодобывающем секторе

Горнодобывающая промышленность, являясь одним из ключевых драйверов экономики страны и обеспечивая свыше 13% ВВП, по итогам 2025 года сохранила высокие темпы роста: рост в секторе составил 9,4% г/г, значительно ускорившись по сравнению с динамикой 2024 года (0,2% г/г). Основным драйвером роста являлось увеличение объемов добычи сырой нефти и природного газа, динамика которых в основном была обеспечена ростом физических объемов производства. 17 декабря 2025 года на заседании Правительства Министерство энергетики (МЭ) сообщило, что экспорт нефти за 11 месяцев 2025 года вырос до 73,4 млн тонн, продемонстрировав рост на 16,1% г/г.

Сектор добычи металлических руд, доля которого составляет 21,7% в структуре горнодобывающей промышленности, показал незначительное снижение на 0,2% г/г. Положительная динамика отмечена в добыче угля (+10,1% г/г) и прочих полезных ископаемых (+7,2% г/г), которые в совокупности занимают около 5% объема горнодобывающей промышленности.

В натуральном выражении добыча нефти (включая газовый конденсат) составила 99,4 млн тонн (+13,3% г/г), добыча природного газа в жидким или газообразном состоянии – 68,1 млрд куб. м (+14,7% г/г), добыча угля (включая лигнит и концентрат) – 120,5 млн тонн (+6,7% г/г). Таким образом, в 2025 году динамика горнодобывающего сектора в значительной степени определялась расширением добычи углеводородов при поддержке со стороны угольного сегмента и прочих полезных ископаемых, что сохраняет зависимость итоговых показателей отрасли от устойчивости добычи на крупных месторождениях и от внешней конъюнктуры на сырьевых рынках.

Рост в обрабатывающей промышленности

Обрабатывающая промышленность Казахстана, доля которой в ВВП составляет около 13%, показала замедление темпов роста до 6,4% г/г за январь-декабрь 2025 года по сравнению с 6,8% г/г в 2024 году. Сдерживающий эффект создавала металлургия, которая демонстрировала умеренную динамику: рост в отрасли составил 1,2% г/г по итогам 2025 года, что сдерживало общий рост сектора, так как она занимает около 40,5% объема всей обрабатывающей промышленности. Причиной такой динамики стало сокращение объемов в производстве основных благородных и цветных металлов на 0,5% г/г, так как этот сегмент формирует 75% металлургического производства. Реализация инфраструктурных проектов и рост нефтедобычи оказали поддержку обрабатывающей промышленности. Динамика отрасли поддерживалась ростом в большинстве основных направлений, среди которых наибольший вклад внесли производство продуктов питания (+8,1% г/г) и машиностроение (+12,9% г/г), занимающие 12,8% и 18,6% от всего объема обрабатывающей промышленности соответственно.

Инвестиции в металлургическое производство за январь-декабрь 2025 года демонстрировали уменьшение на 12,6% г/г, что при высоких темпах роста инвестиций в январе-декабре 2024 года (+35,4% г/г) свидетельствует о снижении объема вложений.

Масштабная реализация инфраструктурных проектов в сочетании с ростом объемов нефтедобычи частично компенсировали замедляющий эффект от металлургического производства.

Темпы роста торговли остаются на высоком уровне

Сфера торговли, формирующая порядка 17% ВВП, за 2025 год показала рост на 8,9% г/г, оставшись на уровне 2024 года. Данная ситуация обусловлена слабой динамикой розничной торговли (+7,5% г/г против +9,8% г/г в 2024 году), что, по нашему мнению, связано со снижением доходов населения и замедлением роста потребительского кредитования. Оптовая торговля, напротив, продемонстрировала ускорение динамики с +8,6% г/г в 2024 году до +9,5% г/г в 2025 году, что, по нашему мнению, связано с ростом добычи нефти и фискальным стимулированием; декабрьский всплеск предновогодних продаж в обоих сегментах несколько затормозил темпы замедления торговли к концу года.

В оптовой торговле в 2025 году динамику определяли в первую очередь продажи непродовольственных товаров, возросшие на 12,1% г/г, при более умеренных темпах реализации продовольственных товаров (+5,8% г/г). Среди номенклатуры реализованных

товаров выделялись как товары инвестиционного направления: машины, оборудование, автомобили, так и промежуточного – сельхозпродукция и продукты питания.

Розничная торговля в 2025 году демонстрировала замедление темпов роста до 7,5% г/г. Основные компоненты розничной торговли – продукты питания (+7,8%) и непродовольственные товары (+7,3%) – демонстрировали схожую динамику, при этом увеличилась доля реализации продовольственных товаров до 33,1% (с 32,6% в 2024 году). Отметим, что в ряде регионов фактически наблюдалась стагнация розничных продаж, что указывает на сохранение дисбалансов в развитии регионов.

Вместе с тем торговля является одним из значимых факторов роста ВВП в 2025 году, однако дальнейшая динамика будет зависеть от устойчивости потребительского спроса на фоне снижения доходов населения, замедления роста спроса на кредиты и усилившегося инфляционного давления.

В 2026 году мы ожидаем замедление темпов роста в торговле на фоне высокой базовой ставки, снижения фискального стимулирования и спроса домохозяйств, а также более слабой динамики нефтяного сектора.

Темп роста транспортного сектора остался высоким

Сектор транспорта продемонстрировал высокую динамику, увеличившись на 20,4% г/г по итогам 2025 года, несмотря на наметившуюся тенденцию к охлаждению темпов роста. Основной вклад в динамику отрасли внес грузооборот (тонны*км), который в 2025 году ускорил рост до 13,6% с 2,6% в 2024 году, в основном железнодорожным и трубопроводным транспортом, который растет на фоне расширения добычи и экспорта нефти. Пассажирооборот показал замедление темпов роста до 7,4% г/г (+13,8% г/г в 2024 году), преимущественно за счет снижения пассажирооборота железнодорожным транспортом на 2,5% г/г и замедления роста пассажирооборота автомобильным транспортом с 24,6% г/г за 2024 год до 12,7% г/г за 2025 год (Таблица 2).

Таблица 2. Динамика основных направлений транспортного сектора за 2025 год, % г/г

	Грузооборот	Доля в грузообороте, %	Пассажирооборот	Доля в пассажирообороте, %
Ж/Д	10,2	61,8	-2,5	17,8
Автомобильный	32,8	8,1	12,7	48,5
Трубопроводный	16,5	29,7	-	-
Воздушный	11,4	0,01	6,0	33,7
Морской	17,6	0,3	20,2	0,0

Источник: БНС

Ускорение темпов роста строительного сектора

В строительстве рост за 2025 год составил 15,9% г/г (+15,3% г/г в 2024 году). Основным направлением, продемонстрировавшим ускорение, стало строительство нежилых зданий (31,0% от объема всех строительных работ), где рост ускорился с 2,9% г/г в 2024 году до 16,0% г/г в 2025 году. Положительно повлияла и динамика строительства сооружений (53,3% от объема всех строительных работ), ускорившаяся с 14,3% г/г до 17,5% г/г. Тем не менее, объем строительства жилых зданий (15,7% от объема всех строительных работ) продемонстрировал незначительное замедление роста до 10,4% г/г (+14,5% г/г в 2024 году). По данным Министерства промышленности и строительства, такое ускорение связано с реализацией инфраструктурных и социальных проектов, включая строительство социальных объектов (школы, больницы и др.), транспортной и инженерной инфраструктуры.

