

Макроэкономический обзор

2 квартал 2026 года

Несмотря на сохраняющуюся геополитическую неопределенность и высокую волатильность мировой экономики, Казахстан во втором квартале сохранил макроэкономическую устойчивость. Высокая привлекательность государственных ценных бумаг для иностранных инвесторов поддержала тенге и способствовала дальнейшему замедлению инфляции. В то же время ключевыми рисками до конца года остаются нестабильность мирового нефтяного рынка, снижение вклада нефтяных доходов в бюджет и постепенный рост расходов на обслуживание государственного долга.

21 июля 2026 г.

Тайбекұлы А.
Ведущий макроэкономист
ataibekuly@bcc-invest.kz

Ключевые моменты:

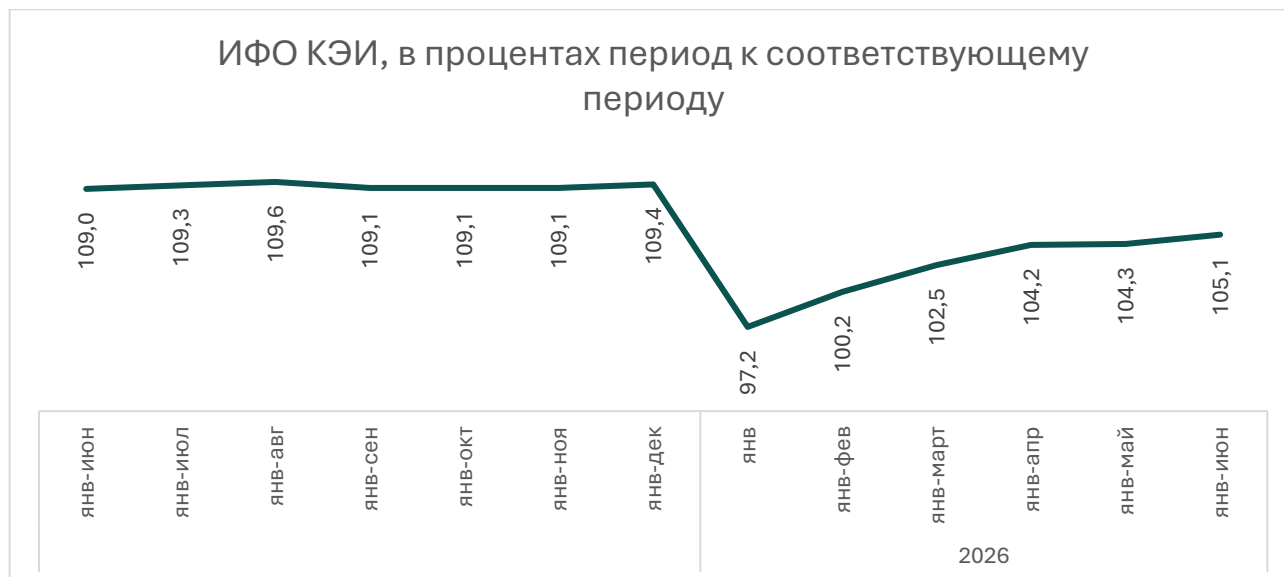
- Объемы добычи нефти восстанавливаются, но остаются ниже уровня прошлого года. Война в Украине продолжает ограничивать логистику, а мировой рынок стал менее чувствителен к геополитическим рискам, поэтому рост цен уже не компенсирует снижение добычи, как в первом квартале.
- Снижение нефтяных доходов бюджета частично компенсируется ростом поступлений по НДС, другим ненефтяным налогам и увеличением размещения государственных ценных бумаг.
- Керри-трейд сохраняет привлекательность. Несмотря на снижение доли нерезидентов в объеме торгов до ~16%, их доля среди держателей ГЦБ выросла до 7,8% в июне и, по нашим оценкам, достигнет 8,1% к концу года.
- Расходы на обслуживание государственного долга увеличились до 16,6% от общих затрат республиканского бюджета против 14,1% годом ранее.
- В июне базовая ставка снижена до 17%. Ожидаем ее дальнейшего снижения в сентябре до ~16,5-16,0% в третьем квартале с сохранением этого уровня до конца года. Более глубокого снижения не ожидаем из-за высоких инфляционных рисков.
- Инфляция замедляется на фоне снижения потребительского спроса и охлаждения кредитования. Однако высокая доля импорта и дерегулирование тарифов не позволят ей устойчиво закрепиться на низком уровне.
- Во втором квартале тенге укреплялся благодаря притоку нерезидентов в ГЦБ и продажам валюты Национальным фондом. Существенного ослабления до конца года не ожидаем, поскольку ГЦБ Казахстана сохраняют привлекательность для иностранных инвесторов.

