

# Макроэкономический обзор 2025 Обновленный прогноз





## Уважаемые коллеги, друзья, партнеры!

Мы рады представить вашему вниманию обновленный макроэкономический обзор от BCC Invest за 2025 год. Цель обзора – подвести итоги первой половины года и пересмотреть ключевые макропараметры, чтобы показать, в каком состоянии находится экономика Казахстана и чего ожидать от мирового рынка.

Традиционно мы выпускаем два отчета в год: в январе – с прогнозом на весь год, в сентябре – с корректировкой сценариев. Сентябрь выбран не случайно: именно в это время публикуются большинство макроданных за первое полугодие, а компании раскрывают свои финансовые результаты за второй квартал.

Мы очень надеемся, что этот обзор станет для вас практическим ориентиром при принятии решений. Благодарим вас за доверие и партнерство.

**Команда BCC Invest**

# СОДЕРЖАНИЕ

02	<b>Экономика Казахстана</b>
24	<b>Рынок долга</b>
34	<b>Рынок акций</b>
48	<b>Глобальный рынок</b>
58	Список сокращений
59	Контакты



*Электронная версия  
макроэкономического  
обзора от BCC Invest  
за 2025 год.*



**Султан Жумагали, директор департамента аналитики и исследований**

Самый первый небоскреб, превысивший отметку в полкилометра, – это **Тайбэй 101** в столице Тайваня. Его ключевой особенностью стал 660-тонный шар-демпфер, подвешенный между 87 и 91 этажами. Он гасит колебания от ветра и землетрясений, колеблясь в противофазе зданию и снижая раскачку верхних этажей.

Если представить, что весь рынок – это Тайбэй 101, то шар-демпфер полегчал, провоцируя более сильные раскачки. Высокая стоимость привлечения капитала диктует цены и риски. Доходности длинных госбумаг растут в большинстве развитых экономиках. Причины в каждом регионе разные, начиная от политической нестабильности до расходов на оборону. Однако есть общее – крупные объемы заимствования и нарастающие фискальные риски на фоне широких дефицитов и растущего долга. За последний год самые резкие подъемы 30-летних доходностей пришлось на Японию, Великобританию и Францию. Длинный конец в США находится на уровне доходностей 2008 года – премия за срок растет, и инвесторы требуют большую компенсацию за владение длинными бумагами. Поэтому на тактическом горизонте акции и корпоративный долг выглядят относительно привлекательнее. Фондовые индексы развитых стран в среднем с начала года подросли на более чем 10%. Рост рынков акции был стабильным, но неравномерным, а движущие факторы в каждом регионе отличались.

ФРС впервые в 2025 году снизила ставки на 25 базисных пунктов (0,25%) в ответ на признаки замедления на рынке труда США. Этот проактивный подход к поддержке экономики, даже в условиях высокой инфляции, был положительно воспринят рынками, которые ожидают, что это станет началом серии снижений ставок. В целом крупнейшие центральные банки почти завершили цикл смягчения и действовали агрессивнее, чем ФРС. Так, например, ЕЦБ смог снизить ставку на 2 п.п., так как инфляция приближается к 2%, при этом признаков давления на уровень цен нет – спад в промышленности и сбои в торговых цепочках сдерживают рост. На общем фоне выделяется Банк Японии, который ужесточает политику, нормализуя ее после многолетних отрицательных ставок.

На развивающихся рынках картина осторожно позитивная. Реальные доходности в локальных облигациях EM держатся на максимумах десятилетия. Центробанки в развивающихся странах быстрее и агрессивнее повышали ставки в период глобального всплеска цен. На текущий момент многие регуляторы развивающихся стран сохранили сдерживающую политику и при необходимости имеют пространство для снижения при ослаблении экономики. По этой причине наиболее привлекательным участком остается связка короткая дюрация + верхний сегмент high yield. Речь, прежде всего, о бумагах с рейтингом BB, у которых фундаментальные показатели позволяют в ближайшей перспективе перейти в категорию investment grade. К таким странам относятся, например, Парагвай, Оман, Гватемала и т. д. Будь то суверенные или корпоративные выпуски, эмитенты уровня BB дают удачное сочетание добавки к доходности по сравнению с облигациями развитых стран, а короткий срок до погашения в этих бумагах обеспечивает защиту от краткосрочной рыночной волатильности.

В Казахстане ситуация с рынком долга идентична по логике с другими EM странами. Ставка по-прежнему высокая, а недавно вышедшие данные по инфляции в августе показали ее ускорение до 12,2%. Вследствие этого, по нашей оценке, растет вероятность увеличения базовой ставки до конца года до 16,75–17,00%. Подробные ориентиры по росту, инфляции, ставке и курсу изучайте далее в отчете.



# Экономика Казахстана

- |    |                            |    |                                             |
|----|----------------------------|----|---------------------------------------------|
| 03 | Предисловие                | 12 | Динамика сырой нефти                        |
| 05 | Кратко                     | 15 | Оценка индекса пузыря на рынке недвижимости |
| 06 | Внутренний валовой продукт | 18 | Республиканский бюджет                      |
| 08 | Индекс потребительских цен | 20 | Внешний долг                                |
| 09 | Базовая ставка             | 20 | Внешняя торговля                            |
| 11 | Обменный курс USD/KZT      | 22 | Заработные платы                            |

# ПРЕДИСЛОВИЕ



**Бакберген Токтасын, макроэкономист**

Текущий год стал испытанием для экономики Казахстана: курс большую часть времени держится выше психологической отметки в 500 тенге, внешняя среда остается неопределенной, а после разворота цикла смягчения в конце 2024 года базовая ставка была повышена и к марту достигла 16,5%. Фискальная политика продолжает быть якорем роста, на оставшийся период года у Правительства еще около половины планового объема целевого трансферта, что создает пространство для адресной поддержки и сглаживания шоков при сохранении устойчивости бюджета.

Реальный рост экономики сейчас находится выше своего потенциального уровня – то есть выше того темпа, при котором производственные мощности и занятость задействованы близко к максимуму, без нарастания инфляционного давления. Международные организации, в том числе МВФ (*IMF Staff Concludes Visit to Kazakhstan – 29.05.2025*), Всемирный банк (*Kazakhstan Economic Update – January 2025*) и Азиатский банк развития (*Asian development outlook July 2025*), оценивают среднесрочный потенциал Казахстана примерно в 4% в год. Аналитики BCC Invest разделяют эту оценку: при текущих фактических темпах важно

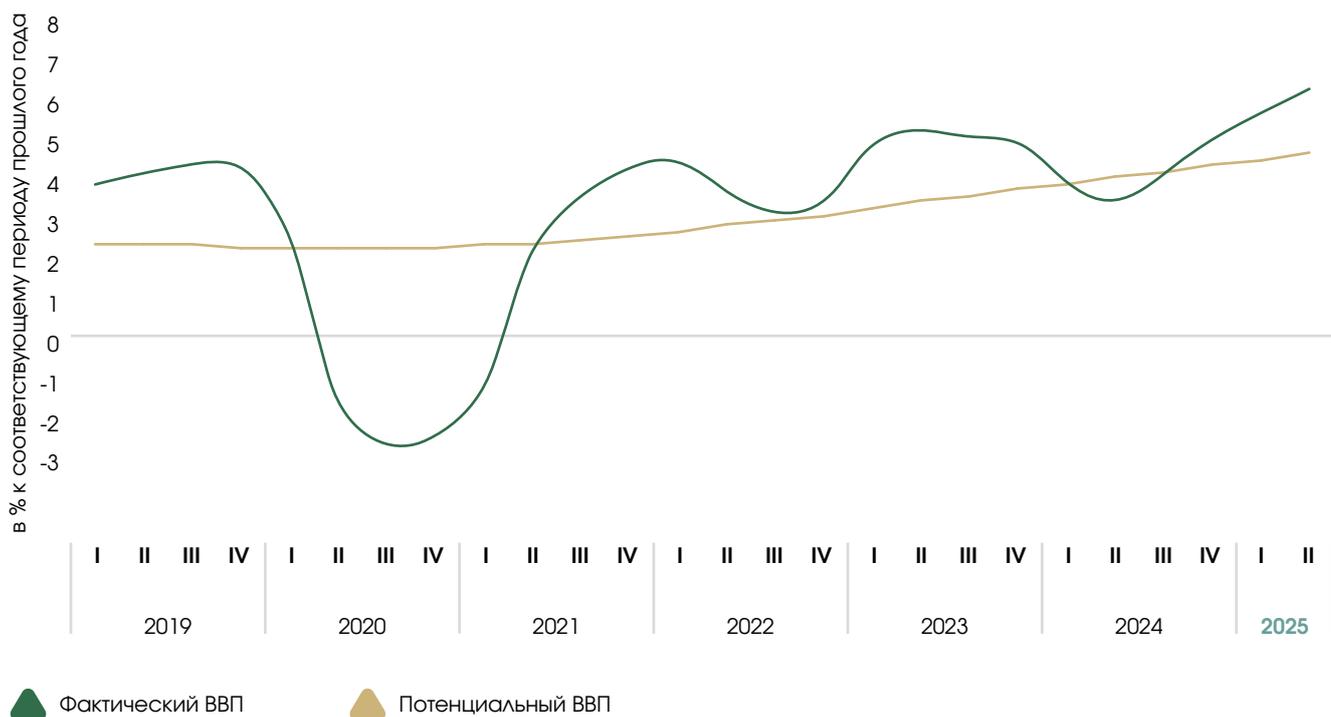


**Айдос Тайбекулы, макроэкономист**

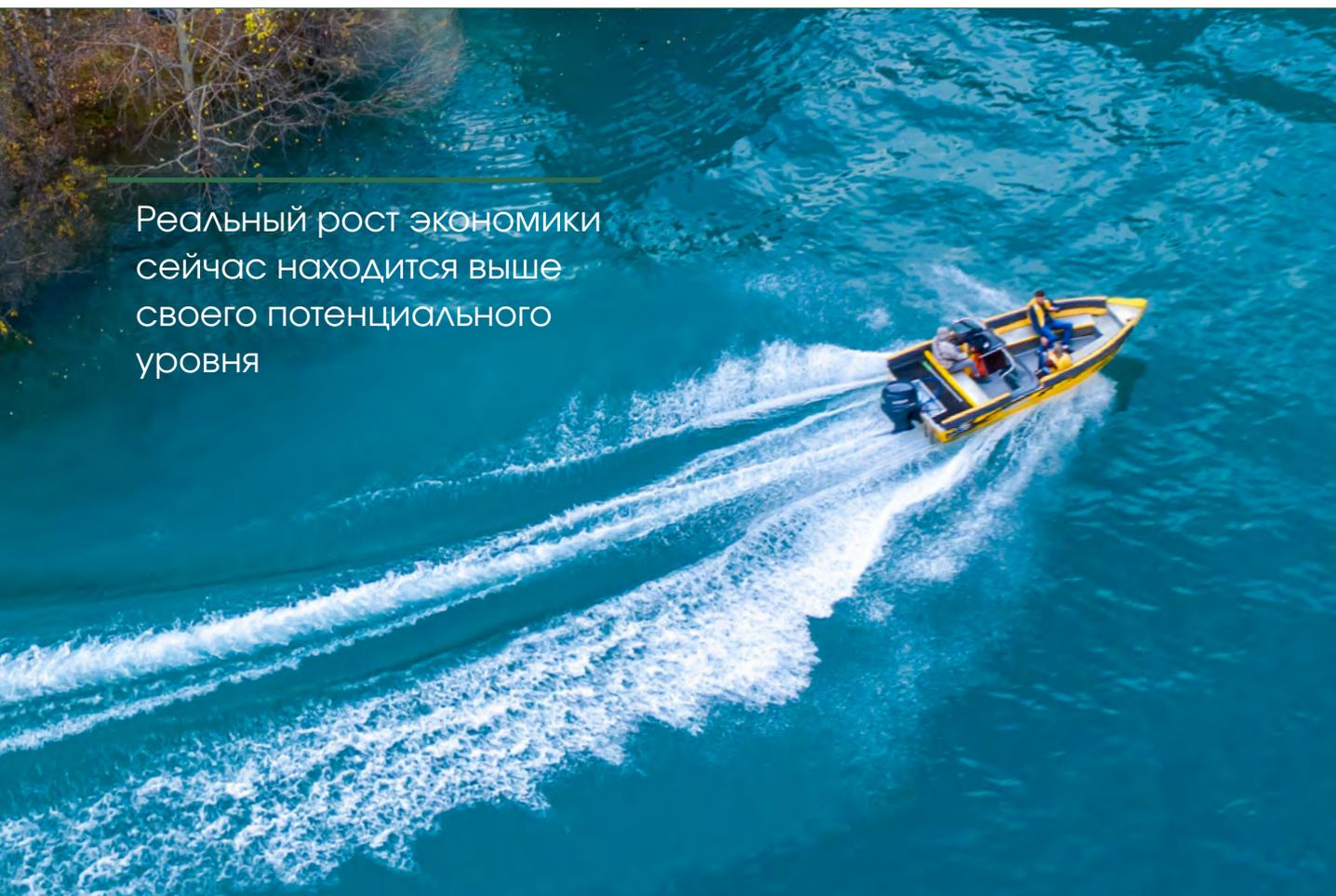
дозировать бюджетный импульс и удерживать прогнозируемую ДКП, смещая акцент на меры со стороны предложения – логистику и инфраструктуру, конкуренцию и частные инвестиции, рост производительности и углубление переработки.

---

Данная часть, посвященная макроэкономической ситуации в Казахстане, предлагает целостный взгляд на экономику страны через призму монетарной и фискальной политики, состояния внешнего сектора и структурных трендов. Акцент сделан на качестве роста: устойчивости к шокам, динамике частных инвестиций и способности экономики наращивать добавленную стоимость. Цель: объяснить, куда и за счет каких факторов движется экономика, чтобы поддержать взвешенные инвестиционные решения.



Источник: данные НБ, анализ BCC Invest



Реальный рост экономики сейчас находится выше своего потенциального уровня

# КРАТКО

## Внутренний валовой продукт

По итогам первого полугодия экономика выросла на 6,2% – драйверами выступили услуги, строительство, логистика и отдельные отрасли обрабатывающей промышленности. До конца года ожидается сохранение темпа около 6,1% – благодаря логистическому и торговому импульсу и реализации инфраструктурных проектов.

## Инфляция

Инфляция закрепилась на двузначных уровнях, но траектория ближе к плато: эффекты прошлых шоков выдыхаются, а ожидания постепенно стабилизируются. К концу года прогнозируется умеренное замедление при условии сдержанной бюджетной динамики и крепкой координации политики.

## Денежно-кредитная политика

Цикл смягчения (*август 2023 – ноябрь 2024*) завершен и развернут: в марте ставка доведена до 16,5% и удерживается для «давления» инфляционных ожиданий. До конца года базовый сценарий – повышение на 25-50 б.п. (*до 17,0%*) с готовностью к более жесткой реакции при усилении проинфляционных рисков.

## Валютный рынок (USD/KZT)

Курс большую часть времени находится выше психологической отметки, а волатильность остается повышенной из-за внешних потоков и импортного спроса. До конца года базово ожидается колебание в заданном коридоре с эпизодами поддержки на налоговых периодах и продажах экспортной выручки.

## Нефтегазовый сектор

Добыча восстанавливалась ступенчато, без выраженных внеплановых остановок, обеспечивая фискальный и внешнеторговый буфер. До конца года нефтяной вклад сохранит поддерживающую роль, при этом ключ к устойчивости – рост несырьевой добавленной стоимости.

## Рынок недвижимости

После перегрева наблюдается фазовая нормализация: активность и цены выравниваются, а предпочтения инвесторов смещаются в сторону менее рискованных финансовых инструментов. До конца года вероятно стабилизация на более фундаментальном уровне при сохранении ограничений доступности ипотеки.

## Республиканский бюджет

Дефицит бюджета снизился за счет роста налоговых поступлений от корпоративного сектора при умеренном увеличении расходов. Возросла доля затрат на обслуживание долга, тогда как финансирование образования и здравоохранения сократилось. Изменения в налоговом и бюджетном кодексах нацелены на переход к контрциклической фискальной политике.

## Внешний долг

Внешний долг остается относительно стабильным, при этом снижение заимствований госорганов и Нацбанка сопровождается ростом обязательств банков второго уровня.