Другие отрасли

В сельском хозяйстве (3,6% от ВВП) темпы роста демонстрируют значительное замедление до 5,9% г/г (+13,7% г/г за 2024 год), на фоне замедления роста животноводства до 3,3% г/г (+3,7% г/г за 2024 год) и растениеводства до 7,8% г/г (+20,8% г/г за 2024 год). Сектор связи за 12 месяцев 2025 года показал рост на 3,6% г/г (+3,5% г/г за 2024 год). Основную долю сектора занимают интернет-услуги, где рост за отчетный период составил 12,7% г/г (+16,7% г/г за 2024 год), тогда как услуги мобильной связи увеличились на 0,2% г/г (-23,7% г/г за 2024 год), а прочие телекоммуникационные услуги снизились на 12,9% г/г (0% г/г за 2024 год).

Наш прогноз

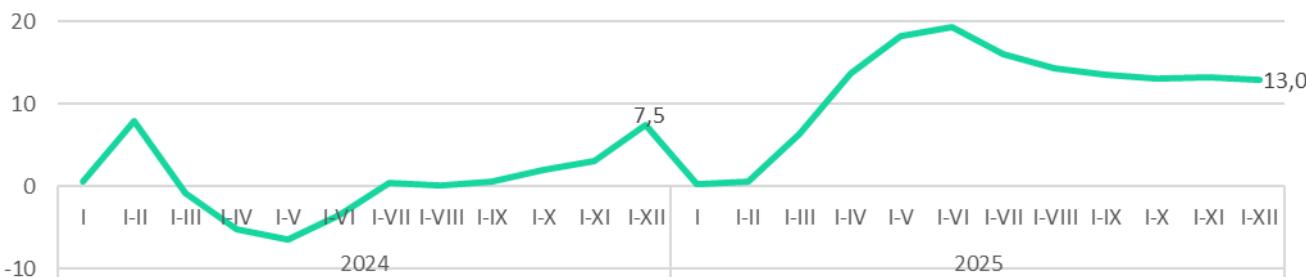
По нашим прогнозам, рост экономики Казахстана к концу 2026 года замедлится и составит 4,5% г/г. Ожидаемое снижение цен на нефть ограничит экспортные доходы и поступления в бюджет. Темпы роста нефтедобычи также замедлятся по сравнению с 2025 годом, когда основной прирост был обеспечен запуском проекта будущего расширения (ПБУ) на месторождении Тенгиз. Дополнительными сдерживающими факторами для роста станут сокращение фискального стимулирования на фоне уменьшения трансфертов из НФ (T2,77 трлн по сравнению с T5,25 трлн в 2025 году), рост налоговых ставок, снижение темпов роста потребительского кредитования, высокая инфляция, слабый рост доходов населения и завершение ряда крупных государственных инфраструктурных проектов. Эффект высокой базы 2025 года также отразится на замедлении годовых темпов роста.

УСКОРЕНИЕ ДИНАМИКИ ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

Инвестиционная активность в Казахстане в 2025 году продемонстрировала ускорение до 13,0% в годовом выражении по сравнению с показателем 2024 года (7,5% г/г) (Рис. 2). Рост инвестиций поддерживался расширением государственных расходов и активизацией программ модернизации инфраструктуры. Ключевым драйвером инвестиционной динамики в 2025 году выступили отрасли жизнеобеспечивающей инфраструктуры, на модернизацию которых было направлено более четверти бюджетных инвестиций.

В горнодобывающем секторе инвестиции сократились на 15,0% г/г, при этом данная отрасль составляет 14,1% от общего объема инвестиций. В частности, в секторе добычи нефти и газа снижение инвестиций на 22,2% было связано с завершением ПБУ на месторождении Тенгиз. Отрицательную динамику также продемонстрировала профессионально-научная деятельность (-27,6% г/г). В остальных отраслях отмечена положительная динамика.

Рис. 2. Динамика инвестиций в основной капитал, % г/г



Источник: БНС

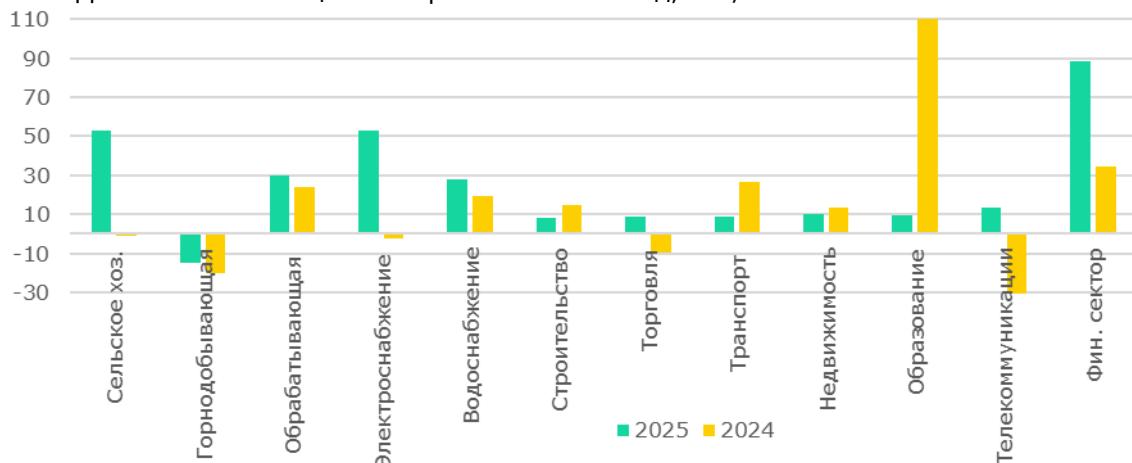
Наибольший вклад в рост инвестиций в 2025 году в абсолютном выражении внесла сфера электро- и водоснабжения, где рост составил 53,1% г/г и 28,2% г/г соответственно. При этом по итогам 2025 года 42,8% инвестиций в данных секторах было обеспечено государственным финансированием в рамках реализации национального проекта по модернизации инфраструктуры.

В обрабатывающей промышленности рост инвестиций составил 30,1% г/г (+24,1% г/г за 12M2024). В основном прирост был обеспечен динамикой инвестиций в химической промышленности (рост в 2,3 раза), в производстве продуктов питания (рост в 2 раза). В целом повышение инвестиционной активности в обрабатывающей отрасли было поддержано увеличением добычи нефти, реализацией крупных инфраструктурных проектов и масштабными государственными расходами. При этом крупнейший сектор обрабатывающей промышленности – металлургия – показал снижение инвестиций на 12,6% г/г.

Транспортный сектор в 2025 году стал одним из наиболее динамичных отраслей экономики, при этом темпы роста инвестиций в отрасли показали замедление в 2025 году до 9,0% г/г после высокой динамики в предыдущие периоды: +26,6% г/г в 2024 году, +40,3% г/г в 2023 году. Почти треть инвестиций в отрасли по итогам 2025 года было обеспечено государственным финансированием, что связано с продолжающейся реализацией инфраструктурных проектов, модернизацией транспортных объектов и техническим перевооружением транспортного парка.