Экономика: медленный рост на фоне восстановления нефтедобычи

По итогам второго квартала 2026 года экономика Казахстана демонстрирует медленное восстановление после провала в начале года. Так, в январе–июне ключевые отрасли выросли на 5,1% г/г по сравнению с 9,0% за аналогичный период прошлого года.

Основной причиной замедления остается нефтедобывающий сектор. В первом полугодии физические объемы добычи составили 45,6 млн тонн, или 91,6% от уровня соответствующего периода прошлого года, что связано с сохраняющимися сложностями в добыче и транспортировке нефти. Также усложнилась логистика экспорта через территорию России, остановился экспорт в Германию по трубопроводу «Дружба». Таким образом, в отличие от предыдущих лет, нефтяной сектор из драйвера роста превратился в основной фактор его сдерживания.

Рис. 1. Рост ключевых отраслей экономики за 2 квартал 2026 (КЭИ)



Источник: БНС АСПИИР РК

В то же время строительство и торговля продолжают расти, в первую очередь за счет сохраняющегося внутреннего спроса и реализации государственных инвестиционных программ. В частности, в областях Ұлытау, Абай и Туркестанской области развернулся исторический для Казахстана строительный бум, драйверами которого выступают новые инфраструктурные и промышленные мегапроекты.

В области Ұлытау объем строительных работ вырос в 3,2 раза за счет возведения парогазовой установки (60,5 млрд тенге), сернокислотного цеха (70 млрд тенге) и Нового Западного микрорайона в Жезказгане.

В области Абай строятся железнодорожная магистраль «Бахты – Аягоз» протяженностью 303 км, новая ТЭЦ в Семее стоимостью 714 млрд тенге и 35 социальных объектов.

Туркестанская область лидирует по привлечению иностранных инвестиций: на территории СЭЗ Turan одновременно строятся 26 крупных заводов, возводится парогазовая

электростанция в Сайрамском районе стоимостью 800 млрд тенге, а также продолжается расширение Туркестана в рамках нового Генерального плана.

Однако их вклад оказывается недостаточным для компенсации снижения в сырьевом секторе, что формирует более слабую общую траекторию экономического роста.

В целом текущая динамика указывает на формирование более сдержанного экономического цикла в 2026 году по сравнению с 2024–2025 годами, где ключевыми ограничениями стали сочетание факторов со стороны добычи, внешней конъюнктуры и жестких денежно-кредитных условий.

Рис. 2. Рост отдельных отраслей за 2 квартал 2026



Источник: БНС АСПИИР РК

Рост экспорта остается сдержанным, но структура становится более диверсифицированной

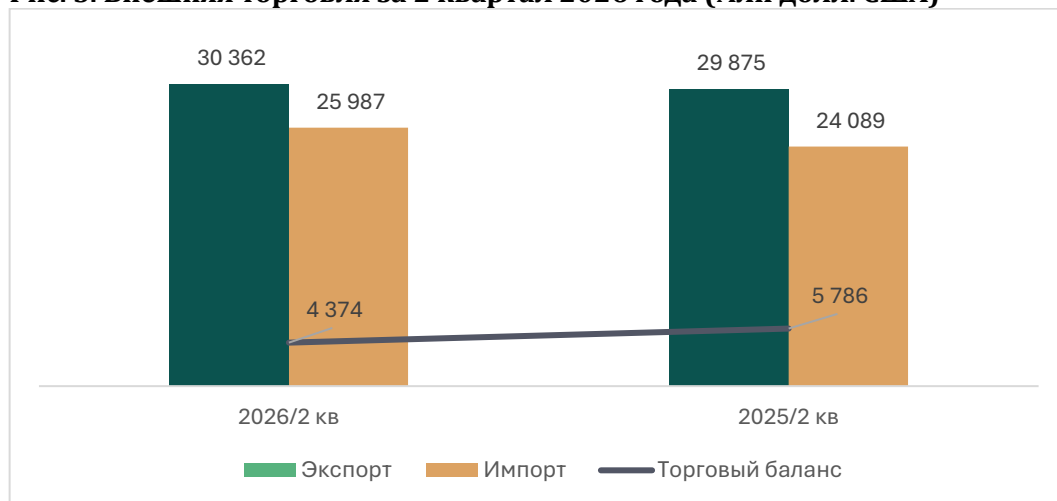
По итогам января–мая экспорт увеличился на 1,6% г/г, тогда как импорт вырос на 7,9%. Основной причиной слабого роста стало сокращение экспорта нефти на 14%.