## Товарооборот (внешняя торговля)

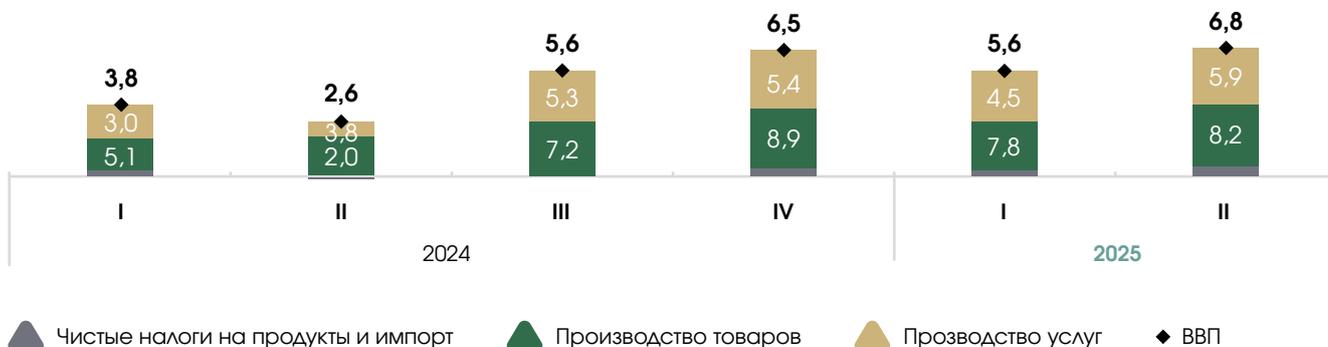
Экспорт в первом полугодии 2025 года снизился на 7,1%, тогда как импорт вырос на 2,6%. По итогам года ожидаются сокращение экспорта на 4,1% и рост импорта на 4,4%, что приведет к уменьшению профицита торгового баланса на 27,7% относительно первого полугодия 2024 года.

## Заработная плата

Рост зарплат в среднем не превысил инфляцию, при этом наблюдается разрыв между высокотехнологичными отраслями и социальными секторами. Позитивный сигнал – рост реальных доходов в сельском хозяйстве. До конца года ожидается сохранение текущей динамики.

# Внутренний валовой продукт

Рисунок 1. Декомпозиция динамики реального роста экономики за квартал, в % к соответствующему кварталу прошлого года



Источник: данные БНС, анализ BCC Invest

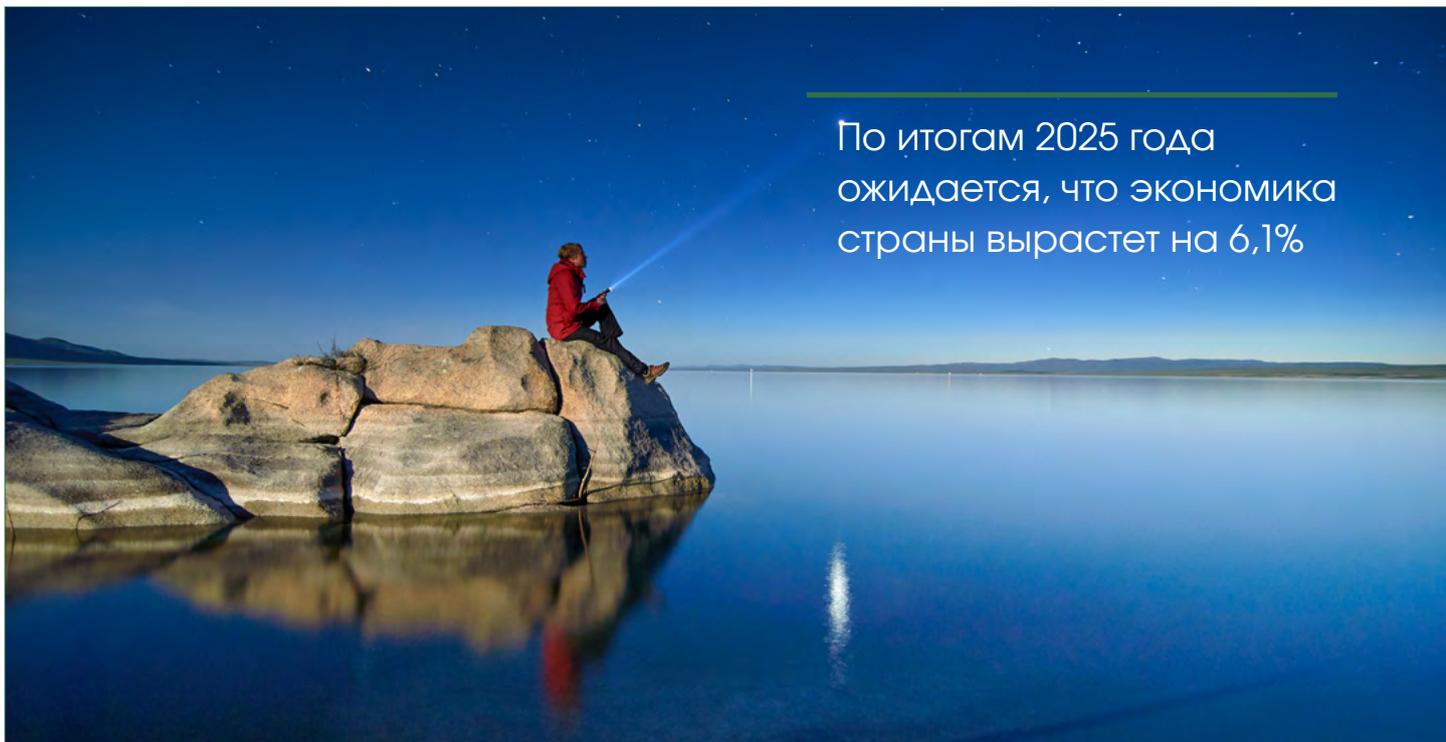
В первом полугодии 2025 года Казахстан продемонстрировал внушительный реальный рост ВВП на уровне 6,2%, несмотря на достаточно сдержанные внешние условия<sup>1</sup>. Среднемесячная цена нефти марки Brent колебалась от 64,21 до 79,21 доллара за баррель, а постоянная угроза новых санкций и высокая волатильность обменного курса создавали заметную неопределенность для экспортеров. Тем не менее сочетание проактивной экономической политики и оживления внутренних стимулов позволило не только компенсировать внешние шоки, но и обеспечить ускорение темпов роста по сравнению с первым кварталом.

Основным драйвером роста экономики в первом полугодии 2025 года выступили отрасли производства услуг (ИФО: +5,2%, вклад 3,0 п.п.) и отрасли производства товаров (ИФО: +8,0%, вклад 2,9 п.п.). Ключевым фактором ускорения экономического роста стало расширение крупного месторождения, что обеспечило значительное увеличение объемов добычи и экспорта сырья. Масштабные инвестиции в инфраструктуру месторождения, включая модернизацию производственных мощностей и транспортно-логистических цепочек, привели к росту производительности и созданию новых рабочих мест. Тем самым, в частности, драйверами экономики в первом полугодии

выступили отрасли «Транспорт и складирование» (ИФО: +22,7%, вклад 1,4 п.п.), «Оптовая и розничная торговля» (ИФО: +8,4%, вклад 1,3 п.п.) и «Горнодобывающая промышленность» (ИФО: +8,4%, вклад 1,2 п.п.), обеспечив в сумме 3,9 п.п., или 63,0% экономического роста страны.

По оценке аналитиков BCC Invest, во второй половине 2025 года темпы роста экономики сохранятся на высоком уровне. Так, по итогам сентября экономический рост страны может достичь 6,5%, а по итогам декабря – 6,1%. Производство услуг также останется основным драйвером экономики, в частности отрасли «Оптовая и розничная торговля» (ИФО: +8,3%, вклад 1,6 п.п.) и «Транспорт и складирование» (ИФО: +22,2%, вклад 1,3 п.п.), что отражает устойчивый внутренний спрос и рост реэкспорта. Существенный вклад также обеспечит горнодобывающая промышленность (ИФО: +9,0%, вклад 1,1 п.п.) на фоне расширения мощностей Тенгизского месторождения. Поддержку окажет стабильная динамика в обрабатывающей промышленности и строительстве, это в совокупности позволит завершить год с приростом ВВП около 6,2%, что станет одним из лучших результатов за последние годы.

<sup>1</sup> Заседание Правительства Республики Казахстан от 15 июля 2025 года.



По итогам 2025 года ожидается, что экономика страны вырастет на 6,1%

Прогноз сопоставим с оценками международных институтов: МВФ ожидает роста на уровне 5,0%, АБР – 5,1%, Всемирный банк – 4,5–5,0%, ЕБР – 5,5%. С учетом сильных фактических результатов за январь–июль консенсус-прогноз можно оценить в диапазоне 5,0–5,5%, что отражает осторожный оптимизм аналитического сообщества. При этом Президент обозначил главную цель – обеспечить стабильный экономический рост на уровне 6–7% в год. По итогам семи месяцев в республиканский

бюджет поступило 45,4% запланированных целевых трансфертов, а предварительные заявки на август указывают на более низкий объем поступлений по сравнению с предыдущими месяцами, что сохраняет возможность для наращивания бюджетных расходов в IV квартале с целью поддержания деловой активности. Наши расчеты предполагают, что эффект от роста добычи нефти и активизации логистического сектора позволит превысить средние рыночные ожидания.

**Рисунок 2. Декомпозиция динамики реального роста экономики до конца 2025 года, в % к соответствующему периоду прошлого года**



Источник: данные БНС, анализ BCC Invest

# Индекс потребительских цен

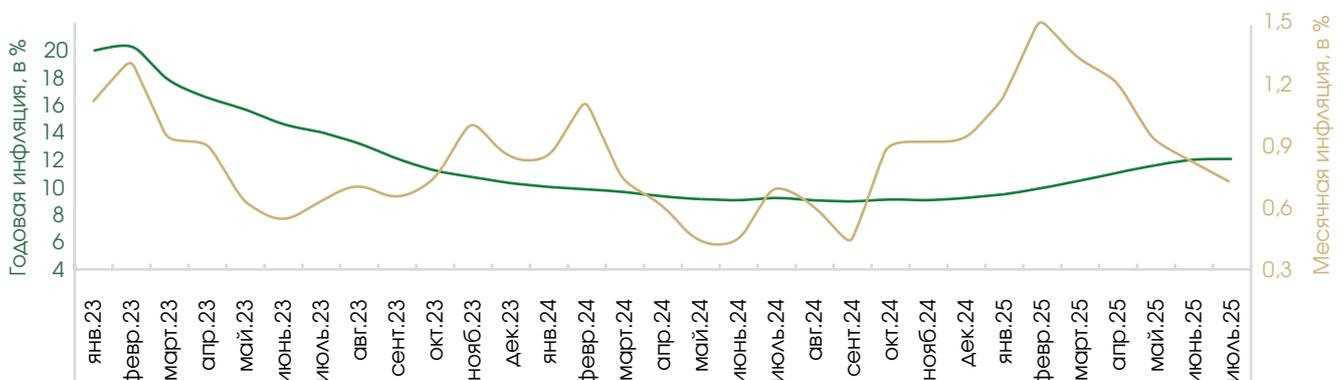
В январе–августе 2025 года годовая инфляция в Казахстане ускорилась с 8,9% в январе до 12,2% в августе, при этом в помесечной динамике рост цен повысился с 0,7% в июле до 1,0% в августе. Ускорение в месячном выражении во многом обусловлено платными услугами, где за год цены выросли на 15,3%, а за месяц – на 1,4%, что связано с тарифными решениями и ростом издержек в жилищно-коммунальном секторе, транспортных перевозках и сфере образования. Продовольственная компонента сохраняла двузначные темпы – 11,7% г/г (0,5% м/м за август 2025 года), отражая сезонность, удорожание части импортируемых позиций и влияние курсового фактора на товары с высокой импортной составляющей. Непродовольственный сегмент демонстрировал более сдержанный годовой рост – 9,7% г/г, однако в месячном выражении прибавил 1,0% м/м, что указывает на коррекцию цен в отдельных категориях непродовольственных товаров на фоне издержек и курсовых колебаний. В совокупности такая структура инфляции подтверждает сохранение проинфляционного давления со стороны регулируемых и квазирегулируемых услуг при умеренном росте цен на товары, тогда как в середине года наблюдалось временное ослабление ценового давления.

По прогнозу ВСС Invest, годовая инфляция продолжит умеренно ускоряться к началу осени и достигнет локального пика 12,8% в сентябре–октябре, после чего незначительно снизится – до 12,7% к концу года. Структурно основным источником давления останутся платные услуги:

их годовая динамика удержится в коридоре 15,2–15,5% в IV квартале на фоне тарифных решений и повышенных издержек в ЖКХ и транспорте. Продовольственная инфляция к осени выйдет на 12,4–12,7%, но затем замедлится до 11,7% в декабре благодаря сезонному предложению и нормализации отдельных импортоемких позиций. Непродовольственный сегмент стабилизируется около 10,0–10,1% в октябре–ноябре и снизится до 9,9% к декабрю. В помесечной динамике после 1,0% в августе ожидается 0,9% в сентябре–ноябре и 0,8% в декабре.

Снижение инфляции к завершению года будет обеспечено эффектом высокой базы 2024 года, постепенным охлаждением продовольственной компоненты и стабилизацией темпов роста цен в непродовольственном сегменте. Влияние услуг останется повышенным, но без дополнительного ускорения. Дополнительную поддержку дезинфляции окажут предсказуемая денежно-кредитная политика и точечная бюджетная реализация проектов, способствующих расширению предложения. При этом риски смещены в сторону проинфляционных факторов: возможная волатильность курса тенге, рост мировых цен на энергоносители и отдельные продовольственные товары, а также корректировки регулируемых тарифов в начале отопительного сезона. В целом наш сценарий находится вблизи оценок регулятора и международных организаций, предполагающих сохранение двузначной инфляции до конца 2025 года при стабильной макрополитике.

**Рисунок 3. Динамика месячной и годовой инфляции с января 2023 года по август 2025 года**



Источник: данные БНС, анализ ВСС Invest

Рисунок 4. Динамика прогноза годовой инфляции до конца года по компонентам



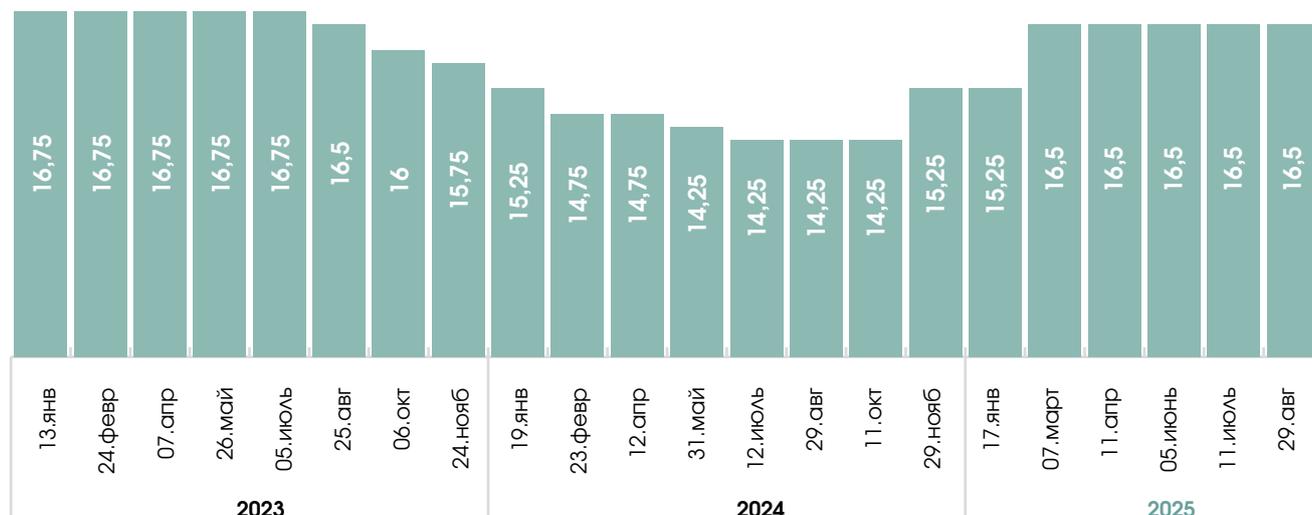
Источник: данные БНС, анализ BCC Invest

## Базовая ставка

Во втором полугодии 2024 года месячная инфляция удерживалась вблизи 0,9%, однако уже в I квартале 2025 года начала превышать 1%, что сигнализировало о нарастании ценового давления. Существенным триггером выступило ослабление тенге на фоне внешней волатильности и повышенного импортного спроса. В ответ на эти процессы Национальный

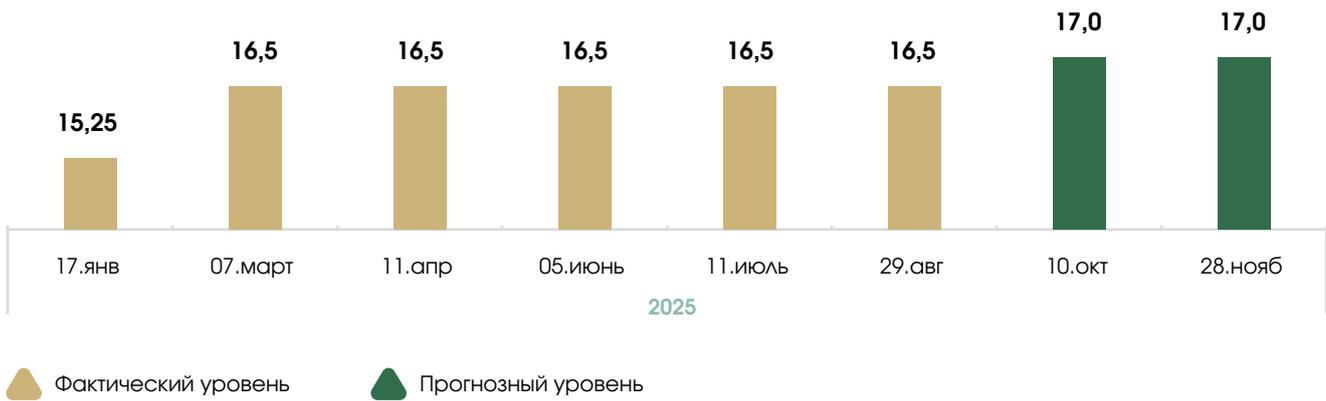
Банк в конце 2024 года поднял базовую ставку до 15,25%, а в начале 2025 года – до 16,5%, фактически развернув цикл смягчения (с августа 2023 по ноябрь 2024 года) в сторону ужесточения. Таким образом, денежно-кредитная политика оставалась жесткой, отражая приоритет борьбы с инфляцией и сдерживания вторичных эффектов.