Наблюдался высокий рост инвестиций в финансовой деятельности (+88,4% г/г), сельском хозяйстве (+53,0% г/г), в государственном управлении (+40,8% г/г), в сфере искусства, развлечений и отдыха (+34,7% г/г) и предоставления услуг по проживанию и питанию (+23,9% г/г), а также в секторе операций с недвижимостью (+10,3% г/г). В сфере образования, демонстрировавшей высокие темпы роста в начале 2025 года, к концу года зафиксирована стабилизация динамики на уровне 9,2% г/г, что связано с завершением основных этапов финансирования в рамках реализации Национального проекта «Комфортная школа» (Рис. 3).

Рис. 3. Динамика инвестиций по отраслям за 2025 год, % г/г



Источник: БНС

Примечание: исключены секторы с долей менее 2%

В отраслевой структуре инвестиций сектор операций с недвижимостью вышел на лидирующие позиции с долей в 18,0%. За счет наращивания инвестиций в отрасли электро-, водоснабжения их доля в объеме инвестиций выросла с 10,1% в 2024 году до 13,4% в 2025 году. Несмотря на положительную динамику доля обрабатывающей промышленности все еще ниже горнодобывающей – 12,3% против 14,1% соответственно.

Доля государственного финансирования в общем объеме инвестиций увеличилась до 21,9% (21,2% в 2024 году). Без учета бюджетных средств и средств индивидуальных застройщиков рост инвестиций составил 12,0% г/г. Сократилась доля собственных средств предприятий, которые также включают средства квазигоскомпаний – с 64,5% в 2024 году до 61,4% в 2025 году. Доля инвестиций за счет кредитов банков выросла с 3,8% в 2024 году до 4,5% в 2025 году.

Назначение инвестиций отражает структуру источников финансирования инвестиций в основной капитал. Основная часть (66,1%) затрат пришлась на работы по строительству и капитальному ремонту зданий и сооружений (+12,7% г/г), которые по большей части финансировались за счет государственных средств в рамках реализации инфраструктурных программ и социальных проектов. Меньшая часть инвестиций (29,4%) была направлена в оборудование и технологии (+13,7% г/г), отражая завершение цикла реализации инвестиционных проектов в сырьевом секторе.

ДОХОДЫ БЮДЖЕТА УВЕЛИЧИЛИСЬ НА ФОНЕ НИЗКОЙ БАЗЫ

В 2025 году доходы государственного бюджета без учета трансфертов составили T24,6 трлн, увеличившись на 14,3% г/г или T3,1 трлн. Этот прирост был в основном обеспечен налоговыми поступлениями, которые выросли на 17,7% г/г или T3,5 трлн. Большую часть налоговых поступлений составляют КПН (27,3%), НДС (26,4%), ИПН (12,3%) и таможенные платежи (10,0%), которые показали значительный рост: на 21,3% г/г, 18,0% г/г, 16,6% г/г и 8,8% г/г соответственно (Таблица 3). При этом неналоговые поступления снизились на 23,4% по сравнению с аналогичным периодом 2024 года. Данное снижение мы уже описывали в нашем [предыдущем макроэкономическом отчете](#), где указали, что это было связано с динамикой доходов от государственной собственности, в частности с получением дивидендов на государственные пакеты акций на сумму T684 млрд в 2024 году: сумма, выделенная на покупку акций АО «Казатомпром» в 2024 году, поступила в бюджет в виде дивидендов и составляла большую часть от общей суммы дивидендов на государственные пакеты акций.

Стоит отметить снижение финансирования бюджета за счет трансфертов из НФ, сумма которых за 2025 год составила 17,6% (20,6% в 2024 году) от всех доходов государственного бюджета. К концу года фактическое выделение трансфертов составило T5,25 трлн, что составило 100% от запланированных показателей. В результате план по поступлениям в государственный бюджет был выполнен на 100,1%. С другой стороны, план по налоговым поступлениям был не выполнен на 1,7%, что было компенсировано перевыполнением со стороны неналоговых поступлений на 52,6%. Такое перевыполнение плана по неналоговым поступлениям связано со значительным сбором штрафов (136,6% к плану), которые составили 21% всех неналоговых поступлений в 2025 году.

Таблица 3. Структура налоговых поступлений государственного бюджета за 2025 год

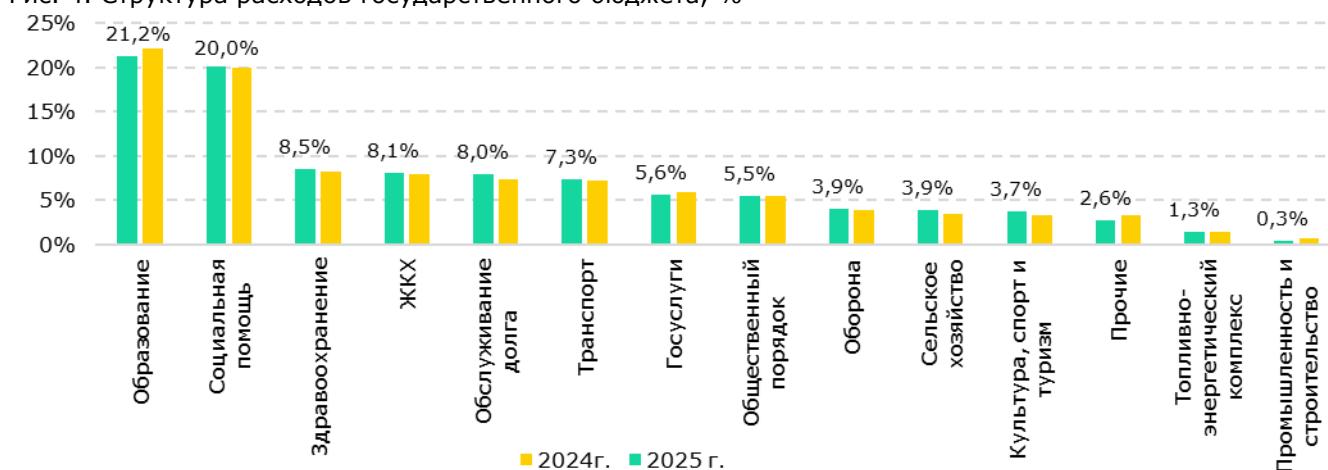
	Доля за 12M2025, %	Рост за 12M2025, % г/г	Рост за 12M2024, % г/г
КПН	27,3	21,3	3,3
НДС	26,4	18,0	-8,7
ИПН	12,3	16,6	23,1
Таможенные платежи	10,0	8,8	-0,8

Источник: МФ РК

Расходная часть бюджета демонстрировала устойчивый рост. Затраты государственного бюджета за 2025 год составили T33,4 трлн, увеличившись на 10,3% г/г или T3,1 трлн. Основными направлениями являлись образование (21,2%), социальная помощь (20,0%), здравоохранение (8,5%), ЖКХ (8,1%) и обслуживание долга (8,0%), тогда как на оборону, культуру и туризм, ТЭК было выделено 3,9%, 3,7%, 1,3% соответственно (Рис. 4). Зафиксированы значительные изменения в структуре расходов по следующим направлениям: доля расходов на образование в общем объеме затрат уменьшилась с 22,1% в 2024 году до 21,2% на конец 2025 года, в сельском хозяйстве увеличилась с 3,4% до 3,9%. Доля обслуживания долга выросла с 7% на конец 2023 года до 7,4% годом позже и достигла 8% к концу 2025 года, что указывает на возрастающую долговую нагрузку на бюджет и требует особого внимания при планировании фискальной политики.