В то же время по другим ключевым экспортным позициям наблюдается положительная динамика. В частности, экспорт меди продемонстрировал наиболее высокие темпы роста: на 61% в виде руды и на 59% в виде полуфабрикатов, что обусловлено как ростом мирового спроса, так и повышением спотовых цен.

Глобальный спрос на медь продолжает расти на фоне масштабной электрификации мировой экономики. Основными драйверами выступают развитие зеленой энергетики, производство электромобилей и строительство инфраструктуры для искусственного интеллекта (дата-центров), требующих значительных объемов меди.

Одновременно мировой рынок меди сталкивается со структурным дефицитом предложения. Новые месторождения практически не вводятся в эксплуатацию, качество руды на действующих месторождениях в Чили и Перу снижается, а геополитическая напряженность и дефицит серной кислоты для выплавки ограничивают работу металлургических предприятий, поддерживая высокие мировые цены.

Рис. 3. Внешняя торговля за 2 квартал 2026 года (млн долл. США)



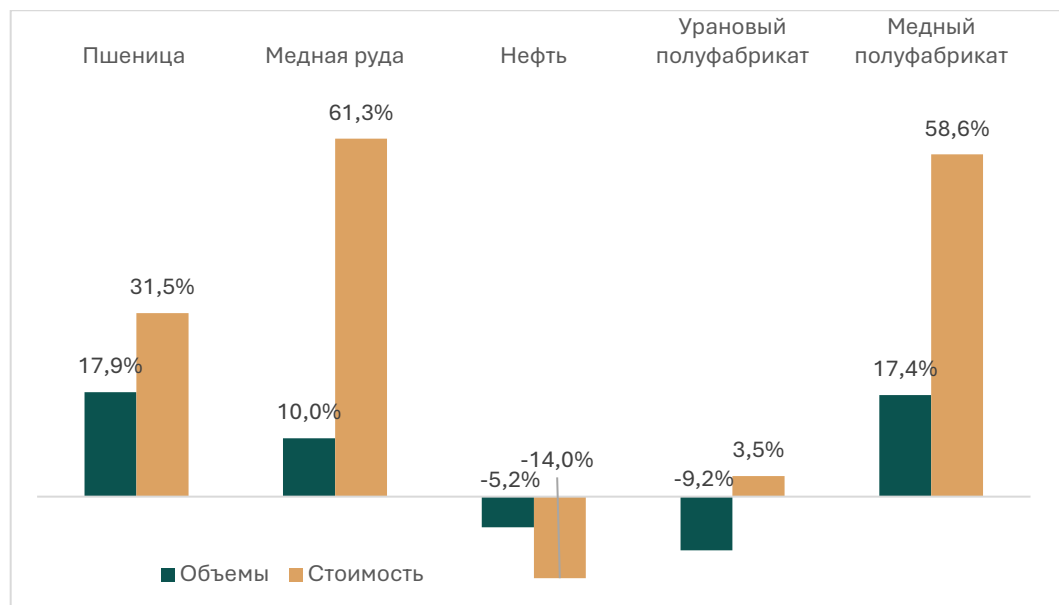
Источник: БНС АСПИИР РК

Структура экспорта остается высококонцентрированной: ключевой вклад по-прежнему обеспечивает нефтяной сектор, на который приходится около 48% поставок. Однако по сравнению с первым полугодием предыдущего года доходы от экспорта нефти не выросли.

Ситуация с экспортом пшеницы, в отличие от предыдущих периодов, улучшилась: экспортная выручка выросла на 31,5% на фоне увеличения физических объемов поставок на 17,9%, что свидетельствует о благоприятной ценовой конъюнктуре наряду с восстановлением объемов экспорта. Обратная картина наблюдается по урановому полуфабрикату: несмотря на снижение физических объемов поставок на 9,2%, стоимость экспорта выросла на 3,5% за счет более высоких мировых цен.