Рисунок 5. Динамика принятия решения по базовой ставке с января 2023 года по июль 2025 года



Источник: данные НБ, анализ BCC Invest

Рисунок 6. Прогноз динамики базовой ставки до конца 2025 года по базовому сценарию



Источник: данные НБ, анализ BCC Invest

В текущем году из восьми плановых заседаний Комитета по денежно-кредитной политике уже состоялось шесть: на втором заседании ставка была повышена, а на последних четырех – последовательно сохранена на уровне 16,5%. Такая последовательность демонстрирует стратегию регулятора: сначала жестко реагировать на всплеск инфляции и курсовые колебания, затем фиксировать ставку на высоком уровне для стабилизации ожиданий. Несмотря на временное замедление помесечной инфляции (0,7% в июле против 1,5% в феврале), в августе она вновь ускорилась до 1,0%, а годовой показатель вырос до 12,2% – это ограничивает пространство для раннего смягчения и усиливает аргументы в пользу сохранения жестких условий.

По оценке BCC Invest, на плановом заседании 10 октября вероятно повышение базовой ставки на 25–50 б.п. с базовым ориентиром +50 б.п. – до 17,0%. Основные драйверы – ускорение инфляции в августе, усиление ценового давления в услугах и сохранение проинфляционного фона в продовольствии (индекс цен ФАО в августе – 130,1 пункта, +6,9 пункта г/г). Данная оценка согласуется с последней коммуникацией НБРК о готовности ужесточить условия при отсутствии заметного замедления инфляции. Сценарная вилка на конец 2025 года следующая: оптимистичный – 16,5% (сохранение ставки), базовый – 16,75–17,0% (повышение до конца года), пессимистичный – 17,25–17,5% (дополнительное ужесточение ДКП при новых проинфляционных тенденциях).

При этом риски имеются на стороне пессимистичного сценария, прежде всего из-за возможного ускорения цен на продовольственные товары во второй половине года, волатильности обменного курса и вероятных корректировок регулируемых тарифов в начале отопительного сезона. Если рост цен в продовольственном сегменте окажется выше ожиданий и начнет формировать дополнительные вторичные эффекты, Комитет может рассмотреть усиление совокупно на 75–100 б.п. для удержания инфляционных ожиданий под контролем. Сохранение положительного разрыва выпуска и повышенной чувствительности цен к внутреннему спросу также усиливают аргументы в пользу более длительного периода жестких условий.

Передача политики на рынки будет происходить через несколько каналов. Повышение ставки укрепит доходности тенговых инструментов и поддержит привлекательность депозитов, одновременно охлаждая кредитный импульс в чувствительных сегментах розницы и МСБ. На долгом рынке вероятно сохранение крутой кривой доходности и избирательного спроса на бумаги с короткой и средней дюрацией, а для эмитентов это означает более высокую премию за срок и качество. На валютном рынке жесткая ДКП будет сдерживать вторичные курсовые эффекты, но ключевым фактором останутся внешние ценовые условия и поведение реального сектора. В совокупности на горизонте до конца года будет сохранена жесткая денежно-кредитная политика. Старт цикла снижения ставки реалистичен не ранее первой половины 2026 года при устойчивом замедлении инфляции и стабилизации ожиданий.

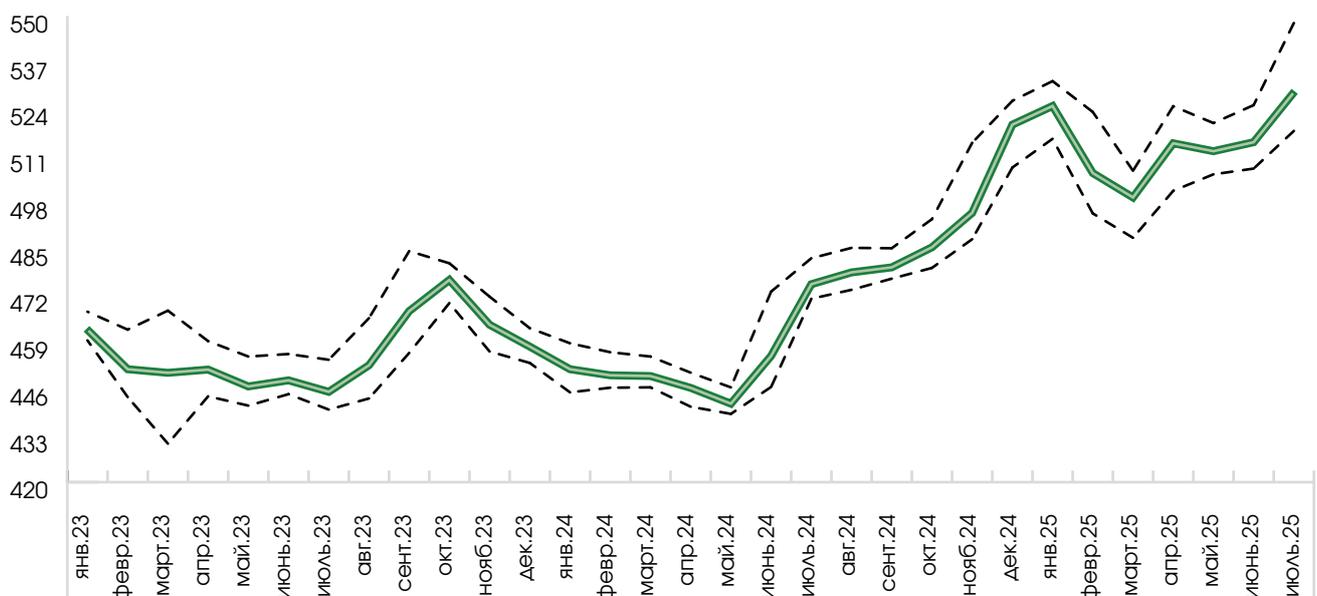
# Обменный курс USD/KZT

В январе–июле 2025 года динамика тенге прошла две разнонаправленные фазы. В I квартале курс последовательно укреплялся: средние значения снизились с 524,9 в январе до 506,2 в феврале и 499,4 в марте, чему способствовали сезонное сокращение импорта, устойчивые экспортные поступления и высокая реальная процентная ставка, удерживавшая спрос на тенговые инструменты. Весной ситуация развернулась: в апреле–мае средние уровни поднялись к 514,5–512,3, а в июне – до 514,8. Ключевые драйверы: рост импорта на фоне оживления внутреннего спроса, выплаты по первичным доходам, эпизоды укрепления глобального доллара и периодическое снижение валютных продаж квазигоссектора. Во второй половине июля усилилась внутрисуточная волатильность: при общей среднемесячной отметке 528,7 дневные котировки поднимались до 546,36 на фоне тонкого рынка и повышенного спроса на валюту со стороны корпоративных покупателей; это сопровождалось всплесками спекулятивной активности и нерегулярными потоками экспортной выручки. По предварительным данным, в августе средний курс сформировался около 540,4, отражая колебания в коридоре 537–

543 при сохраняющемся разнонаправленном внешнем фоне (*нефть, сильный доллар*) и сезонно высоком импортном спросе.

Далее траектория курса будет определяться балансом трех групп факторов. Первая – внешняя среда: динамика нефти и глобального доллара, геополитические риски и условия внешней торговли, их нейтрально-позитивный профиль способен стабилизировать курс, тогда как сочетание сильного доллара и более слабой нефти увеличит вероятность расширения коридора вверх. Вторая – внутренние потоки: экспортная выручка (*включая прирост добычи в рамках проектов в ТЭК*), масштаб и регулярность конверсий квазигоссектора, график бюджетных расходов и налоговых платежей, а также сезонная волна импорта в IV квартале. Третья – политика властей: жесткая ДКП поддерживает привлекательность тенговых инструментов и сдерживает проциклические эффекты на валютном рынке, при необходимости точечные операции регулятора и координация с квазигоссектором сглаживают краткосрочные дисбалансы ликвидности.

Рисунок 7. Динамика среднемесячного обменного курса USD/KZT



Примечание: пунктирная линия отражает максимум и минимум обменного курса.

Источник: данные НБ, анализ BCC Invest

Прогноз BCC Invest предполагает три сценария. Базовый – средние значения: август 538,5; сентябрь 540,6; октябрь 541,8; ноябрь 546,3; декабрь 547,4; в среднем за год 526,8. Он отражает нейтральную нефть, умеренно сильный доллар и регулярные валютные продажи квазигоссектора. Оптимистичный – при более высокой нефти, улучшении текущего счета и стабильной конверсии экспортной выручки: осень в районе 523–530 и средний за год 512,4. Пессимистичный – при укреплении доллара, повышенном импортном спросе и ослаблении валютных продаж госсектора: осенний коридор 556–565 и средний за год 541,1 тенге за доллар.

В рабочем горизонте III–IV кварталов базовый коридор оценивается 530–555 с вероятными кратковременными выбросами на тонком рынке (*дивидендные/импортные платежи, новостные шоки*). Потенциальное наращивание бюджетных расходов в конце года может иметь смешанный эффект: через канал активности и экспорта – поддержка тенге, через импортный канал – локальное ослабление. При сохранении текущей комбинации факторов базовый профиль подразумевает плавное смещение равновесия к 540 ±5 к декабрю при высокой внутримесячной волатильности и чувствительности к внешним шокам.

**Таблица 1. Историческая динамика и прогноз среднемесячного обменного курса USD/KZT до конца 2025 года**

Дата	USD/KZT	Оптимистичный	Базовый	Пессимистичный	Абсолютное отклонение	Относительное отклонение
Янв.25	524,9	517,8	521,4	525,1	-0,3	0,0%
Февр.25	506,2	516,8	522,4	528,1	-10,6	-2,0%
Март.25	499,4	515,5	523,8	532,1	-16,1	-3,0%
Апр.25	514,5	480,4	497,4	514,4	0,1	0,0%
Май.25	512,3	492,6	509,7	526,7	2,7	0,5%
Июнь.25	514,8	495,7	512,8	529,9	2,0	0,4%
Июль.25	528,7	501,9	519,1	536,2	-7,4	-1,4%
Авг.25	539,3	521,3	538,5	555,7	0,8	0,1%
Сент.25		523,3	540,6	557,8		
Окт.25		524,4	541,8	559,1		
Нояб.25		528,9	546,3	563,7		
Дек.25		530,0	547,4	564,9		
В среднем за год	517,5	512,4	526,8	541,1	5,1	1,0%

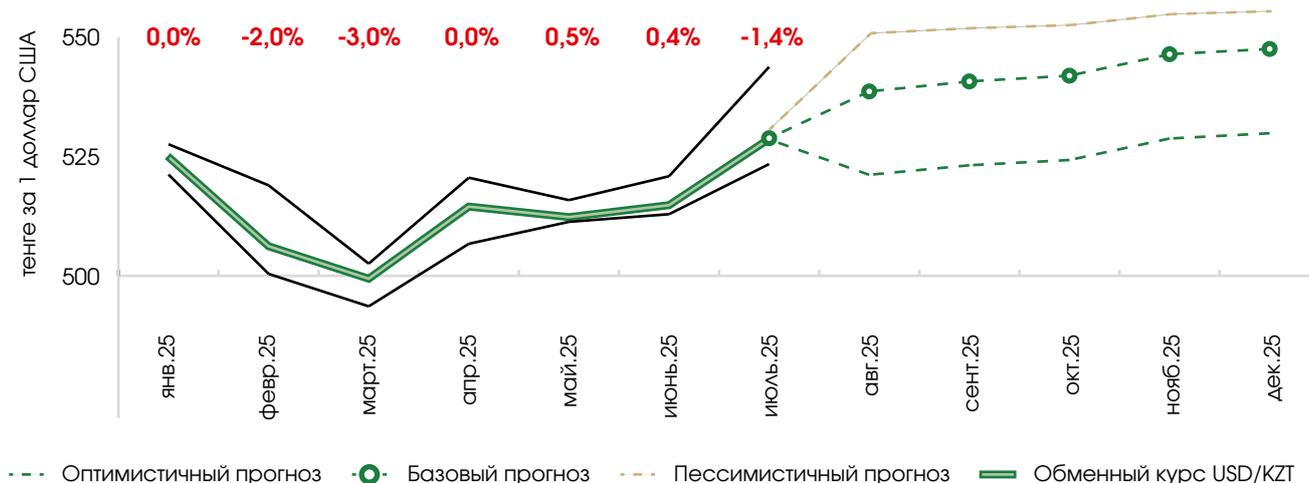
Источник: данные НБ, анализ BCC Invest

## Динамика сырой нефти

Согласно ПСЭР, среднегодовой объем добычи нефти в 2024–2029 годах составляет 100,5 млн тонн, при этом пиковое значение 105,5 млн тонн ожидается в 2027 году. Среднегодовой темп прироста – 2,6%, максимальное ускорение – 7,6% в 2025 году. В ценовых допущениях ПСЭР исходили из Brent около 80 долларов за баррель в 2024 году и 75 долларов в последующие годы – это умеренно-оптимистичный сценарий с учетом высокой волатильности из-за колебаний мирового спроса и геополитики.

Актуальный контекст рисков остается смешанным. На результат влияют графики ремонтов и пуски на крупных месторождениях, пропускная способность экспортной инфраструктуры, погодные факторы и дисциплина в рамках договоренностей ОПЕК+. Параметры координации добычи периодически пересматриваются, поэтому Казахстану важно гибко балансировать планы наращивания добычи с соблюдением действующих квот и синхронизацией экспортных потоков.