Особое внимание заслуживают области здравоохранения и образования, как ключевые сферы для развития человеческого капитала, имеющие мультипликативный эффект для долгосрочного экономического роста. Если за 2024 год расходы на здравоохранение снизились на 0,1% г/г, то их увеличение в 2025 году на 13,9% г/г может говорить о восстановлении роста. В структуре бюджетных расходов в 2023 году доля здравоохранения находилась на уровне 9,4%, тогда как в 2024 и 2025 годах она снизилась до 8,2% и 8,5% соответственно. Отметим, что без должной поддержки этой сферы невозможно обеспечить улучшение качества жизни населения и устойчивое социальное развитие. Расходы на образование демонстрировали более умеренную динамику, их доля в структуре расходов по итогам 2025 года составила 21,2% (22,1% за 2024 год), а сами расходы увеличились на 5,9%.

Рис. 4. Структура расходов государственного бюджета, %



Источник: МФ РК

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

СОКРАЩЕНИЕ ФИСКАЛЬНОГО СТИМУЛИРОВАНИЯ

По данным Нацбанка, на конец декабря 2025 года объем средств Национального фонда составил \$63,8 млрд, увеличившись на 8,5% г/г. При этом инвестиционные доходы от управления фондом за 9M2025 увеличились на 29,3% г/г.

Поступления в НФ без учета инвестиционного дохода за 2025 год снизились на 1,8% г/г. Основной причиной снижения поступлений в годовом сравнении стало уменьшение прямых налогов от организаций нефтяного сектора на 2,2% г/г, что, в свою очередь, связано со снижением цен на нефть. Наиболее заметное падение было зафиксировано по рентному налогу на экспорт (-19,3% г/г), доле Республики Казахстан по разделу продукции (-13,0% г/г) и дополнительным платежам недропользователей (-51,3% г/г), которое было частично нивелировано ростом поступлений от налога на добычу полезных ископаемых (+32,1% г/г) и КПН (+2,7% г/г). Также росту активов способствовало незначительное ослабление национальной валюты по отношению к доллару США.

При снижении поступлений и росте дохода изъятия из НФ в 2025 году сократились на 6,3% г/г. Несмотря на это, без учета инвестиционного дохода изъятия из НФ превысили поступления на 28% при средней цене на нефть в [\\$69 за баррель](#) в 2025 году. 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 T2,77 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 (T5,25 трлн). Однако в рамках проактивной роли государства по развитию индустрии в 2026 году правительством планируется значительное увеличение объемов стимулирования экономики через НИХ «Байтерек». Холдингу «Байтерек» будут выделены бюджетные средства в размере T1 трлн. При этом холдинг будет привлекать на локальном и внешнем рынках финансовые ресурсы в объеме до T7 трлн за счет внешнего и внутреннего фондирования. С учетом привлеченных средств холдинг «Байтерек» окажет прямые и косвенные меры поддержки в виде льготного кредитования в объеме порядка T8 трлн в год, что, по сути, будет являться квазифискальным стимулированием.

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

СНИЖЕНИЕ РЕАЛЬНЫХ ЗАРАБОТНЫХ ПЛАТ И РЕАЛЬНЫХ ДОХОДОВ НАСЕЛЕНИЯ

Динамика занятости и заработков

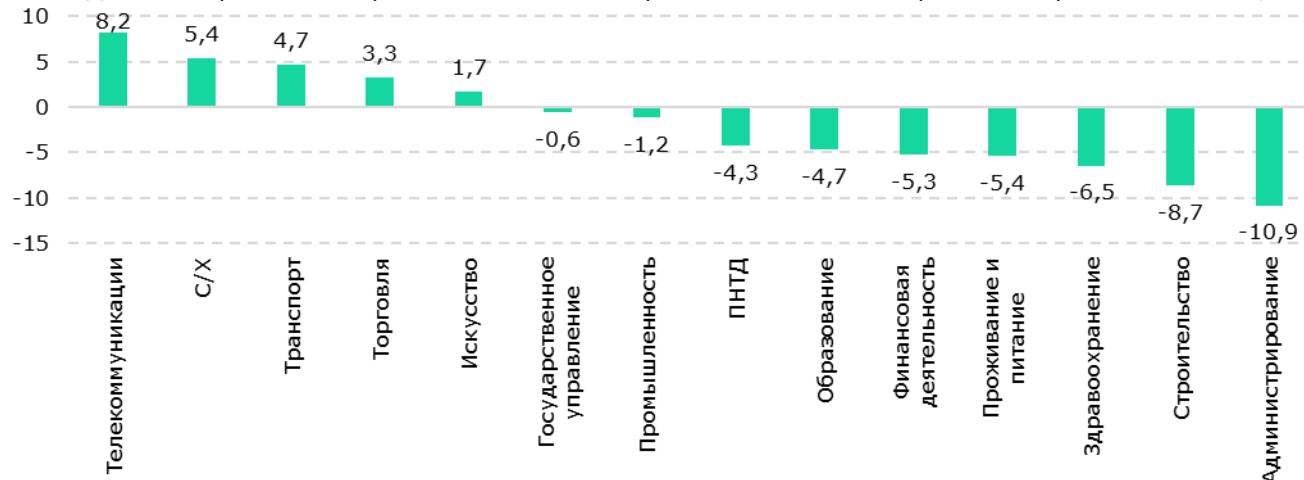
На конец третьего квартала 2025 года количество занятых в экономике составило около 9,3 млн человек, из которых 7,2 млн человек (76,7% от общего числа занятых в экономике) работали по найму, 2,2 млн (23,3%) – самостоятельно занятые. Уровень безработицы уже пять кварталов подряд находится на уровне 4,6%. Женская безработица сохраняется на уровне 5,1%, превышая мужскую (4,1%). Уровень долгосрочной безработицы в третьем квартале 2025 года составил 1,7%, тогда как весь 2024 год данный показатель был на уровне 0,9-1,1%. С другой стороны, уровень молодежной безработицы составил 3%, что является наименьшим показателем по имеющимся данным (с 2010 года).

В третьем квартале 2025 года среднемесячная заработная плата по Казахстану составила T429,4 тыс., увеличившись в номинальном выражении на 10% г/г. Темпы роста номинальной зарплаты были нивелированы значительным уровнем инфляции, что привело к снижению реальной зарплаты на 2% г/г. Медианное значение месячной заработной платы ниже среднего и составило в третьем квартале 2025 года T302,6 тыс., что свидетельствует о неравномерном распределении заработных плат среди наемных работников.