Импорт демонстрирует более устойчивый рост, что связано с активной фазой реализации инфраструктурных проектов и сохранением высокого внутреннего спроса. Рост импорта носит преимущественно инвестиционный и промежуточный характер, чему также способствует увеличение государственных расходов на инфраструктурные проекты. Таким образом, несмотря на формальное расширение экспортных показателей, более высокая динамика импорта приводит к ухудшению внешнего баланса и усиливает давление на счет текущих операций, повышая фундаментальные риски для валютного рынка.

Рис. 4. Экспорт основных позиций за 2 квартал 2026 года (г/г)



Источник: БНС АСПИИР РК

Согласно нашему прогнозу, во второй половине года внешнеторговая активность продолжит восстанавливаться, в результате чего экспорт по итогам года достигнет около \$75,0 млрд, импорт — \$65,4 млрд, а профицит торгового баланса увеличится до \$9,5 млрд.

Таб. 4. Прогноз внешней торговли до конца 2026 года

	Фактически		Прогноз	
	1 квартал	2 квартал	3 квартал	4 квартал
Экспорт	17 992	36 175	55 164	74 966
Импорт	14 911	30 677	47 582	65 439
Торговый баланс	3 082	5 498	7 582	9 527

Источник: БНС РК, прогнозы BCC Invest

Бюджет: меньше зависимости от нефти при растущей долговой нагрузке

Во втором квартале 2026 года доходы бюджета выросли на 5,6% г/г, составив 10 886,9 млрд тенге против 10 313,7 млрд тенге годом ранее. При этом произошли значительные структурные изменения.

Рост налоговых поступлений (+29,2%), главным образом за счет НДС (+41,9%) и корпоративного подоходного налога (+15,7%), компенсировал снижение нефтяных доходов (-28,3%) и трансфертов из Национального фонда (-40,4%). При этом темпы снижения нефтяных доходов заметно замедлились по сравнению с началом года.

Ненефтяные доходы увеличились на 25,7%, что подчеркивает уже сформировавшуюся тенденцию к постепенному снижению зависимости бюджета от нефтяного сектора. Однако на фоне роста расходов (+7,1% г/г) дефицит бюджета расширился до 2 134,4 млрд тенге против 1 537,9 млрд тенге во втором квартале 2025 года (+38,8% г/г).

В отличие от начала года, новые заимствования растут умеренно (поступления по займам увеличились на 4,0% г/г) — основную часть выпадающих нефтяных доходов теперь

компенсирует рост ненефтяных поступлений, а не наращивание долга. Тем не менее накопленный ранее долг создает растущую нагрузку на бюджет: расходы на его обслуживание выросли на 26,2% г/г. А доля в затратах составила 16% против 14% за тот же период прошлого года.

Инфляционное давление медленно ослабевает

В течение первого полугодия 2026 года инфляционное давление в экономике Казахстана постепенно снижалось, что во многом связано с замедлением экономической активности и охлаждением кредитного рынка. При этом мы ожидаем, что дальнейшая дезинфляция не будет линейной: после локального минимума около 9,3% в сентябре (за счет сезонного удешевления овощей нового урожая) инфляция, по нашим оценкам, вновь ускорится и приблизится к 11,2% к концу года.

Рис. 5. Инфляция за 2 квартал и прогноз до конца 2026 года (г/г)



Источник: расчеты BCC Invest

Ожидаемое ускорение инфляции к концу года во многом связано с ослаблением административных ограничений на цены: снятие действовавшего в прошлом году моратория на индексацию коммунальных тарифов, а также дерегулирование цен на нефтепродукты и газ будут напрямую отражаться в тарифах для населения. Дополнительное давление продолжает формироваться через продовольственный и валютный каналы: доля России в казахстанском импорте выросла примерно до 32% с около 29% в начале года, что усиливает перенос российской инфляции на внутренний рынок, в первую очередь через продовольственные товары. Ослабление тенге по отношению к рублю дополнительно удорожает импортируемые товары, что поддерживает инфляцию даже в условиях жесткой денежно-кредитной политики.