Рисунок 8. Прогноз среднемесячного обменного курса USD/KZT до конца 2025 года

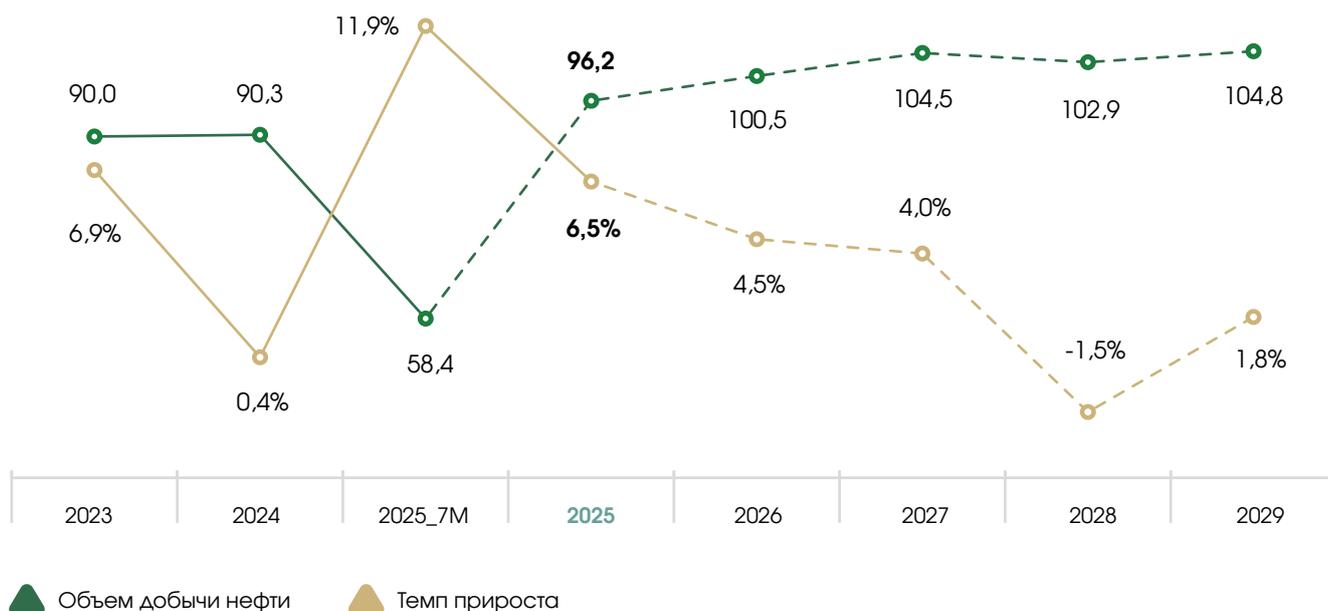


Источник: данные НБ, анализ BCC Invest

Текущая ситуация выглядит лучше прошлогодней. За семь месяцев добыто 58,4 млн тонн нефти – 60,1% годового плана (ориентир ~97,2 млн тонн). До конца года остается пять месяцев, а для выхода на плановый уровень требуется в среднем около 7,8 млн тонн в месяц. Темпы за январь–июль существенно опережают аналогичный период прошлого года, что повышает вероятность выполнения и даже перевыполнения годовой цели при отсутствии внеплановых ограничений.

Ключевая причина опережающей динамики – поэтапный ввод мощностей на Тенгизском месторождении в рамках проекта расширения. Запуск и вывод на режим систем управления устьевым давлением и новых установок подготовки сняли технологические «узкие места», повысили устойчивость добычи и нарастили суточные дебиты. При сохранении графика ввода тенгизских объектов и стабильной логистике вклад Тенгиза останется главным драйвером годового результата.

Рисунок 9. Динамика прогноза объема добычи нефти, млн тонн



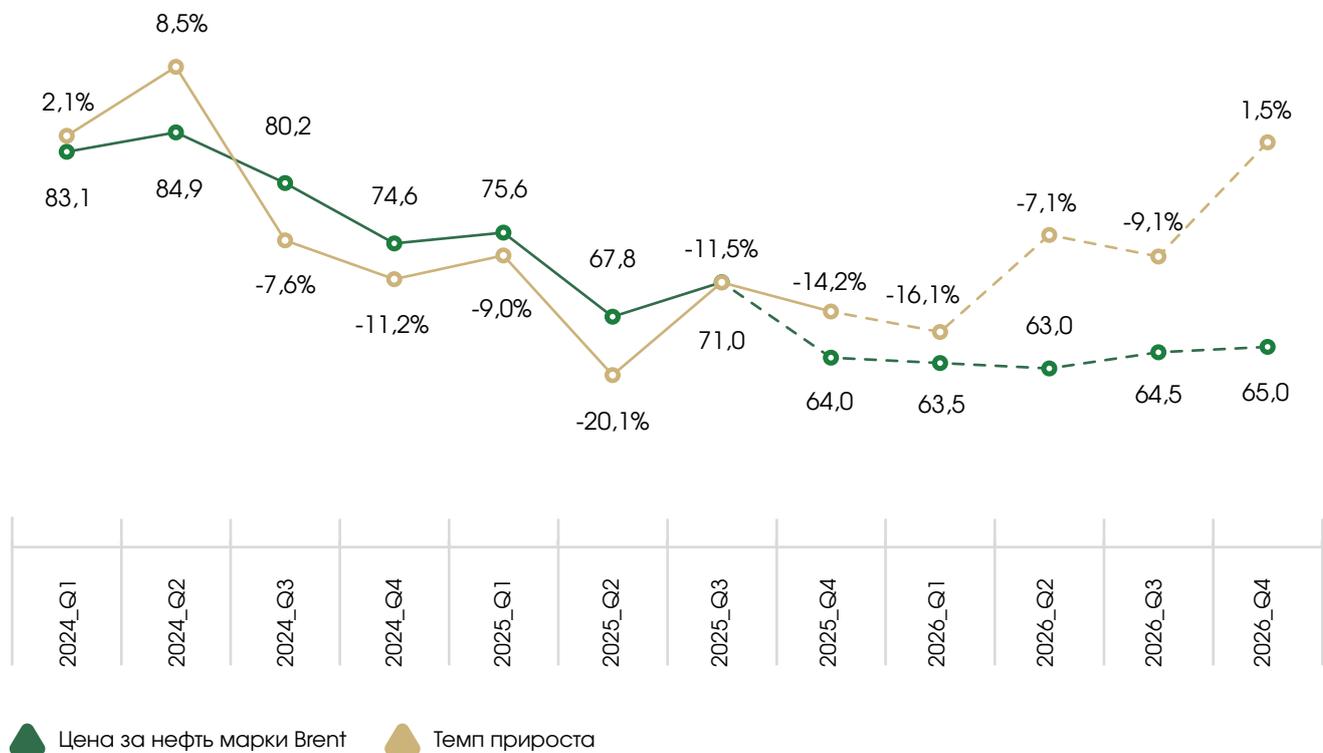
Источник: данные БНС, анализ BCC Invest

Консенсус-прогноз Bloomberg рисует сдержанную картину: средняя цена Brent в 2025 году ожидается около 69,6 доллара США за баррель, а в 2026 году – примерно 64,0 доллара США за баррель, то есть еще минус 8% год к году. В четвертом квартале 2025 года рынок, по оценкам опрошенных, уходит ниже из-за обычного для конца года ослабления спроса после летнего пика, усиления предложения вне ОПЕК+, крепкого доллара и схождения спекулятивных позиций. В первом квартале 2026-го цены удерживаются у низких уровней на фоне вялого старта промышленного цикла, комфортных запасов и инерционного прироста добычи в США и Латинской Америке при сдержанном азиатском спросе. Во втором квартале преобладает боковая динамика: автосезон в США дает поддержку, но ее нивелируют высокие коммерческие запасы и осторожная политика ОПЕК+ по квотам. Летом 2026 года вероятно попытка умеренного восстановления за счет сезонного роста потребления и повышенных рисков перебоев поставок, включая погодные факторы. К концу 2026 года консенсус предполагает небольшое улучшение на фоне ребалансировки запасов

и потенциальных дополнительных шагов ОПЕК+, однако общий тренд остается «плоским» и относительно низким по историческим меркам.

Баланс рисков при этом смещен вниз: жесткие финансовые условия и сильный доллар давят на сырьевые цены, а прирост предложения вне ОПЕК+ и высокий уровень запасов ограничивают любой подъем. Вверх цены могут вытолкнуть внезапные геополитические перебои поставок или более жесткая координация добычи в ОПЕК+. Для Казахстана такой фон означает осторожность в бюджетном планировании и управлении экспортной выручкой: ценовой фактор будет сдерживать долларовые доходы, даже если физические объемы экспорта растут за счет поэтапного расширения Тенгиза. Это усиливает значимость дисциплины по капитальным затратам, стресс-тестов проектов на низкие ценовые допущения и синхронизации графиков добычи с логистической инфраструктурой. Для валютного рынка это добавляет чувствительности к изменениям условий торговли и новостям по соглашениям о добыче.

Рисунок 10. Динамика прогноза цены на нефть марки Brent, в \$ за баррель



Источник: данные ВБ, анализ BCC Invest

# Оценка индекса пузыря на рынке недвижимости

Рынок недвижимости в 2020–2025 годах пережил резкую расширительную фазу и последующую нормализацию. Чтобы без «шума» оценивать, где мы находимся сейчас, мы построили сводный индикатор перегрева (*«индекс пузыря на рынке недвижимости»*).

Сводный индикатор предназначен для агрегирования нескольких рыночных соотношений, отражающих спрос, предложение, финансовые условия и относительные цены на рынке жилья. Сводный индикатор показывает, насколько текущая ситуация на рынке жилья отклоняется от своей исторической «нормы». Ноль означает нормальное состояние. Плюс – это признаки перегрева (*жилье дорожает быстрее фундаментальных факторов, спрос опережает предложение, растет кредитное плечо*). Минус – это охлаждение, или нормализация. Единица измерения – это «сколько типичных колебаний» (*стандартных отклонений*) сейчас наблюдается относительно среднего уровня прошлого.

Все исходные индексы предварительно приводятся к общей базе «январь 2015 = 100». Если какой-то показатель публикуется в другом базисе, он пересчитывается, чтобы избежать искусственных расхождений.

## 1. ДОСТУПНОСТЬ ЖИЛЬЯ.

Измеряется как отношение индекса цен на жилье к индексу номинальных денежных доходов.

- **Экономический смысл:** если цены на жилье растут быстрее доходов, то доступность падает, а риск перегрева увеличивается. Если, наоборот, доходы обгоняют цены, то доступность улучшается, что является сигналом нормализации динамики.

## 2. СЕБЕСТОИМОСТЬ СТРОИТЕЛЬСТВА ОТНОСИТЕЛЬНО ЦЕН ПРОДАЖИ.

Измеряется как отношение индекса стоимости строительства (*работы, материалы, зарплаты в отрасли*) к индексу цен на жилье.

- **Экономический смысл:**

чем выше затраты относительно цен продажи, тем меньше «ценовая власть» застройщиков и тем труднее проталкивать подорожание квадратного метра. Поэтому рост этого соотношения трактуется как фактор охлаждения (*его знак в общей оценке инвертируется*).

## 3. КРЕДИТНЫЙ ФАКТОР.

Берется доля ипотечного портфеля в совокупных кредитах экономики (*или, альтернативно, доля ипотечных выдач в новых кредитах*).

- **Экономический смысл:**

чем больше роль ипотеки в кредитной системе, тем выше вероятность того, что спрос подпирается кредитным плечом и становится чувствительным к ставкам и льготным программам.

## 4. СПРОС ПРОТИВ ПРИРОСТА ПРЕДЛОЖЕНИЯ.

Измеряется как количество зарегистрированных сделок купли-продажи жилья по отношению к количеству введенных в эксплуатацию квартир.

- **Экономический смысл:**

когда сделки устойчиво превышают ввод, спрос опережает предложение – это «горячий» режим. При интерпретации допускается сдвиг во времени, потому что ввод жилья часто запаздывает.

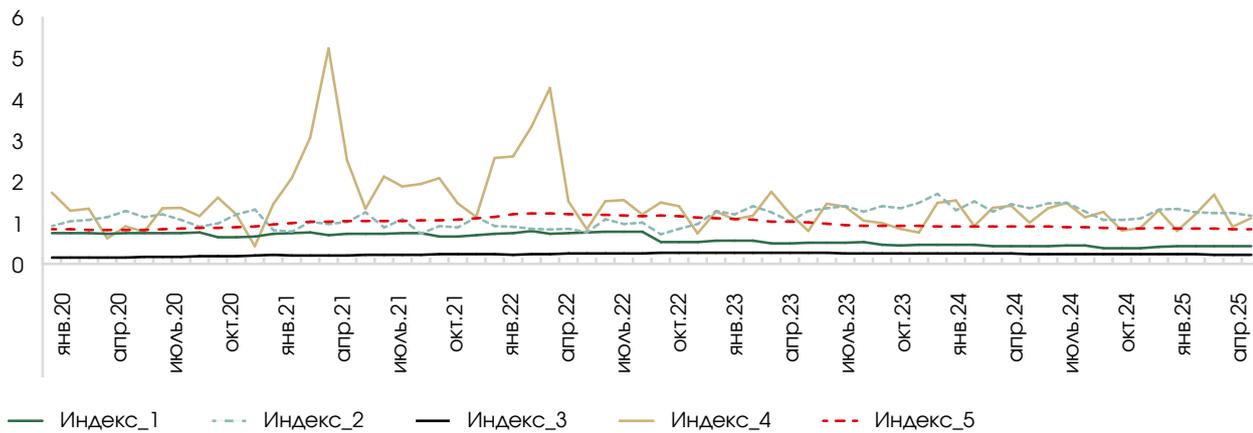
## 5. ОТНОСИТЕЛЬНАЯ ЦЕНА ЖИЛЬЯ К ОБЩЕЙ ИНФЛЯЦИИ.

Измеряется как отношение индекса цен на жилье к индексу потребительских цен.

- **Экономический смысл:**

значения выше «100» означают, что жилье дорожает быстрее потребительской корзины (*реальный рост*), ниже «100» – реальное удешевление жилья.

Рисунок 11. Динамика субиндексов за период с января 2020 года по июнь 2025 года, янв.2015 = 100



Источник: данные БНС и НБ, анализ BCC Invest

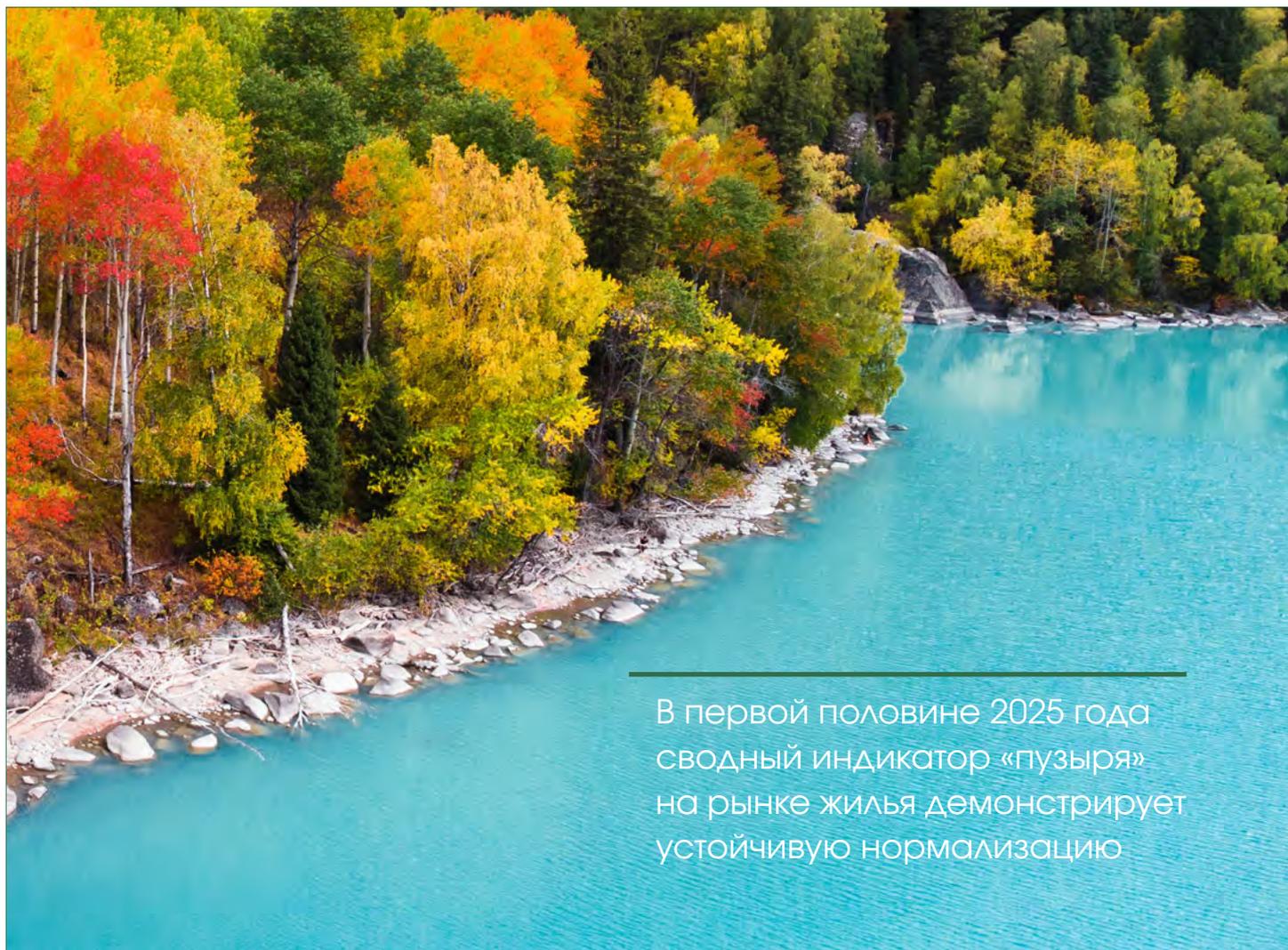
## Методологические пояснения к построению индекса

Все ряды приводятся к месячной частоте и выравниваются по датам. Разовые экстремумы при необходимости мягко сглаживаются, чтобы они не «перешивали» индикатор. Показатели приводятся к единому смыслу: «чем выше – тем горячее». Для второго субиндекса знак разворачивается, потому что ее рост охлаждает рынок.