Динамика заработных плат в разрезе отраслей демонстрировала дисбаланс: телекоммуникации показали рост реальных зарплат на 8,2% г/г, тогда как в большинстве других отраслей

наблюдалось снижение (Рис. 5). Поскольку доля заработных плат в структуре доходов составляет 66,5%, динамика реальной зарплаты отражается на уровне доходов населения.

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



Источник: БНС

Примечание: ПНТД – Профессиональная, научная и техническая деятельность

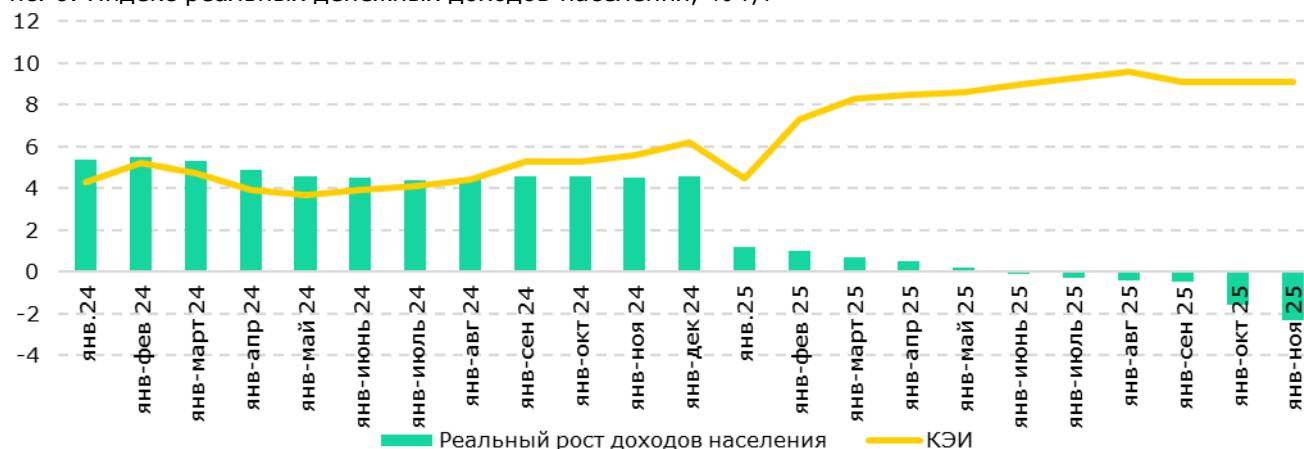
В целом на фоне значительного ускорения инфляции темпы роста реальной заработной платы снижаются, продолжая отставать от роста ВВП. Так, по итогам 2025 года рост экономики составил 6,5% г/г, что контрастирует с отрицательной динамикой реальных зарплат наемных работников за 9 месяцев (-0,4% г/г).

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

Динамика доходов населения и потребления

Реальные доходы населения продолжили снижение, начавшееся в мае 2025 года: -2,3% г/г за 11M2025 (Рис. 6). Значительное влияние на снижение реальных доходов оказало ускорение инфляции – с 8,9% г/г в январе 2025 года до 12,3% г/г в декабре – и ослабление тенге на фоне фиксируемого спада реальной зарплаты, которая является основным компонентом денежных доходов населения (66,5% в структуре дохода). Динамика социальных трансфертов (пенсии, пособия, стипендии, АСП и жилищная помощь) не оказала значимого влияния на совокупные доходы населения ввиду их низкого удельного веса в общей структуре поступлений.

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



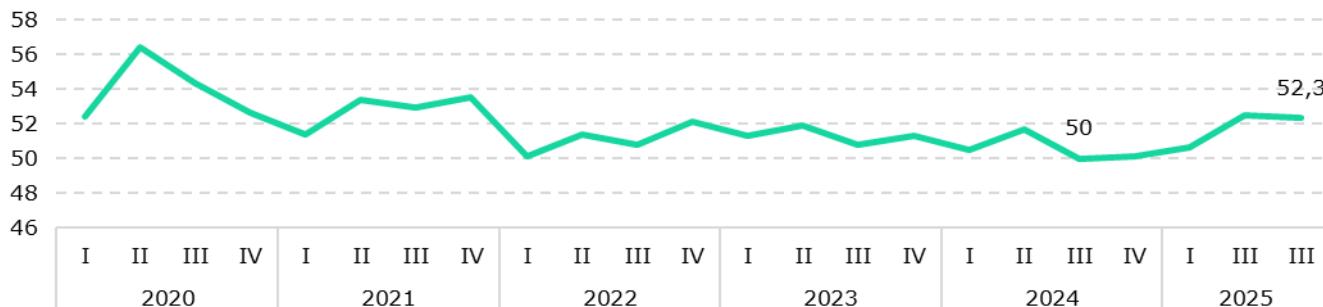
Источник: БНС

Для смягчения последствий снижения доходов населения требуется структурная трансформация экономики, а также перестройка адресной социальной поддержки. Ключевыми приоритетами должны стать структурная диверсификация экономики, стимулирование производительности

труда и инвестиций в человеческий капитал, развитие рыночной конкуренции и бизнес-среды, что позволит восстановить реальные доходы и сбалансирует бюджеты домохозяйств.

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 52,3% в третьем квартале 2025 года (Рис. 7). Такая высокая доля обязательных расходов, сокращая свободные средства населения, сужает потребительский спрос в других секторах.

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



Источник: БНС

Сложившаяся ситуация обусловлена комплексом взаимосвязанных факторов: значительным инфляционным давлением, зависимостью от импорта продовольствия и спецификой рынка услуг. 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 со снижением не только реальных зарплат, но также и других видов дохода. 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.

СОХРАНЕНИЕ ЖЕСТКОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Инфляция в 2025 году перешла к резкому подъему после менее 9% в 2024 году и достигла пика в 12,9% г/г в сентябре. В такой ситуации госорганы оперативно отреагировали, резко «откатив» часть тарифов на ЖКУ, параллельно «заморозив» их вместе с ценами на топливо до 1 квартала 2026 года. Кроме того, наци валюта заметно укрепилась в последнем квартале 2025 года. Это позволило ослабить накал инфляции, и к концу 2025 года она замедлилась до 12,3%. В целом подъем цен охватил практически все группы товаров и услуг, а их годовой рост измерялся двузначными значениями: продовольственные товары (13,5%), непродовольственные (11,1%) и услуги (12%) (Рис. 8).