Снижение ставки не ослабляют тенге

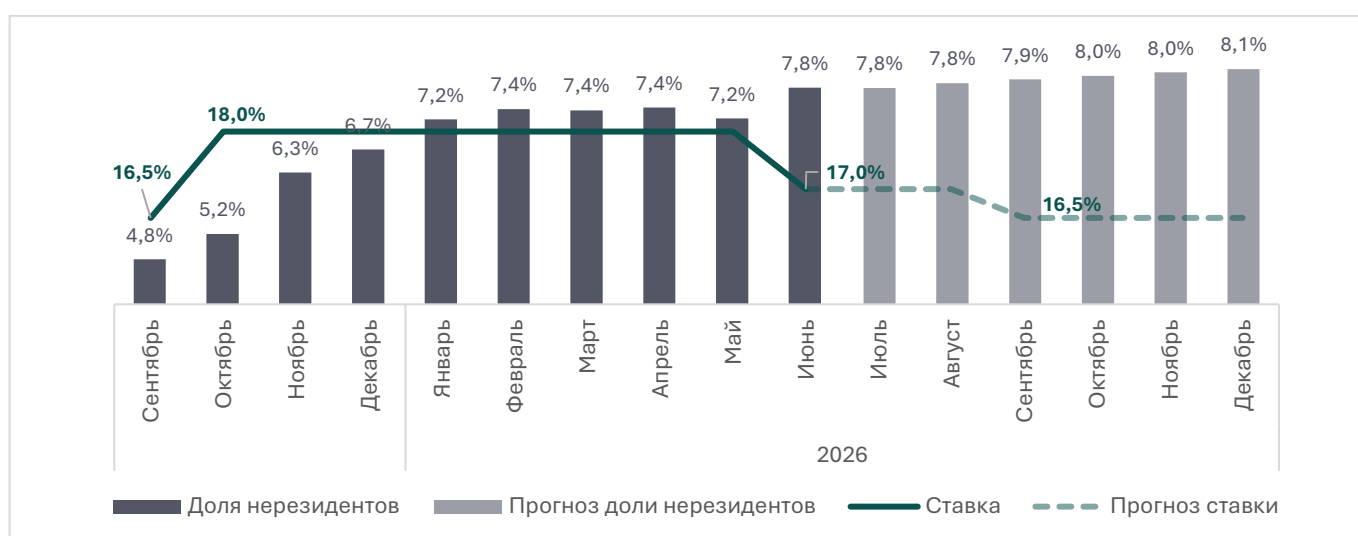
Национальный банк приступил к циклу снижения базовой ставки: в июне она была снижена с 18% до 17%, что произошло раньше, чем предполагалось ранее.

Согласно нашим ожиданиям, ставка продолжит снижаться и составит около 16,5% к концу третьего квартала, оставаясь на этом уровне до конца 2026 года при условии сохранения тенденции к замедлению инфляции.

Текущая политика носит явно сдерживающий характер и направлена на охлаждение кредитной активности и снижение инфляционного давления. Однако ее эффективность ограничена, поскольку значительная часть инфляции формируется под воздействием немонетарных факторов.

В то же время высокая базовая ставка выступает дополнительным фактором сдерживания кредитования населения наряду со снижением реальных доходов населения.