В первой половине 2025 года сводный индикатор «пузыря» на рынке жилья демонстрирует устойчивую нормализацию, а не перегрев. Независимые схемы агрегации дают сходный результат: при равных весах средний уровень индекса за январь–июнь составляет порядка -0,40 стандартного отклонения, при устойчивых весах, обратно пропорциональных волатильности компонентов, около -0,78 стандартного отклонения, а при фиксированных весах, полученных методом главных компонент на всей выборке, около -0,45 стандартного отклонения. Такой диапазон однозначно соответствует фазе охлаждения и статистически отделен от нуля. Подлежащие компоненты подтверждают вывод: соотношение «цены/доходы» остается пониженным, «себестоимость/цены» придавливает ценовую власть застройщиков, кредитный импульс слаб и не расширяется, а баланс «сделки/ввод» не указывает на устойчивый дефицит предложения. В результате реальная динамика цены на жилье направлена вниз, что означает снижение

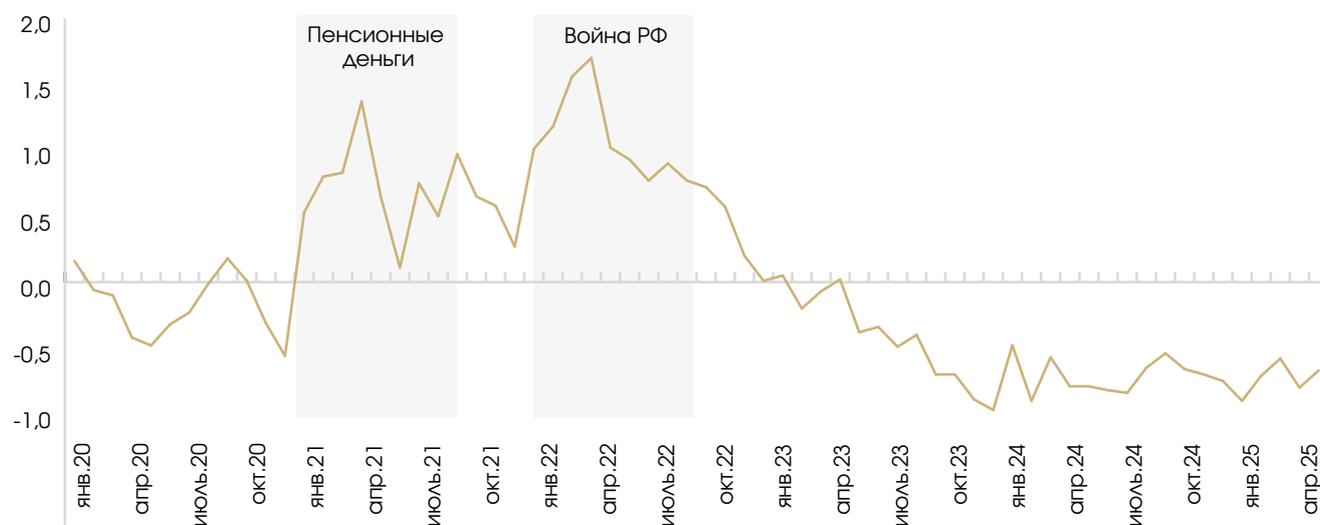
покупательной стоимости квадратного метра при возможной стагнации в номинале. На горизонте ближайших кварталов базовый сценарий – боковой диапазон в ценах и сохранение отрицательной реальной доходности до смягчения денежно-кредитных условий или появления нового внешнего шока спроса.

С учетом действующей базовой ставки и повышенной стоимости капитала ожидаемая риск-скорректированная доходность вложений в жилую недвижимость выглядит менее привлекательной, чем у умеренно-консервативных финансовых инструментов. В текущей конфигурации рациональной альтернативой являются депозиты в банках второго уровня, ликвидные ценные бумаги на публичном рынке и диверсифицированные паевые инвестиционные фонды, где премия за риск лучше соотносится с доступной доходностью и горизонтами ликвидности. Для инвестора, ориентированного на сохранение капитала и предсказуемый денежный поток, целесообразно сместить приоритет в сторону таких инструментов, а экспозицию к недвижимости наращивать лишь точно и при дисконте к справедливой стоимости. Подбором комбинации депозитов, облигаций, рыночных фондов и альтернативных стратегий, а также калибровкой портфеля под ваш риск-профиль и срок может предметно помочь BCC Invest, включая сопровождение и ребалансирование по мере изменения макроэкономических условий.



В первой половине 2025 года сводный индикатор «пузыря» на рынке жилья демонстрирует устойчивую нормализацию

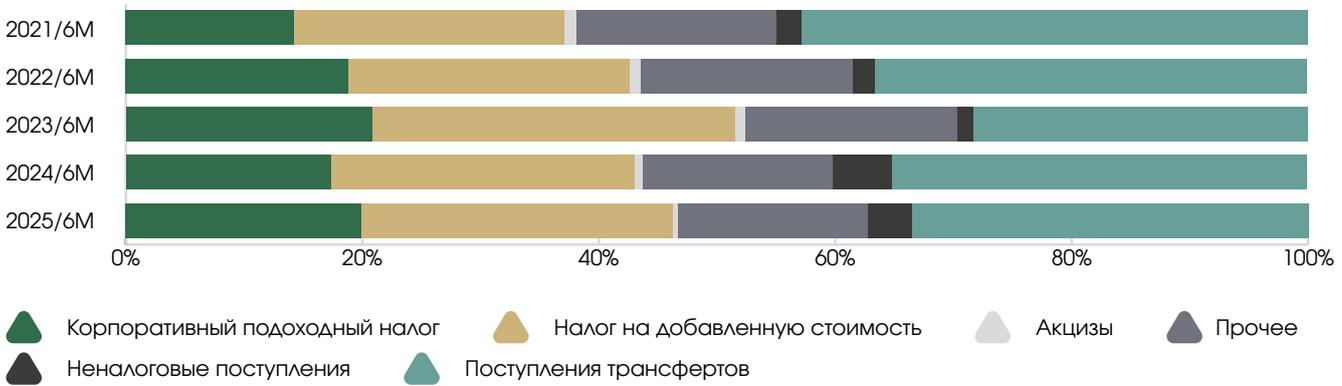
Рисунок 12. Динамика сводного индекса пузыря на рынке жилья с января 2020 года по июнь 2025 года, янв.2015 = 100



Источник: анализ BCC Invest

# Республиканский бюджет

**Рисунок 13. Структура доходов бюджета в динамике**



Источник: составлено по данным МФ РК, расчет BCC Invest

В первом полугодии дефицит бюджета снизился на 19,0% – до 1,5 трлн тенге, или 2,5% к ВВП. Это стало возможным за счет того, что доходы увеличились на 18,9%, а затраты выросли более умеренными темпами – на 12,3%. За аналогичный период 2024 года дефицит составил 3,6%, а в 2023 году – 4,9%.

В то же время нефтяной дефицит продолжил 4-летнюю тенденцию к увеличению, по сравнению с первым полугодием 2024 года увеличившись на 2,4% – до 5,3 трлн тенге.

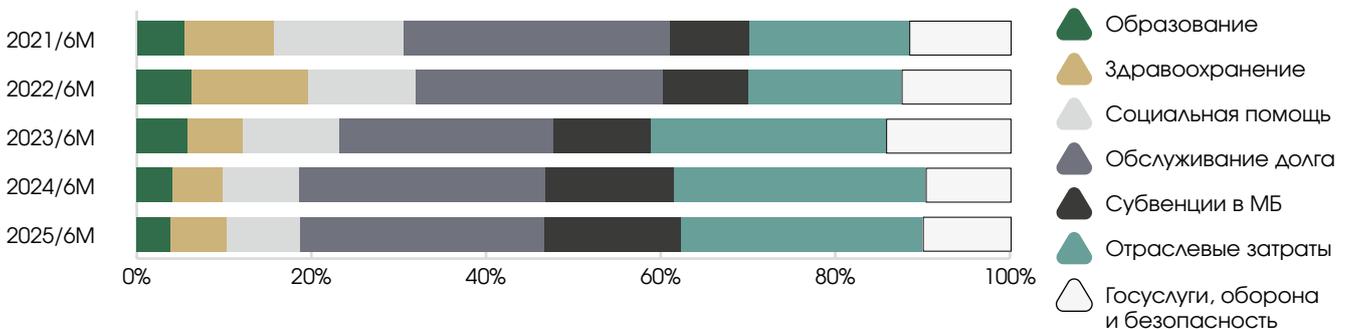
Ключевым драйвером роста доходов РБ стал КПН (на 36,3%); увеличилась и его доля – до 19,9% (17,3% годом ранее). Так как КПН нефтегазового сектора направляется в Национальный фонд, увеличение произошло за счет налогов

отраслей, показавших наиболее высокие темпы роста в первой половине 2025 года: транспорт и складирование (+22,7%), строительство (+18,4%), торговля (+8,4%) и промышленность (+6,5%).

НДС сохранил статус крупнейшего источника поступлений (26,3%), оставаясь выше уровня 2024 года, но ниже рекордного значения 2023 года (30,7%). Доля акцизов продолжила снижение, достигнув 0,5% – минимального значения за пятилетний период.

Трансферты из Национального фонда составили 33,5% доходов против 35,1% годом ранее, оставаясь выше уровня 2023 года (28,3%), что свидетельствует о сохраняющейся зависимости бюджета от нефтегазовых поступлений.

**Рисунок 14. Структура затрат бюджета в динамике**



Примечание: отражены лишь основные/существенные статьи затрат.

Источник: составлено по данным МФ РК, расчет BCC Invest

Структура затрат сохраняет социально ориентированный характер бюджета: наибольшие статьи приходятся на социальную помощь и социальное обеспечение (25% расходов), а также субвенции в местные бюджеты (25%). Обслуживание долга занимает 14%, при этом его доля продолжает расти в долгосрочной динамике (с 8% в 2021 году до 14% в 2025 году).

Данная тенденция не может не вызывать настороженности, так как долговая нагрузка на казну оттягивает средства от более продуктивных статей расходов, влияющих на долгосрочное развитие, таких как образование, исследования и инфраструктура. Так, снижается удельный вес расходов на образование (с 9% в 2021 году до 6% в 2025 году) и здравоохранение (с 14% в 2021 году до 8% в 2024–2025 годах). Сокращение доли затрат в эти сферы часто негативно сказывается на развитии человеческого капитала и экономическом росте в долгосрочной перспективе.

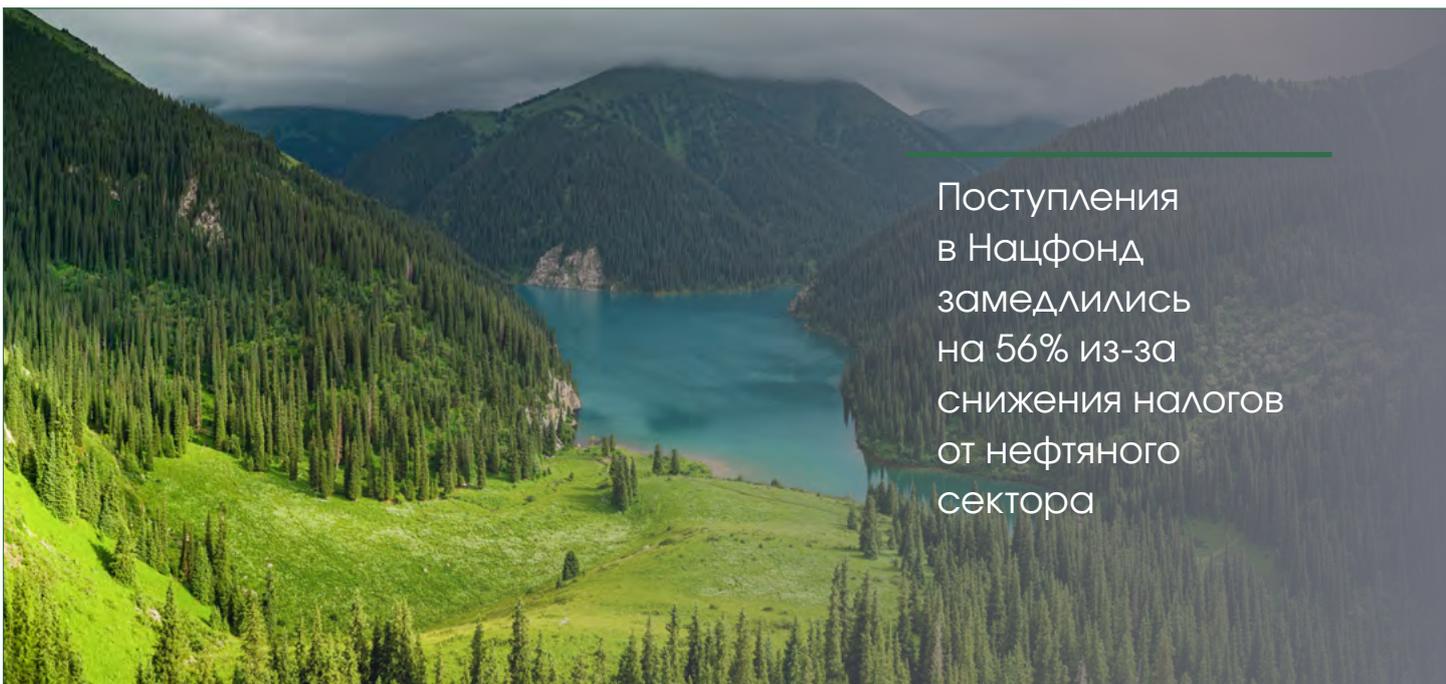
Поступления в Нацфонд замедлились на 56% из-за снижения налогов от нефтяного сектора (-22%, до 1,8 трлн тг), в том числе КПН (-44%) и рентного налога (-10%) на фоне падения цен и экспортной выручки. Использование средств выросло на 14% за счет гарантированных (+8%) и целевых (+24%) трансфертов. При сохранении подобной динамики повышается риск сокращения резервов Нацфонда в долгосрочном периоде.

Рисунок 15. Поступления и использование средств Национального фонда, трлн тенге



Источник: составлено по данным МФ РК, расчет BCC Invest

Проект трехлетнего бюджета предусматривает снижение дефицита с 2,5% в 2026 году до 0,9% в 2028 году за счет оптимизации расходов, повышения эффективности программ и ограничения использования трансфертов из Нацфонда. Для выполнения заявленных планов важно удерживать более высокие темпы роста доходов бюджета по сравнению с темпами роста ВВП. В первые 6 месяцев доходы бюджета выросли на 2,1 п.п. быстрее, чем ВВП.



Поступления в Нацфонд замедлились на 56% из-за снижения налогов от нефтяного сектора

# ВНЕШНИЙ ДОЛГ

Внешний долг Казахстана составил 170,7 млрд долл. США, увеличившись на 4% по сравнению с началом года (164,8 млрд долл. США).

Основным драйвером роста стал банковский сектор, нарастивший объем внешних заимствований на 20% – с 13,1 до 15,7 млрд долл. США. Также увеличился долг других секторов экономики – на 7% (с 45,3 до 48,6 млрд долл. США), что, вероятно, связано с расширением производственных и инфраструктурных программ.

В то же время обязательства органов государственного управления сократились на 3% (с 12,8 до 12,4 млрд долл. США), а Центрального банка – на 11% (с 2,47 до 2,21 млрд долл. США), что, вероятно, связано с ранее заявленными Министерством финансов планами по сдерживанию внешних заимствований.

Структура внешнего долга по-прежнему характеризуется высокой долей межфирменной задолженности (54% от общего объема), которая формируется в первую очередь зарубежными компаниями нефтегазового сектора во взаимодействии с их головными структурами.