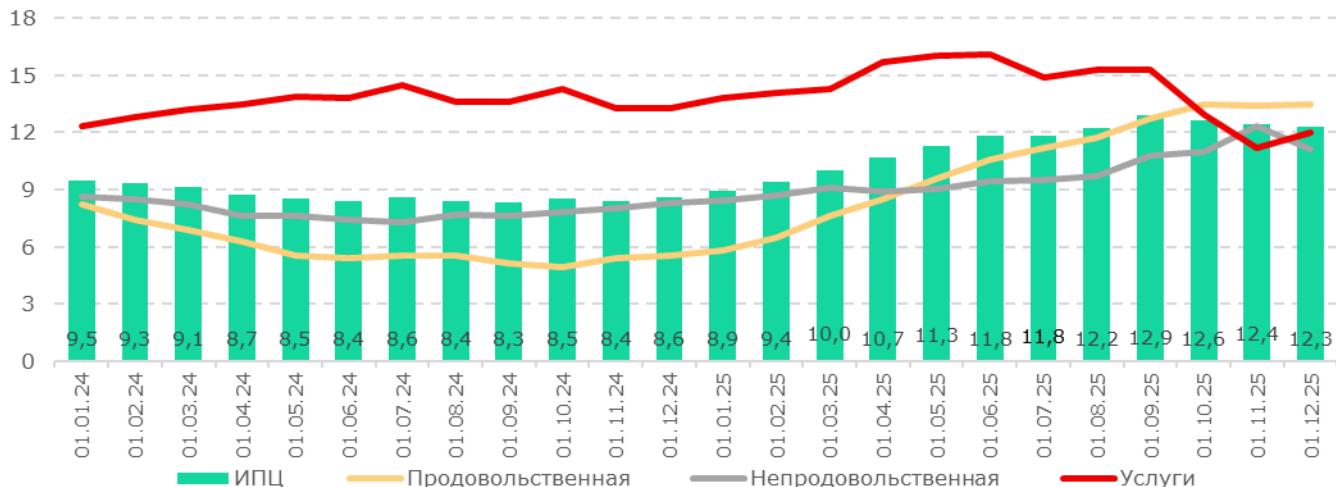
По нашему мнению, на ускорение инфляции в 2025 году повлияли следующие факторы:

- рост регулируемых тарифов и цен на жилищные услуги, воду, электроэнергию, газ и прочее. Помимо прямого влияния на инфляцию, их рост имеет мультипликативный эффект на инфляцию в стране в целом;
- завышенное использование средств Национального фонда в четвертом квартале 2024 года и в первом полугодии 2025 года;
- ослабление тенге со второй половины 2024 года;
- укрепление курса рубля в РФ (ослабление курса тенге к рублю) с марта 2025 года, что негативно повлияло на продовольственную инфляцию;
- высокие инфляционные и девальвационные ожидания населения и бизнеса на фоне предстоящей налоговой реформы;
- повышенный внутренний спрос, в особенности со стороны инвестиций.

Основной вклад в рост цен в 2025 году, безусловно, внесла продовольственная инфляция, которая в 7-ми месяцах из 12-ти превышала 1%, а в остальных в среднем составила 0,8%, что является довольно высоким показателем по историческим меркам. Скачки стоимости услуг

отмечались в начале 2025 года, во втором и третьем кварталах 2025 года со среднемесячным значением в целом по году в 0,9%. Всплески повышения цен со стороны тарифов и стоимости топлива транслировались по цепочке в составляющие потребительской корзины и выступали триггерами общей инфляции. Более сдержанному ускорению роста цен на непродовольственные товары способствовал эффект высокой базы 2024 года, но она также следовала общим повышательным тенденциям на потребительском рынке.

Рис. 8. Инфляция и основные компоненты, % г/г

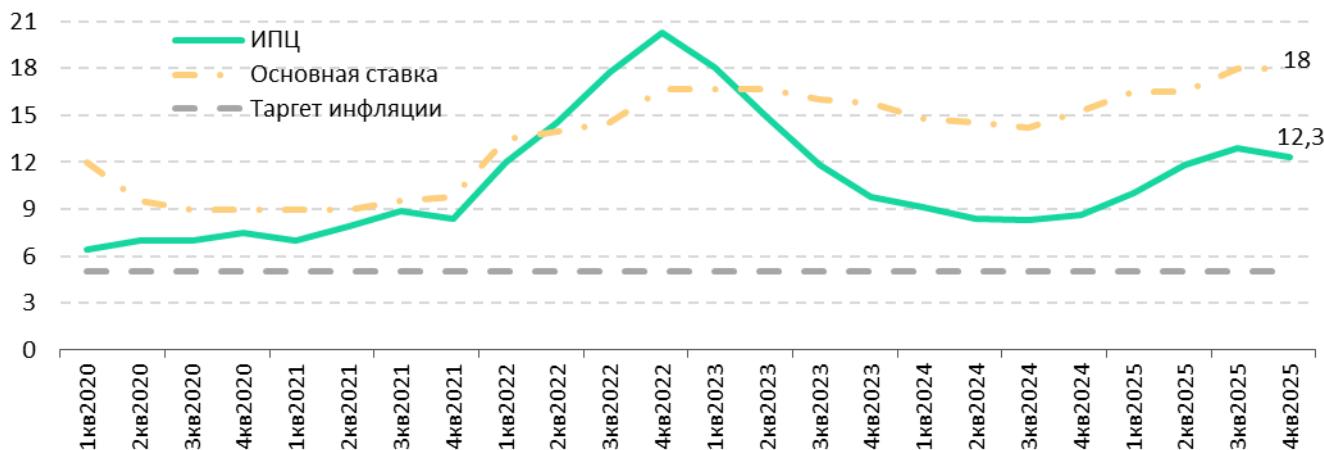


Источник: БНС

В квартальном выражении цены в четвертом квартале 2025 года повысились на 2,2% по сравнению с 2,8%, 2,9% и 3,9% в предыдущих, что также заметно ниже показателя аналогичного квартала 2024 года (2,7%) (Рис. 9). Заморозка тарифов и стоимости топлива вместе с укреплением обменного курса тенге до уровня даже выше конца 2024 года на фоне повышения базовой ставки регулятором в октябре 2025 года сразу на 150 бп до 18% способствовали некоторой стабилизации инфляции.

Для сдерживания ускорившейся инфляции Национальный Банк дважды в 2025 году повысил базовую ставку: первый раз в марте на 125 бп, второй раз в октябре после сентябрьского пика инфляции около 13% сразу на 150 бп с 16,50% до 18,00%. В результате реальная ставка за минусом инфляции сохранялась на повышенном уровне порядка 5,5% на протяжении года. Как было указано в пресс-релизе НБК по результатам заседания в ноябре 2025 года: «*В настоящее время Национальный Банк не видит пространства для снижения базовой ставки до конца первого полугодия 2026 года, принимая во внимание высокие инфляционные ожидания, динамику базовой инфляции и отложенное влияние тарифных и налоговых реформ*».

Рис. 9. Динамика инфляции и базовой ставки, %



Источник: БНС, НБК

Обращает на себя внимание, что регулятор не исключил еще более жесткий вариант своей политики: «*В случае отсутствия убедительных признаков формирования устойчивого тренда на замедление инфляции не исключается возможность ужесточения денежно-кредитных условий.*». Как мы полагаем, жесткая риторика регулятора отражает высокую неопределенность, возникшую на рынке в связи с воздействием двух реформ одновременно в сфере тарифной и фискальной политик и ожидаемых весомых вложений со стороны квазифискального сектора. При этом прогноз регулятора по инфляции на этот год находится в широком диапазоне 9,5-12,5%, хотя верхняя граница текущего прогноза ниже аналогичного на 2025 год в 13%.