Рис. 6. Базовая ставки и доля нерезидентов в ГЦБ

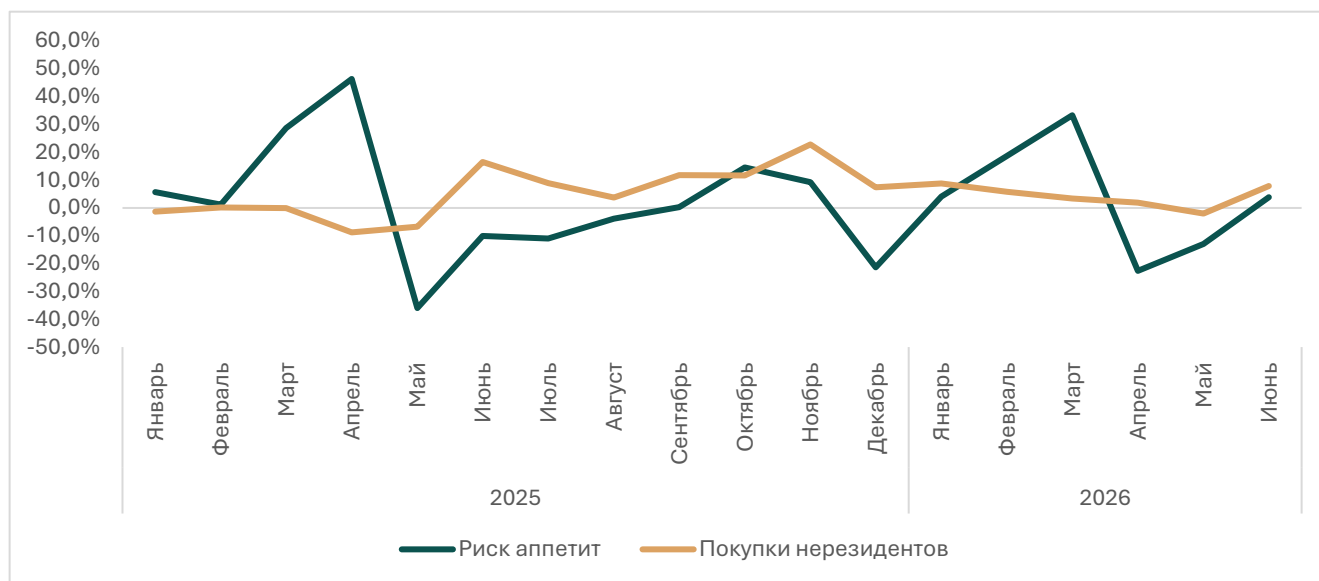


Источник: расчеты авторов по данным НБ РК, Центральный депозитарий (KCSD)

Во втором квартале курс тенге к доллару продолжил укрепляться за счет притока иностранного капитала на рынок государственных ценных бумаг, при этом снижение базовой ставки не привело к оттоку нерезидентского капитала. Дополнительную поддержку национальной валюте оказали чистые продажи долларов США на валютном рынке за счет средств Национального фонда и квазигосударственного сектора.

Глобальный риск-аппетит и спрос на ГЦБ Казахстана

Сопоставление темпов покупок ГЦБ с динамикой глобального риск-аппетита указывает на наличие выраженной циклической зависимости. Снижение VIX и улучшение настроений на мировых финансовых рынках, как правило, сопровождаются ускорением покупок казахстанских государственных облигаций, особенно со стороны нерезидентов. В периоды роста глобальной неопределенности приток иностранного капитала замедляется или сменяется оттоком. Для резидентов аналогичная зависимость также прослеживается, однако ее амплитуда существенно ниже, что свидетельствует о большей роли внутренних факторов в формировании их инвестиционного спроса. Полученные результаты подтверждают высокую чувствительность иностранного спроса на казахстанские ГЦБ к изменению глобальных финансовых условий.

Рис. 7. Покупки ГЦБ нерезидентами и глобальный риск-аппетит

Источник: расчет авторов на основе данных НБ РК

Национальный банк ввел новый механизм операций с валютой Национального фонда: трансферты будут зачисляться на счет Национального банка, после чего валюта будет продаваться на рынке по мере необходимости. Помимо стандартной ежемесячной покупки в объеме 200 млн долл. для нужд бюджета, было дополнительно закуплено 460 млн долл., что также могло способствовать укреплению курса до 475 тенге за доллар в среднем за июнь.