**Рисунок 16. Структура внешнего долга за 1 полугодие 2025 года**



Источник: составлено по данным НБ РК, расчет BCC Invest

# ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ

В первом полугодии 2025 года совокупный товарооборот Казахстана составил 65,96 млрд долл., что на 3,8% меньше, чем за аналогичный период 2024 года (68,04 млрд долл.). Наибольшие объемы торговли приходятся на Китай (14,91 млрд долл., +6% к прошлому году), Россию (11,99 млрд долл., -9%) и Италию (8,78 млрд долл., -11%). Экспортная корзина состояла на 53% из нефти, что немного ниже, чем за первое полугодие прошлого года (55%).

Экспорт товаров снизился на 7% – с 39,6 до 36,8 млрд долл. США по сравнению с аналогичным периодом 2024 года, что указывает на замедление внешнеэкономической активности. Основным драйвером падения стал нефтяной сектор: стоимость поставок нефти сократилась на 11% (до 19,4 млрд долл. США), а физические объемы – на 2%. Иными словами, снижение экспорта нефти было обусловлено

главным образом падением мировых цен в первые месяцы текущего года.

Примечательно, что при этом добыча нефти в Казахстане за полугодие выросла на 11,5% (до 49,8 млн тонн) по сравнению с аналогичным периодом 2024 года. Это создало расхождение между производственными показателями и статистикой экспорта. Национальный Банк РК объясняет его лагом между фактическими поставками и их отражением в таможенной отчетности.

Импорт товаров, напротив, вырос на 3% – с 28,4 до 29,1 млрд долл. США. В результате профицит торгового баланса снизился на 32% – с 11,2 до 7,7 млрд долл. США. При условном исключении нефти из экспорта баланс становится дефицитным – минус 11,8 млрд долл. США, что на 10% ниже показателя первого полугодия 2024 года.

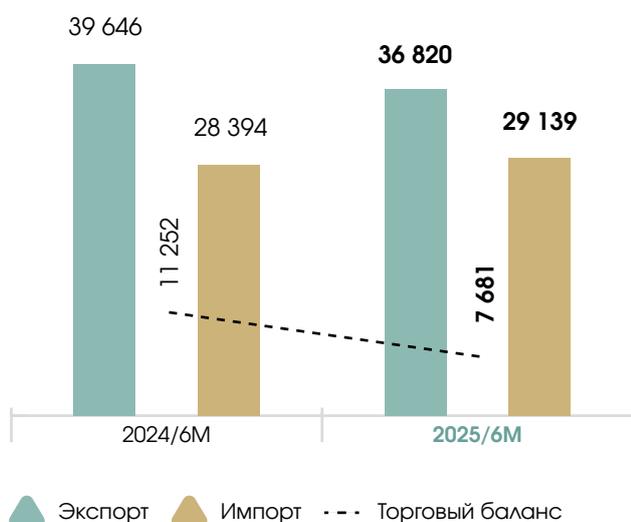
После многолетнего роста доля Китая в импорте достигла 28,6% и впервые превысила долю России (28,5%), несмотря на наличие у последней ряда тарифных и нетарифных преференций в рамках ЕАЭС. При долгосрочном сохранении этого тренда можно ожидать увеличения спроса на юань и роста его роли в валютных расчетах.

Помимо нефти негативное влияние оказало падение экспорта и по другим ключевым товарам Казахстана: рафинированной меди (-12% по стоимости и -16% по физическому объему), уранового концентрата (-29% по стоимости и -10% по объему) и медной руды (-11% по стоимости и -21% по объему).

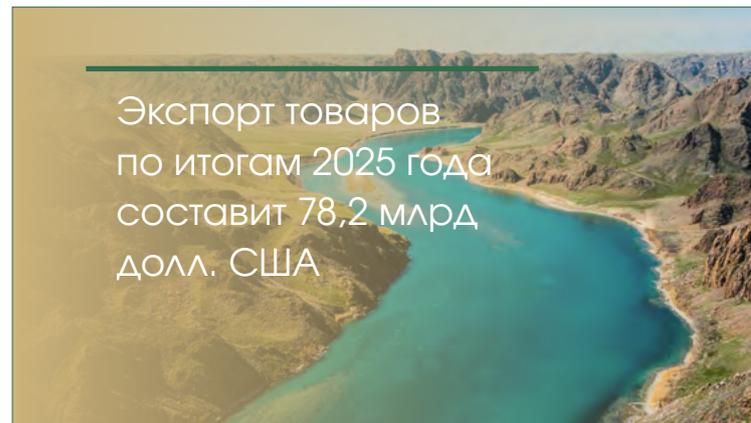
В отличие от товарной торговли, экспорт услуг демонстрирует устойчивое сокращение дефицита. Экспорт услуг вырос на 2% (с 5,70 до 5,80 млрд долл. США), а импорт – на 1% (с 6,17 до 6,25 млрд долл. США), что позволило снизить дефицит баланса услуг на 7% – с 475 до 443 млн долл. США. Основной вклад в улучшение показателя внес рост доходов от транспортных и деловых услуг. Структура импорта услуг оставалась относительно стабильной: преобладают расходы на туристические и транспортные услуги.

Согласно базовому сценарию ПСЭР, экспорт Казахстана в 2025 году должен составить 82 млрд долл. США. Однако текущая динамика указывает на высокую вероятность более скромного роста,

**Рисунок 17. Внешняя торговля за 1 полугодие 2025 года, млрд долл.**



Источник: по данным БНС РК, расчеты BCC Invest

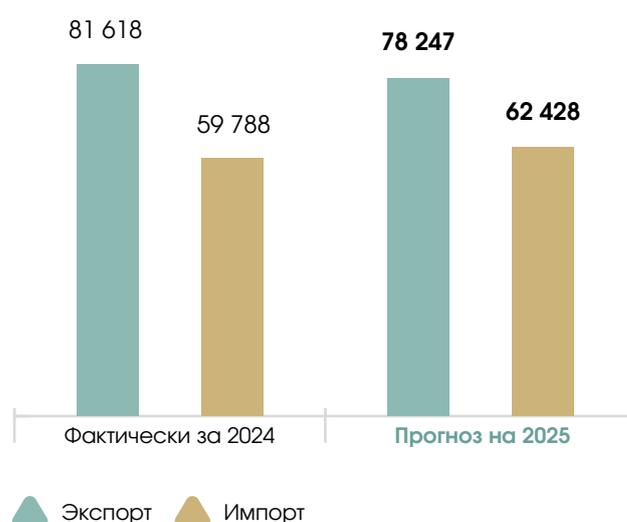


хотя показатель, вероятнее всего, останется значительно выше пессимистичного сценария (71,9 млрд долл. США).

По нашей оценке, экспорт товаров по итогам 2025 года составит 78,2 млрд долл. США, что на 4,1% ниже итогов 2024 года. Импорт вырастет на 4,4% – до 62,4 млрд долл. США, продолжая устойчивый тренд на увеличение. Торговый баланс может составить 15,8 млрд долл. США, или на 27,7% ниже уровня 2024 года.

При этом зачисление экспорта нефти в таможенной статистике к концу года может скорректировать итоговые данные по профициту торгового баланса в сторону улучшения, однако вероятность выхода на целевые показатели остается умеренной.

**Рисунок 18. Прогноз объемов внешней торговли на конец 2025 года, млрд долл. США**



Источник: по данным БНС РК, расчеты BCC Invest

# Заработные платы

Средняя номинальная заработная плата в Казахстане составила 434 тыс. тенге, что на 10,7% выше, чем годом ранее. Однако в реальном выражении рост практически отсутствовал и составил всего 0,3%, что отражает влияние инфляции на доходы населения.

Динамика заработных плат по секторам была неоднородной. Наибольший рост показала сфера информации и связи (+15,1%, до 835 тыс. тенге), особенно сегмент программирования (+21,9%). В сельском хозяйстве реальные зарплаты увеличились на 9,1%, однако размер зарплат остается низким – 279 тыс. тенге. В искусстве, развлечениях и отдыхе рост составил +5,3% за счет производства контента (+18,1%).

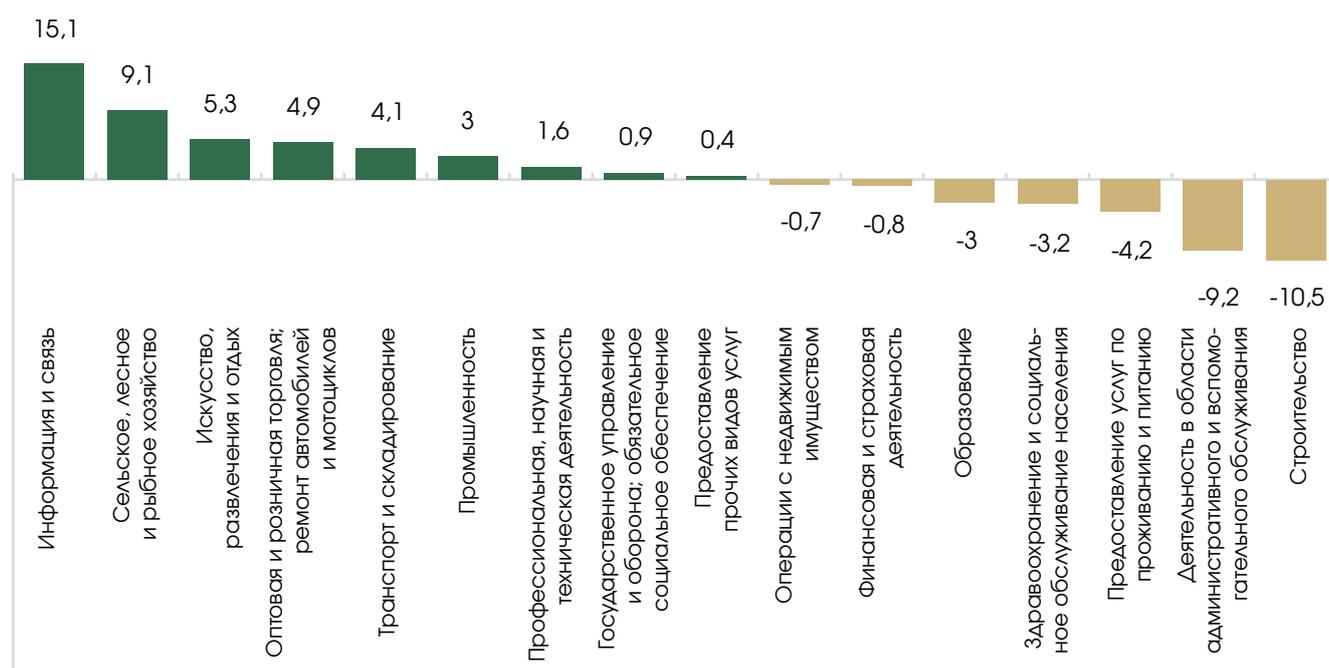
Одновременно фиксировалось снижение доходов в образовании (-3,0%, в среднем 337 тыс. тенге) и здравоохранении (-3,2%), что связано с сокращением доли в бюджетных расходах в эти отрасли. Наиболее негативная динамика наблюдалась в строительстве: падение зарплат как в реальном (-10,5%), так и в номинальном (-1,2%) выражении.

Начиная с 2022 года по первую половину 2025 года наблюдается тенденция, при которой темпы роста ВВП превышают темпы роста реальных заработных плат. Так, темпы роста ВВП ускорились с 3,2% в 2022 году до 6,2% во II квартале 2025 года. Однако динамика реальных заработных плат существенно отставала: они фактически стагнировали. Это указывает на усиливающийся разрыв между экономическим ростом и уровнем жизни населения.



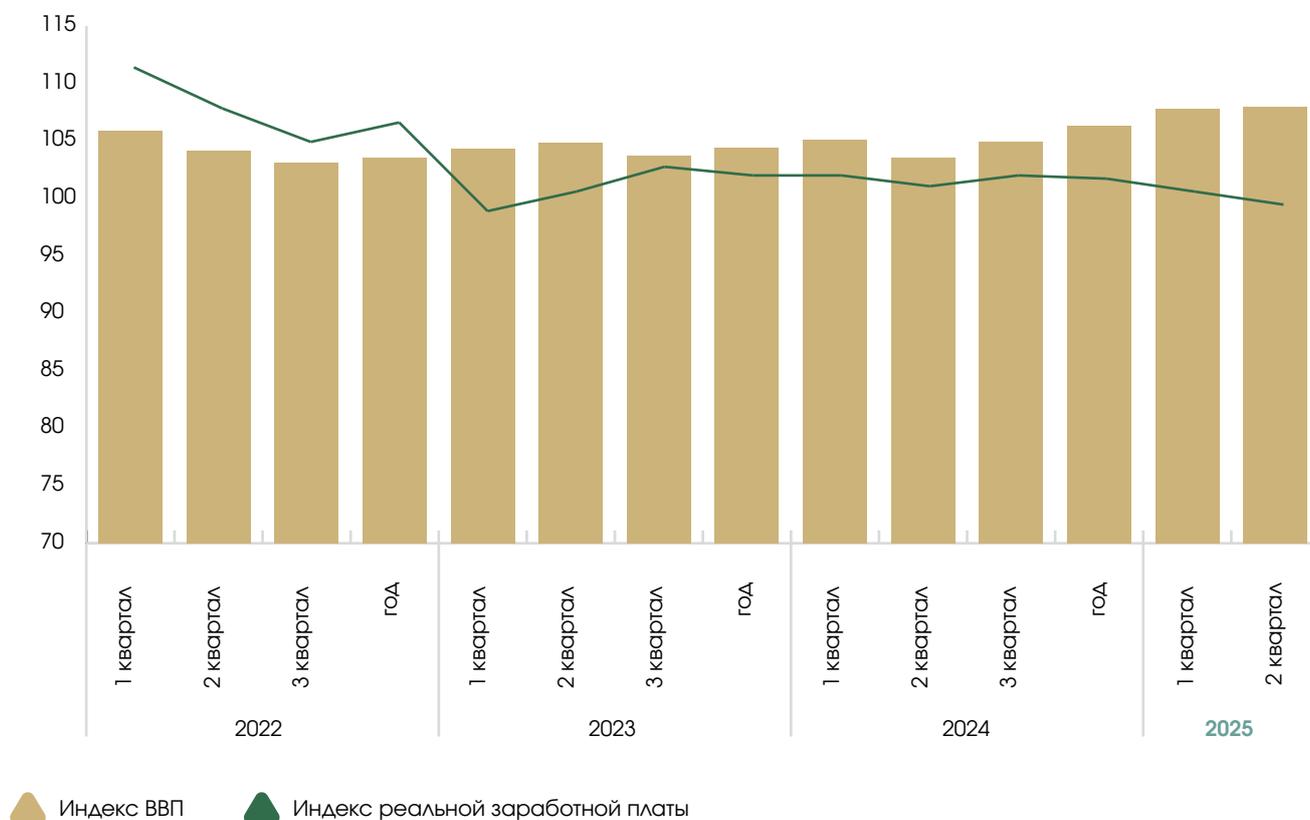
Средняя номинальная  
заработная плата  
в Казахстане составила  
434 тыс. тенге

Рисунок 19. Индекс реальной заработной платы по отраслям



Источник: по данным БНС РК, расчеты BCC Invest

Рисунок 20. Индекс реальной заработной платы и индекс ВВП в сравнении



■ Индекс ВВП    ▲ Индекс реальной заработной платы

Источник: по данным БНС РК, расчеты BCC Invest



# РЫНОК ДОЛГА

- 25 Предисловие
- 27 Рынок МФО
- 31 Скоринговая матрица  
BCC Invest для МФО и ломбардов

# ПРЕДИСЛОВИЕ

В интервью управляющий директор BCC Invest Аманат Искаков анализирует ситуацию на рынке облигаций в Казахстане и делится своими выводами.

## Как вы оцениваете динамику рынка облигаций в первой половине 2025 года? Были ли неожиданные тренды?

В первой половине 2025 года рынок облигаций в Казахстане демонстрировал неоднозначную динамику. Объем корпоративного долга в обращении вырос до 13,7 трлн тенге. На первичном рынке размещено почти 1,88 трлн тенге, что на 42% больше, чем годом ранее. Объем государственного долга по номиналу вырос до 30 трлн тенге. Основными игроками на рынке первичного размещения остаются институциональные инвесторы – 73%, далее идут банки – 21,8%.

Что можно отметить из неожиданного, это рост объема ESG облигаций, так, за первое полугодие 2025 года были допущены к торгам 6 выпусков, тем самым общий объем выпусков достиг 981 млрд тенге, при этом размещено из них более 700 млрд тенге. Это отражает фокус на устойчивом развитии с целью достичь углеродной нейтральности к 2060 году.

Также в июне 2025 года Казахстан разместил еврооблигации на \$2,5 млрд (транши на 7 и 12 лет под 5 и 5,5%), с двукратной переподпиской и рекордно низкими ставками среди эмитентов с рейтингом A/BBB. Это стало неожиданным положительным сигналом на фоне инфляции (11,8% в июле) и высоких ставок НБРК (16,5%). Средства направлены на рефинансирование обязательств 2025 года.