Высокий уровень базовой ставки в 18% сам по себе уже делает привлекательными вложения в местные активы, в том числе нивелируя девальвационные ожидания. К примеру, в ноябре-декабре 2025 года был отмечен приток иностранных держателей краткосрочных нот НБК на небольшой объем в T150 млрд, однако в начале 2026 года присутствие иностранных инвесторов в нотах уже не фиксировалось. В целом, по имеющимся данным за ноябрь 2025 года, объем ГЦБ в портфеле нерезидентов вырос на T340 млрд, что пока нельзя назвать существенным. Тогда как обозначенное намерение регулятора удерживать ставку высокой в первой половине 2026 года должно способствовать формированию предсказуемости настроений у участников рынка на данном временном горизонте. Здесь можно отметить, что ставки TONIA в основном консолидируются у нижней границы диапазона на уровне в 17%.

Повышение МРТ для БВУ в сентябре 2025 года повлекло за собой сокращение избыточной ликвидности в экономике примерно на T2 трлн, временно усилив возможности регулятора по связыванию избыточной ликвидности в финансовой сфере. Учитывая, что резервные требования повышаются еще в будущем, влияние от их повышения, с одной стороны, косвенно уменьшит давление инфляции, но, с другой стороны, также может сократить ликвидность в экономике.

На наш взгляд, эффект от повышения налогов с 2026 года будет носить двоякий характер: с одной стороны будет стимулировать инфляцию за счет повышенных ставок, однако, с другой стороны, ограничит спрос в экономике, которая и без того перейдет в фазу охлаждения из-за резкого спада темпов расширения нефтедобычи и планируемого властями сдержанного повышения расходов бюджета ниже темпов инфляции. Высокая базовая ставка вместе с регуляторными мерами по замедлению темпов роста потребительского кредитования окажут дополнительное ограничивающее влияние на внутренний спрос. Ожидаемое ослабление рубля вследствие его переоцененности, более низкие темпы роста внутренних цен в РФ также положительно отразятся на ценах импортируемой продукции.

В то же время рост ставки НДС, квазифискальное финансирование на существенные T8 трлн, повышение тарифов госмонополий и ослабление курса тенге к доллару будут способствовать поддержанию инфляционного давления в экономике.

Мы не меняем наш предыдущий прогноз, инфляция в конце 2026 года, по нашим оценкам, сложится в диапазоне 10,5-11,5% г/г. Повышение тарифов и налоговые изменения (включая эффект от повышения НДС), а также ослабление курса национальной валюты выступят проинфляционными факторами. 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 ограничения потребительского кредитования, высокой базовой ставки, подавленного роста реальных доходов населения.

НАЦИОНАЛЬНАЯ ВАЛЮТА УКРЕПИЛАСЬ

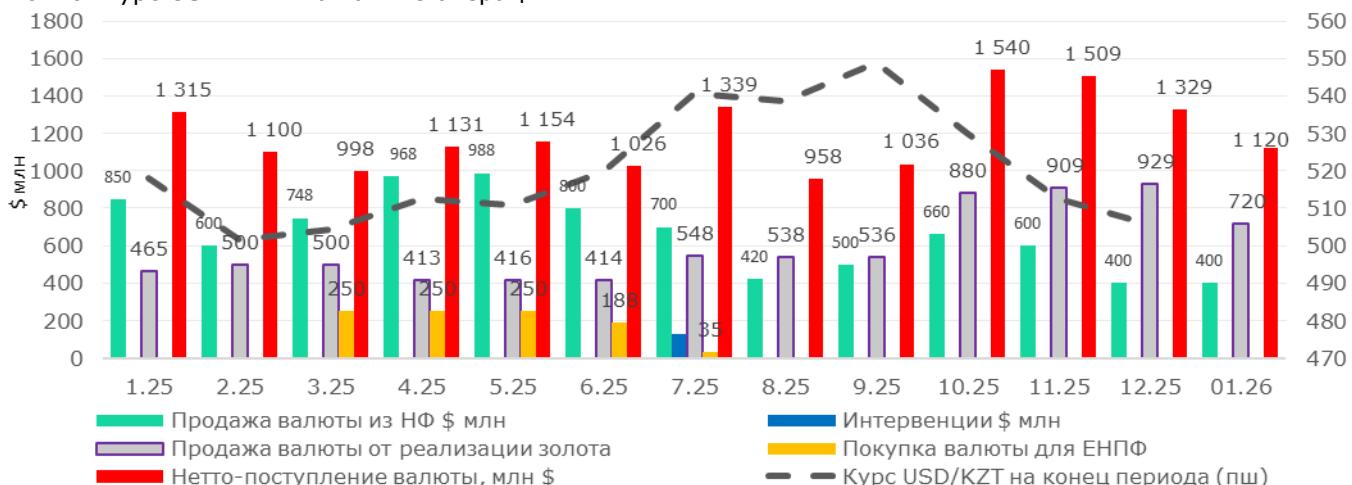
В четвертом квартале 2025 года KZTUSD продемонстрировал укрепление на 7,9% за квартал по отношению к доллару – с 549,07 тенге за доллар в конце сентября до 505,73 за доллар на конец декабря. При этом среднемесячное значение курса за четвертый квартал 2025 года составило 524,76 по сравнению с 536,05 в третьем квартале (Рис. 10).

Укрепление курса тенге в четвертом квартале 2025 года происходило за счет увеличения предложения валюты, связанного с рядом факторов. Значительную роль сыграли валютные заимствования со стороны государственного, квазигосударственного и частного секторов. Кроме того, в рамках запланированного Национальным банком в четвертом квартале 2025 года существенного расширения объемов стерилизации был увеличен объем продаж валюты в рамках

зеркалирования покупок золота. Если в третьем квартале 2025 года в рамках операций с золотом было продано \$1 623 млн, то в четвертом – \$2 717 млн.

Повышение базовой ставки НБК до 18,0% в октябре привлекло иностранных портфельных инвесторов в ГЦБ, что также способствовало росту предложения валюты. За четвертый квартал 2025 года объём вложений нерезидентов в ГЦБ вырос на T627 млрд до T2 трлн. Покупка валюты для ЕНПФ с августа была приостановлена.

Рис. 10. Курс USDKZT и валютные операции НБК



Источник: НБК

Примечание: данные за январь 2026 года являются прогнозными

В декабре 2025 года национальная валюта продемонстрировала дополнительное уверенное укрепление, получив поддержку со стороны альтернативного предложения валюты. По ключевым направлениям предложения валюты (НБК, квазигоссектор, инвесторы-нерезиденты в ГЦБ) в декабре 2025 года наблюдалось сокращение на \$651 млн по сравнению с ноябрьским показателем. Несмотря на это, биржевой оборот резко возрос до \$7,9 млрд, что значительно выше объемов ноября (\$5,6 млрд), в результате тенге укрепился. Низкая ликвидность валютного рынка, ограниченное количество участников и неразвитость рынка деривативов определяет уязвимость валютного рынка. Регулярное возникновение существенных дисбалансов между спросом и предложением валюты на рынке может приводить к высокой волатильности курса тенге.