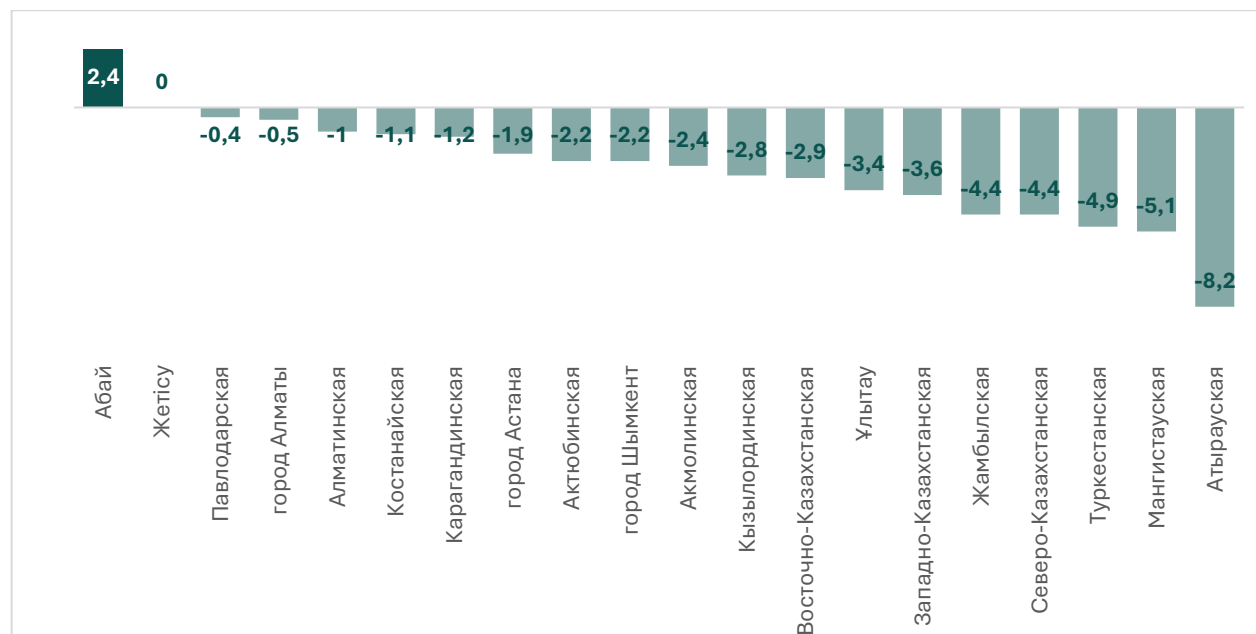
Еще одним фактором укрепления мог стать приток капитала нерезидентов в государственные ценные бумаги. В июне объем их вложений вырос на 185 млрд тенге, а доля нерезидентов в базе держателей увеличилась до 7,76% с 7,23% в мае. Несмотря на то, что доля нерезидентов в объеме торгов в июне снизилась до 16%, это, скорее всего, свидетельствует о сокращении их торговой активности, тогда как ранее приобретенные бумаги инвесторы удерживают до погашения, что и отражается в росте их доли в базе держателей.

По нашим оценкам, устойчивый приток нерезидентов в ГЦБ, несмотря на снижение ставки, объясняется постепенным и заранее предсказуемым характером цикла смягчения: даже после снижения казахстанские ставки остаются существенно выше глобального уровня риска, что сохраняет привлекательность керри-трейда.

Реальные зарплаты продолжают снижаться

Рынок труда Казахстана сохраняет стабильность по занятости, однако реальные доходы продолжают снижаться. Во 2-м квартале 2026 года средняя зарплата по стране составила 461,5 тыс. тенге, при этом в реальном выражении она снизилась на 2,3% г/г на фоне опережающей инфляции. Динамика существенно различается по отраслям: наиболее заметное снижение реальных зарплат показали ИТ (-8,0%), образование (-6,7%) и гостиничный и ресторанный бизнес (-6,4%), тогда как в сельском хозяйстве (+7,7%) и финансовом секторе (+5,7%) реальные зарплаты, напротив, выросли.

Рис. 8 Реальный рост зарплат по регионам - 2 кв. 2026 (% г/г)



Источник: БНС АСПИИР РК

Структурно сохраняются значительные дисбалансы: разрыв в оплате труда между регионами превышает двукратный уровень, а между секторами достигает трехкратного значения. Наиболее высокие зарплаты наблюдаются в добывающем и финансовом секторах, тогда как в образовании, здравоохранении и сельском хозяйстве уровень оплаты труда существенно ниже среднего.

При этом наиболее сильное снижение реальных зарплат произошло в нефтедобывающих регионах — Атырауской и Мангистауской областях. Вероятной причиной стало сокращение бонусных выплат на фоне снижения объемов добычи.

Структурно сохраняются значительные дисбалансы: разрыв в оплате труда между регионами превышает двукратный уровень, а между секторами достигает трехкратного значения. Наиболее высокие зарплаты наблюдаются в добывающем и финансовом секторах, тогда как в образовании, здравоохранении и сельском хозяйстве уровень оплаты труда существенно ниже среднего.

При этом наиболее сильное снижение реальных зарплат произошло в нефтедобывающих регионах — Атырауской и Мангистауской областях. Вероятной причиной стало сокращение бонусных выплат на фоне снижения объемов добычи.

Дополнительными факторами неравенства остаются разрыв в доходах между городом и селом, составляющий около 37%, а также более слабая динамика доходов в малом бизнесе.

Рис. 9 Реальный рост зарплат по отраслям - 2 кв. 2026 (% , г/г)



Источник: БНС АСПИИР РК