## Как вы оцениваете привлекательность облигаций в условиях текущей базовой ставки и инфляции?

Облигации Казахстана в целом остаются привлекательными для инвесторов, ищущих высокую доходность в условиях Emerging Markets (EM), особенно на фоне глобального снижения ставок в развитых экономиках.



**Аманат Искаков, управляющий директор**

Реальная доходность (как разница между УТМ и уровнем инфляции) для тенговых ГЦБ составляет около 5–7% (18–19% минус 11,8–12,2%), что положительно. Это делает их подходящими для консервативных портфелей, ориентированных на доход, с низким риском дефолта благодаря Investment-grade рейтингам страны. Казахстанским облигациям добавило привлекательности успешное размещение Евробондов (\$2,5 млрд в июне под 5–5,5%), что говорит о доверии инвесторов и улучшении инвестиционной привлекательности Казахстана.

При этом высокая инфляция (11,8% в июне 2025 года) и базовая ставка (16,5%) создают давление: если инфляция не снизится, реальная доходность может пойти вниз и новые эмиссии станут менее доходными. Кроме того, остается валютный риск для тенговых облигаций, так как тенге чувствителен к изменению нефтяных цен и геополитики.

## Ожидаете ли вы увеличения числа новых эмитентов на рынке до конца года? Какие отрасли, на ваш взгляд, будут наиболее активны в размещении долговых инструментов в ближайшие месяцы? Какие факторы, на ваш взгляд, могут повлиять на доходность облигаций до конца 2025 года?

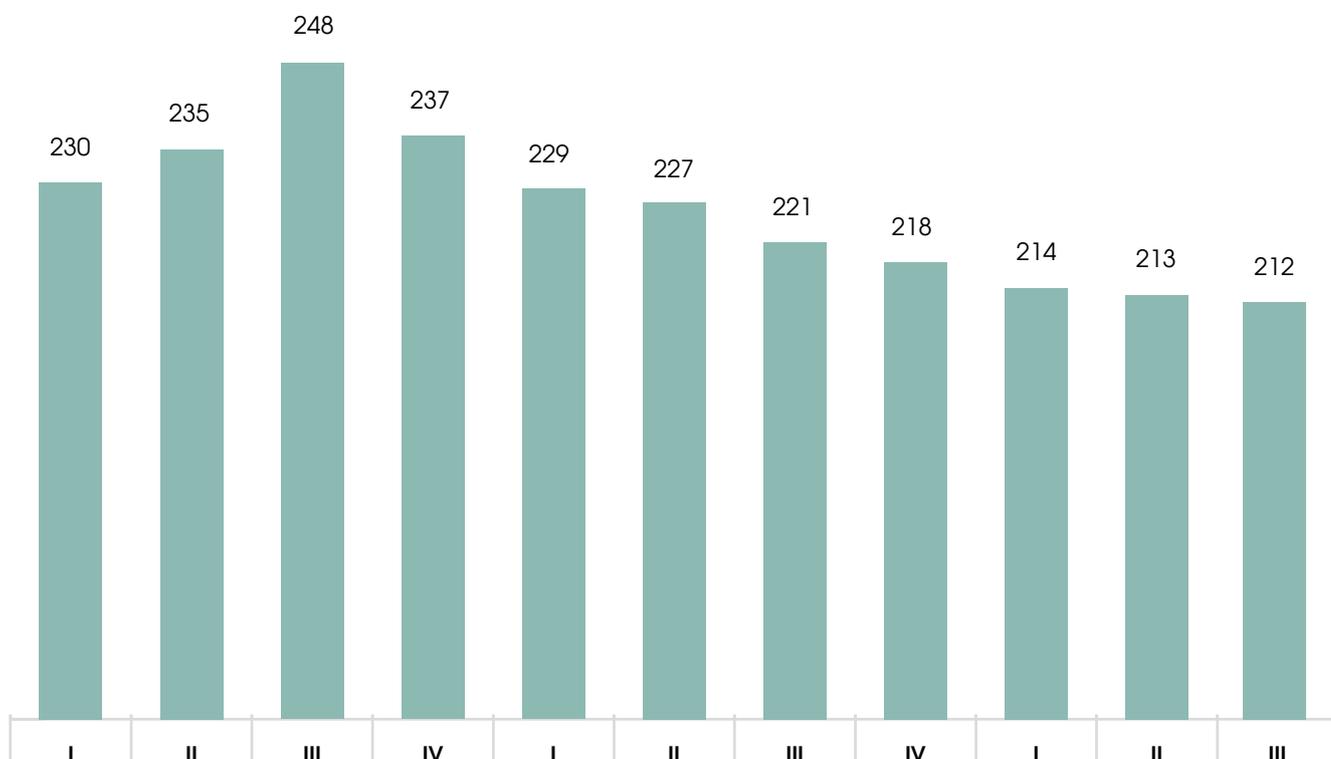
У нас есть ожидание умеренного увеличения числа новых эмитентов на рынке облигаций до конца года. Это основано на продолжающемся развитии рынка, так как, принимая во внимание прогноз роста ВВП страны на 4,5–5% в 2025 году и стремление регулятора снизить инфляцию к 10,5–12,5%, мы ждем появления на рынке новых эмитентов, но в ограниченном количестве. Новые эмитенты, вероятно, появятся из секторов энергетики, строительства и МФО, с акцентом на ESG и международные размещения. Однако темпы зависят от монетарной политики регулятора и глобальных факторов, таких как цены на нефть.

## Какой главный совет вы дали бы частным инвесторам, которые рассматривают облигации как инструмент для второй половины года?

Нашим советом для частных инвесторов, рассматривающих облигации в Казахстане, является диверсификация портфеля в пользу коротких ГЦБ в тенге (1–3-летние, в связи с высоким уровнем доходности) и облигаций в USD для баланса доходности и стабильности (из-за валютного риска).

Всегда выбирайте эмитентов с сильным рейтингом и действуйте оперативно, пока ставки высоки. Долю корпоративных еврооблигаций можно оставить на уровне 20–30% портфеля, долю краткосрочных ГЦБ довести до 40–50%, оставшую часть направить на долевые инструменты с более высоким уровнем риска и нормой дохода. Этот подход минимизирует риски, сохраняя доходность в условиях нестабильной инфляции и высоких ставок.

Рисунок 21. Динамика количества МФО



Источник: Национальный Банк РК

# Рынок МФО

## Рынок микрофинансовых организаций (МФО)

Казахстана находится в стадии трансформации, постепенно сокращается число игроков и укрепляются позиции крупнейших участников. По данным Национального Банка РК, на начало третьего квартала 2025 года в стране действовало 212 микрофинансовых организаций против 221 годом ранее. Тенденция сокращения наблюдается уже несколько лет: если на третий квартал 2023 года насчитывалось 248 организаций, то за два года их количество уменьшилось на 15%. Помимо сокращения слабых участников рынка летом 2025 года крупнейшие МФО – KMF и BNK Finance Kazakhstan – завершили преобразование в БВУ. Также «ОнлайнКазФинанс» с брендом Solva изъявила желание преобразоваться в банк. Тенденция сокращения игроков обусловлено как ужесточением требований к деятельности микрофинансовых организаций, так и стремлением крупных игроков расширить продуктовую линейку и обеспечить доступ к более дешевым источникам фондирования за счет преобразования в БВУ.

В целом на рынке МФО структура остается неоднородной. Условно можно выделить три основные категории участников:

- крупные «традиционные» МФО;
- специализированные автокредитные МФО;
- онлайн-компании, выдающие краткосрочные необеспеченные займы.

Подобная классификация носит условный характер, так как многие «традиционные» игроки также активно развивают разные направления, при этом банки предлагают аналогичные продукты, различия заключаются скорее в масштабе и модели бизнеса.



**Сырым Куттыгул, ведущий аналитик**

Несмотря на снижение числа участников, сектор демонстрирует рост и укрупнение. Совокупные активы всех МФО увеличились с 1,1 трлн тенге в январе 2023 года до 1,9 трлн тенге в июле 2025 года. При этом сохраняется высокая концентрация: 10 крупнейших компаний аккумулируют около 74% всех активов. Основным драйвером роста активов выступает кредитный портфель, который с января 2023 года увеличился с 917 млрд тенге (84% от активов) до 1,75 трлн тенге (91% от активов) на июль 2025 года. Годовой рост активов (июль 2025 к июлю 2024) составил 29%.

Совокупные активы  
всех МФО увеличились  
с 1,1 трлн тенге в январе  
2023 года до 1,9 трлн тенге  
в июле 2025 года

Таблица 2. Топ МФО Казахстана на 1 июля 2025 года (млрд тенге)

№	Наименование	Активы	NPL 90+ / кредитный портфель	ROA	ROE
1	«КМФ (КМФ)»	384	6%	1,3%	7,4%
2	«Тойота Файнаншл Сервисез Казахстан»	283	2%	1,9%	13,3%
3	«MyCar Finance»	163	7%	0,9%	5,2%
4	«ОнлайнКазФинанс»	158	8%	0,7%	4,0%
5	«Шинхан Финанс»	119	3%	2,9%	14,5%
6	«TAS FINANCE GROUP»	80	5%	4,6%	10,6%
7	«ФРИДОМ ФИНАНС Кредит»	74	8%	-0,3%	-0,9%
8	«Арнур Кредит»	69	3%	3,5%	15,9%
9	«R-Finance»	53	4%	3,2%	15,7%
10	«Lending and Finance technologies»	49	6%	7,8%	13,4%
11	«Азиатский кредитный фонд»	45	4%	1,1%	9,3%
12	«ФинтехФинанс»	41	8%	7,2%	17,4%
13	«Mogo Kazakhstan (Mogo Казахстан)»	40	7%	5,8%	34,9%
14	«Робокэш.кз»	36	4%	25,4%	30,0%
15	«Credit365 Kazakhstan (Кредит365 Казахстан)»	22	18%	-9,2%	-30,7%
16	«Swiss Capital (Свисс Капитал)»	15	14%	2,1%	12,3%
17	«Ырыс»	13	7%	0,8%	1,6%
18	«Бастау Агро Финанс»	12	0%	-0,1%	-1,0%
19	«BI Finance»	10	0%	17,4%	133,0%
20	«Kredit Seven Kazakhstan (Кредит Сеवन Казахстан)»	10	15%	18,7%	27,4%

Источник: Национальный Банк РК, расчеты BCC Invest

Рисунок 22. Структура обязательств МФО



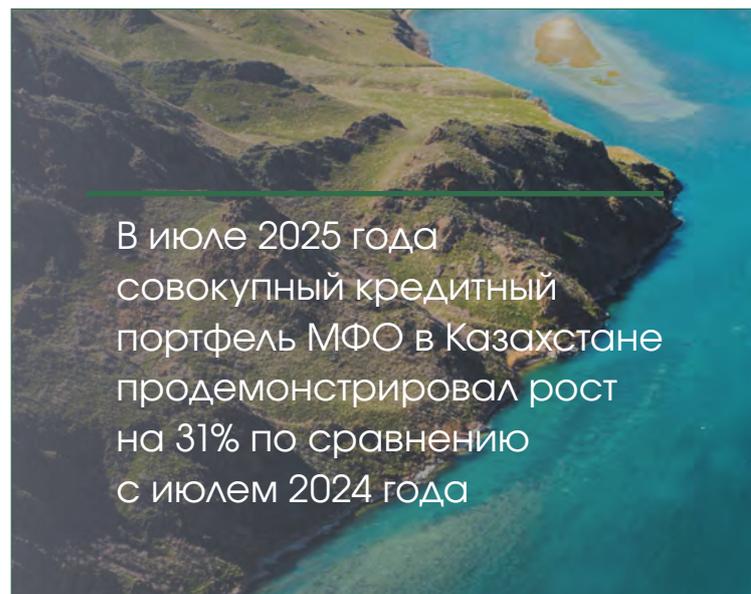
Источник: Национальный Банк РК, расчеты BCC Invest

Несмотря на рост активов, общий баланс микрофинансовых организаций сохраняет стабильную структуру: обязательства формируют порядка 72%, а собственный капитал – около 28%. В составе обязательств основную часть занимают полученные займы – около 70%, при этом значимую долю продолжают составлять выпущенные долговые ценные бумаги – порядка 20%. Такая структура отражает ориентацию сектора на сочетание банковского кредитования и привлечения средств через фондовый рынок, что обеспечивает диверсификацию источников фондирования.

В июле 2025 года совокупный кредитный портфель МФО в Казахстане продемонстрировал рост на 31% по сравнению с июлем 2024 года. При этом более половины объема (55%) микрокредитов было сконцентрировано в пяти крупнейших игроках рынка: КМФ, Тойота Файнаншл Сервисез Казахстан, MyCar Finance, ОнлайнКазФинанс (бренд Solva) и Шинхан Финанс. Примечательно, что три из этих компаний специализируются преимущественно на автокредитовании, а КМФ в 2025 году завершил процесс трансформации в банк.

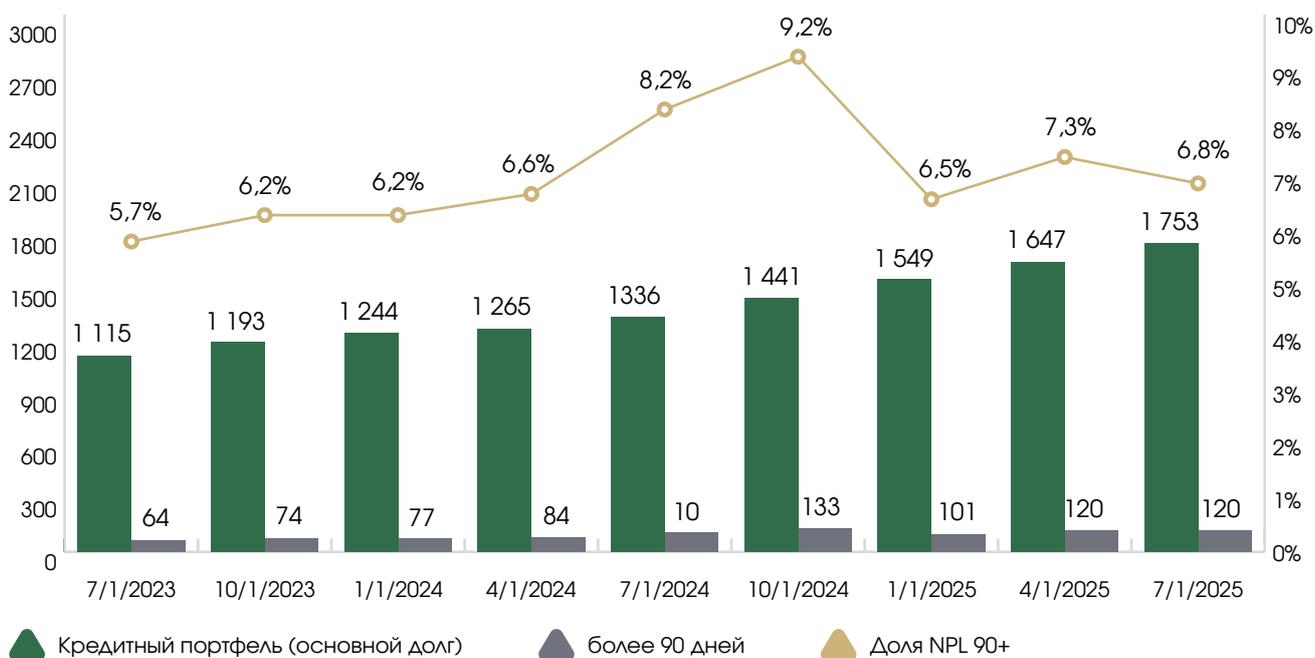
Ситуация с качеством кредитного портфеля также демонстрирует неоднозначную динамику. Доля просроченной задолженности свыше 90 дней снизилась с 9,2% в октябре 2024 года до 6,8% в июле 2025-го, то есть на 2,4 п.п. Однако в краткосрочном разрезе фиксируется обратный тренд: по сравнению с январем 2025 года показатель вырос на 0,3 п.п.

По структуре выданных преобладают микрокредиты физическим лицам – на них приходится 82% от общего объема на 1 июля 2025 года. На юридические лица и индивидуальных предпринимателей приходится лишь 17%, что подчеркивает направленность и потребительскую специфику сегмента.



Динамика изменений на рынке МФО в последние годы во многом обусловлена усилением регулирования со стороны государства. АРРФР реализуют последовательную политику по ужесточению требований к участникам рынка. Целью этих мер являются повышение прозрачности рынка, снижение долговой нагрузки на заемщиков, а также минимизация системных рисков в секторе микрокредитования.