В декабре чистые продажи валюты НБК на бирже составили \$1 329 млн (\$1 509 млн в ноябре и \$1 540 млн в октябре). Продажа валюты из НФ в декабре составила \$400 млн (\$600 млн в ноябре и \$660 млн в октябре). 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. Планируемое сокращение операций зеркалирования в первом квартале 2026 года в сочетании с плановым снижением продаж валюты из Национального фонда формирует давление на курс тенге.

По нашим прогнозам, при среднегодовой цене нефти на уровне \$60 за баррель USDKZT к концу 2026 года сложится на уровне 580-590 тенге за доллар. Основными факторами ослабления курса тенге могут стать волатильность цен на нефть, сужение профицита торгового баланса вследствие недостаточного роста экспорта и снижение валютных поступлений; охлаждение инвестиционной активности нерезидентов на рынке ГЦБ, а также сокращение продаж валюты из Национального фонда. В долгосрочной перспективе устойчивость тенге будет определяться способностью экономики сокращать импортную зависимость и диверсифицировать структуру экспорта.

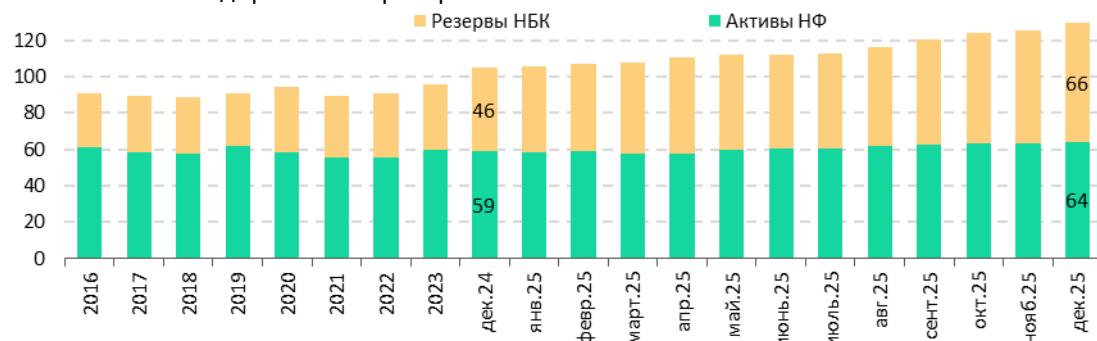
МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ УВЕЛИЧИЛИСЬ БЛАГОДАРЯ ЦЕНАМ НА ЗОЛОТО

Консолидированные международные резервы Казахстана на конец декабря 2025 года составили почти \$130 млрд, увеличившись с начала года почти на четверть или \$25 млрд в абсолютном выражении. Столь высокий рост резервов был обеспечен главным образом увеличением

золотовыхалютных активов НБК на 43,4% с начала года до \$65,7 млрд (+\$19,9 млрд), тогда как валютные активы НФ за указанный период выросли на 8,5% до \$63,8 млрд (+\$5 млрд) (Рис. 11).

В составе международных резервов активы в свободно конвертируемой валюте (СКВ) уменьшались практически на протяжении всего года, особенно сильно во второй половине 2025 года, и сократились на 15,9% до \$18,5 млрд. Тогда как монетарное золото, доля которого в структуре резервов составляет свыше 70%, удвоилось за год до \$47,2 млрд. Такой результат объясняется одновременным увеличением как физического объема золота, так и его стоимости.

Рис. 11. Консолидированные резервы Казахстана



Источник: НБК (за декабрь 2025 года предварительные данные)

По данным World Gold Council, за 11 месяцев 2025 года Национальный Банк приобрел около 49 тонн золота, заняв вторую строчку среди центробанков мира после Польши по объему покупок. Учитывая, что годовой объем производства аффинированного золота в стране составил порядка 71 тонны в 2025 году, денежный регулятор мог приобрести примерно 75% от всего выпуска. 2025 год для цен на золото стал наилучшим с 1981 года с ростом средней цены за год на 44%. С начала 2026 года цены продолжают упорно расти и уже достигли новых максимумов на уровне выше \$5 000 за унцию.

Рост валютных активов НФ в 2025 году прежде всего был обеспечен за счет инвестиционного дохода, который, по данным Министерства финансов, составил T6,5 трлн (+29,3% г/г). Вместе с тем наблюдался значительный отток средств из НФ (T5,3 трлн), который в долларовом эквиваленте сложился на уровне \$10,2 млрд. Так, изъятия из НФ превысили налоговые поступления на T1,6 трлн, при этом эти поступления упали примерно на 2% за год, что связано со снижением нефтяных котировок, падение которых частично компенсировало увеличение нефтедобычи и ослабление курса нацивалюты.

Приложение 1. Отдельные макроэкономические показатели Казахстана

	2020	2021	2022	2023
ВВП, Т трлн	70,6	84,0	103,8	120,6
ВВП, \$ млрд	171,1	197,1	243,6	264,3
ВВП, % г/г	-2,5	4,3	3,2	5,1
Промпроизводство, % г/г	-0,5	3,6	1,2	4,3
Добыча нефти, в млн тонн	85,7	85,9	84,2	89,9
Инвестиции, % г/г	-3,9	3,7	9,2	13,7
Среднемесячная заработка плата, Т тыс.	213,0	250,3	309,9	358,0
Среднемесячная заработка плата, \$	498,0	587,5	672,9	784,6
Инфляция, % г/г	7,5	8,4	20,3	9,8
Ненефтяное сальдо конс. бюджета, % ВВП	-13,1	-9,6	-9,3	-9,7
Государственный долг, % ВВП	29,2	26,2	24,4	22,5
Экспорт товаров, \$ млрд	44,1	65,8	85,6	79,9
Импорт товаров, \$ млрд	38,1	41,6	50,6	59,7
Текущий счёт, % ВВП	-6,4	-1,3	3,1	-3,2
Международные резервы НБК, \$ млрд	35,6	34,4	35,1	36,0
Валютные активы Национального фонда, \$ млрд	58,7	55,3	55,7	60,0
Цена на нефть, Brent, сред., USD/барр.	42,3	70,4	99,8	82,6
Обменный курс, USDKZT на к.п.	420,7	431,7	462,7	454,6
Обменный курс, USDKZT средний	413,0	426,0	460,5	456,3
	2024	6M2025	9M2025	2025
ВВП накоплено, % г/г	5,0	6,3	6,3	6,5
Промпроизводство накоплено, % г/г	3,3	6,5	7,4	7,5
Розничная торговля накоплено, % г/г	9,8	6,6	7,1	7,5
Инвестиции накоплено, % г/г	7,5	19,3	13,5	13
Инфляция, % г/г	8,6	11,8	12,9	12,3
Базовая ставка, %	15,25	16,50	16,50	18,00
Обменный курс, USDKZT на к.п.	523,5	520,4	548,8	502,6

Источник: БНС, НБК, МФ РК

Аналитический центр

При использовании материала из данной публикации ссылка на первоисточник обязательна.

© 2026 АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с цennыми 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 цennыми бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

© 2026, все права защищены.

Аналитический центр

Мадина Кабжалирова
Асан Курманбеков
Салтанат Игенбекова
Арслан Аронов

+7 (727) 339 43 86

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
s.igenbekova@halykfinance.kz
aaronov@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