Рисунок 23. Динамика кредитного портфеля МФО, млрд тенге



Источник: Национальный Банк РК, расчеты BCC Invest

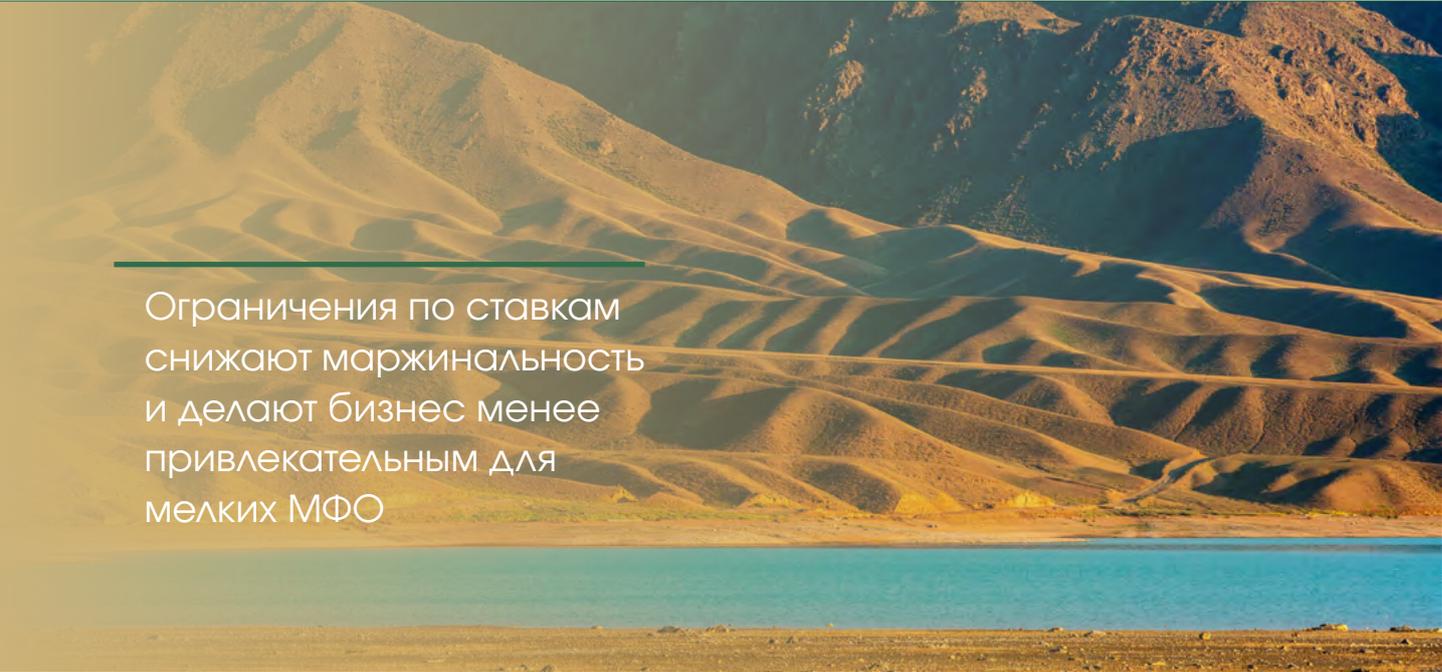
## Ужесточения на рынке МФО

июнь 23	август 24	февраль 25	июнь 25	август 25
Капитал МФО: с июля 2023 – 150 млн ₸, с января 2024 – 200 млн ₸.	ГЭСВ снижена с 56 до 46%, для займов до 45 дней – дневная ставка $\leq 0,3\%$ , ГЭСВ $\leq 179\%$ (ранее до 339%).	До 1 мая 2026 – запрет на передачу задолженности физлиц. Также введены ограничения на частоту звонков должникам. С 1 мая 2026 – передача возможна только после 24 мес. долга и досудебного урегулирования.	Обязательное раскрытие ГЭСВ и всех комиссий, реструктуризация долгов до 6,29 млн ₸.	Планируются новые правила онлайн-кредитования: антифрод, 24-часовая задержка крупных займов, запрет нескольких кредитов в день.

Введение регуляторных требований на рынке микрофинансирования влияет на общую рентабельность. Наиболее уязвимыми оказываются небольшие МФО, для которых усиленные требования оказывают более заметное давление из-за ограниченного масштаба бизнеса. По состоянию на январь 2025 года зафиксировано сокращение ключевых показателей доходности по всему рынку МФО: ROA снизилась на 2,9 п.п. и составила 6,4%, тогда как ROE за 2025 года сократилась на 9,7 п.п., в годовом выражении – до 22,6%.

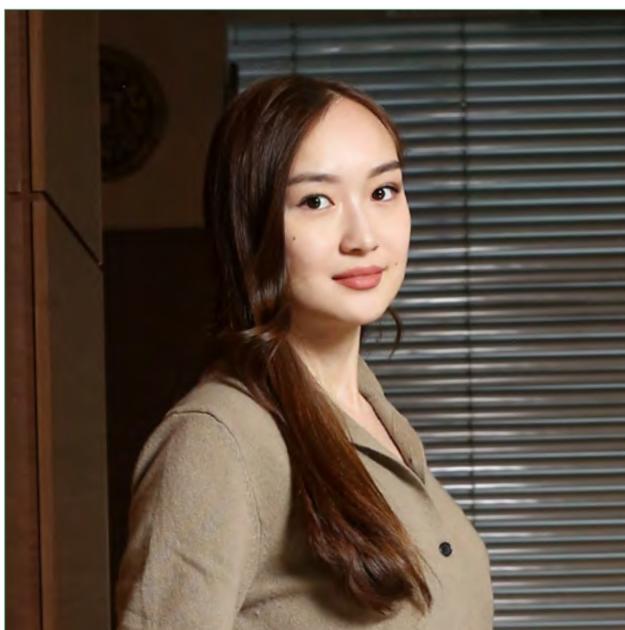
В целом на рынке МФО происходят изменения, которые в ближайшее время повлияют на кредитование в Казахстане. Усиление требований к капиталу заставляет небольшие

компании искать партнеров или объединяться, тогда как часть игроков с ограниченными ресурсами может покинуть рынок. Ограничения по ставкам снижают маржинальность и делают бизнес менее привлекательным для мелких МФО. Для организаций, ориентированных на традиционное микрокредитование, ситуацию осложняет выравнивание годовой эффективной ставки вознаграждения с банковским сектором, где стоимость фондирования в 2–3 раза ниже благодаря депозитам. Дополнительное давление создает конкуренция со стороны крупных МФО и банков. В итоге рынок движется к укрупнению и сокращению числа участников: сильные компании будут либо трансформироваться в банки, либо менять стратегию развития.



Ограничения по ставкам снижают маржинальность и делают бизнес менее привлекательным для мелких МФО

# Скоринговая матрица BCC Invest для МФО и ломбардов



**Алуа Есбол, главный аналитик**



**Ербол Бейбитов, ведущий аналитик**

Современный рынок небанковских финансовых организаций требует создания единых и прозрачных инструментов оценки кредитного риска – в условиях активного развития долгового сегмента Республики Казахстан, где основная доля выпусков корпоративных облигаций приходится на микрофинансовые организации. Не все МФО имеют возможность получить оценку кредитного риска от международных рейтинговых агентств (*S&P, Fitch, Moody's*), и ввиду отсутствия национального рейтингового агентства необходимость стандартизированной рейтинговой системы приобретает значимость для инвесторов. Для ответа на этот вызов мы постоянно модернизируем собственную скоринговую матрицу для присвоения кредитных рейтингов микрофинансовым организациям и ломбардам. Данный инструмент базируется на комплексной оценке количественных и качественных показателей, что позволяет максимально объективно оценить устойчивость небанковских финансовых организаций.

Мы постоянно  
модернизируем  
собственную  
скоринговую матрицу



## Методология оценки

Методология оценки в скоринговой модели BCC Invest в большей степени строится вокруг финансовых метрик оцениваемых компаний (70% от общей оценки). В первую очередь внимание уделяется платежеспособности, которая отражает способность организации своевременно исполнять долговые обязательства и поддерживать приемлемый уровень долговой нагрузки. Основными подфакторами платежеспособности МФО являются качество ее кредитного портфеля и достаточность собственного капитала. Не менее важное направление анализа – эффективность деятельности, включающая оценку доходности активов, а также стабильность и качество операционных результатов. Отдельное внимание уделяется ликвидности – способности компании оперативно мобилизовать денежные средства для покрытия краткосрочных обязательств, что особенно критично в условиях изменчивой рыночной конъюнктуры. Данные показатели учитываются не только на основе последних актуальных данных, но также и в периоде последних трех лет, что позволяет оценить их стабильность и выявлять позитивные или негативные тренды, которые также имеют влияние на конечную оценку.

Помимо количественных факторов в расчет принимаются и качественные характеристики (30% от общей оценки). Они позволяют глубже понять специфику бизнес-модели, место компании среди конкурентов, оценить структуру источников дохода, устойчивость к внешним шокам и регуляторным изменениям, а также эффективность внутренних систем контроля и риск-менеджмента. Совокупность всех этих параметров формирует целостную картину текущего состояния компании и ее перспектив.

## Рейтинговая шкала

Скоринговая матрица охватывает десять уровней – от BCC\_A+ (высший уровень надежности) до BCC\_D (дефолт). Высшие категории (A+/A/A-) присваиваются компаниям с устойчивыми денежными потоками и минимальными рисками. Средние уровни (B+/B/B-) отражают умеренную устойчивость, при которой допустимо сотрудничество с определенным уровнем контроля. Низшие категории (C+/C/C-/D) сигнализируют о значительных финансовых проблемах, высокой вероятности дефолта или фактической неплатежеспособности. Такая градация позволяет инвесторам и кредиторам формировать стратегию работы с эмитентами долговых инструментов. Детальная скоринговая матрица показана в таблице 3.

Таблица 3. Скоринговая матрица BCC-Invest

	Характеристика рисков	Уровни рейтингов BCC-Invest	Числовая оценка
Инвестиционный уровень	Высший уровень надежности	<b>BCC_A+</b>	10
	Высокий уровень надежности	<b>BCC_A</b>	9
	Уровень надежности выше среднего	<b>BCC_A-</b>	8
	Средняя надежность	<b>BCC_B+</b>	7
	Надежность ниже среднего	<b>BCC_B</b>	6
Неинвестиционный уровень	Спекулятивная категория	<b>BCC_B-</b>	5
	Высокий риск	<b>BCC_C+</b>	4
	Очень высокий риск	<b>BCC_C</b>	3
	Высокая вероятность дефолта	<b>BCC_C-</b>	2
	Дефолт	<b>BCC_D</b>	1

Поскольку большинство МФО и ломбардов Казахстана не имеют международных и внутренних рейтингов, инвесторы сталкиваются со сложностями в оценке риска при принятии решений относительно данных эмитентов. Мы присвоили кредитные рейтинги наиболее

крупным МФО и ломбардам для того, чтобы облегчить инвесторам процесс принятия решений при выборе эмитентов в процессе инвестирования (таблица 4). В выборку вошли МФО и ломбарды, занимающие лидирующие позиции по размерам активов. Оценка

производилась на основе данных из финансовых отчетов компаний за первое полугодие 2025 года и за 12 месяцев 2022–2024 гг., а также из открытых источников. На момент оценки большинство компаний из списка имело несколько действующих выпусков облигаций. Мы указали

самые последние выпуски облигаций по каждой компании. Такая рейтинговая система наглядно демонстрирует соотношение предлагаемых доходностей и уровней риска, связанных с каждым эмитентом.

**Таблица 4: Рейтинг казахстанских МФО и ломбардов**

Компания	Рейтинг BCC Invest	Примеры последних размещений			
		ISIN	Валюта	Погашение	Купонная ставка
<b>Микрофинансовые организации</b>					
ТОО «МФО «TAS FINANCE GROUP»	<b>BCC_A</b>	KZ2P00014400	KZT	15.07.2027	21,00%
ТОО «МФО «R-Finance»	<b>BCC_A</b>	KZ2P00014723	KZT	08.08.2027	22,00%
ТОО «МФО «Арнур Кредит»	<b>BCC_A</b>	KZ2P00014434	KZT	30.07.2027	20,00%
АО «МФО «КМФ (КМФ)»*	<b>BCC_A</b>	KZ2C00013779	KZT	30.05.2026	19,50%
ТОО «МФО «Тойота Файнаншл Сервисез Казахстан»	<b>BCC_A-</b>	KZ2P00014442	KZT	28.08.2029	18,40%
ТОО «МФО «Азиатский кредитный фонд»	<b>BCC_A-</b>	KZ2P00014640	KZT	20.02.2027	22,50%
ТОО «МФО «MyCar Finance»	<b>BCC_A-</b>	KZ2P00011968	KZT	14.11.2026	17,50%
АО «МФО «ОнлайнКазФинанс»	<b>BCC_B+</b>	KZ2C00013274	KZT	20.06.2028	21,65%
ТОО «МФО «Mogo Kazakhstan (Mogo Казахстан)»	<b>BCC_B+</b>	KZ2P00014590	USD	20.08.2027	11,00%
ТОО «МФО «ФРИДОМ ФИНАНС Кредит»	<b>BCC_B+</b>	KZ2P00010978**	KZT		
ТОО «МФО «Робокэш.кз»	<b>BCC_B</b>	KZ2P00010291	USD	15.05.2027	10,00%
ТОО «МФО «Swiss Capital (Свисс Капитал)»	<b>BCC_B-</b>	KZ2P00011638	USD	25.04.2027	10,50%
<b>Ломбарды</b>					
ТОО «Сейф-Ломбард»	<b>BCC_A</b>	KZ2P00014491	KZT	14.02.2027	21,00%
ТОО «Birinshi Lombard (Бірінші Ломбард)»	<b>BCC_A-</b>	KZ2P00010010	KZT	10.10.2025	24,00%

\* с августа 2025 года АО «МФО «КМФ (КМФ)» получило банковскую лицензию и сменило название на АО «КМФ Банк».

\*\* частное размещение.

Таким образом, разработанная скоринговая матрица выполняет сразу несколько функций. С одной стороны, она служит инструментом внутреннего анализа и управления рисками для финансовых институтов. С другой – она обеспечивает инвесторов и участников долгового рынка Казахстана понятным ориентиром для выбора надежных эмитентов

в сегменте МФО, где размещается значительная часть корпоративных облигаций. Благодаря своей системности и прозрачности данная методика способствует укреплению доверия к рынку, снижает вероятность принятия неэффективных инвестиционных решений и закладывает основу для устойчивого развития микрофинансового сектора в стране.



# РЫНОК АКЦИЙ

- 35 АО «НАК «КазАтомПром» (КАР)
- 36 АО «Kaspi.kz» (KSPI)
- 37 АО «НК «КазМунайГаз» (КМГ)
- 38 АО «KEGOC» (KEGC)
- 39 АО «Эйр Астана» (AIRA)
- 40 От кредитной зависимости к сберегательной модели:  
как Казахстану включить «мотор» долгосрочных  
инвестиций

## АО «НАК «КазАтомПром» (КАР)

## Финансовые результаты за 1 полугодие 2025 года

Тикер KASE: KZAP	Целевая цена (12M): 28 083т	Потенциал: +13%
Тикер AIX: KAP	*Текущая цена: 24 886т	Рейтинг: BUY

## Сентябрь 2025г.

АО «НАК «КазАтомПром» (далее – «Группа») опубликовало операционные результаты деятельности за 1 полугодие 2025 года.

Вследствие изменения финансовых показателей Группы и изменения WACC мы обновили стоимость одной акции до 28 083т с потенциальным ростом на 13% от текущей рыночной цены, с рекомендацией «Покупать».

## Финансовые результаты по итогам консолидированной финансовой отчетности за 1 полугодие 2025 года:

- Снижение выручки на 6% за 6М 2025 г. по сравнению с аналогичным периодом 2024 г. обусловлено главным образом прекращением реализации урановой продукции и сокращением объемов продаж урана.
- Объем производства урана вырос на 13% благодаря увеличению производственного плана. При этом ожидается, что снижение целевого показателя по СП «Инкай» не окажет существенного влияния на производственные планы компании на весь 2025 год.
- Объем продаж уменьшился на 2% г/г. Продажи могут существенно колебаться в зависимости от сроков поступления заказов и графика поставок.
- За 6М 2025 г. себестоимость реализации снизилась на 16% вслед за уменьшением объемов продаж покупного урана, приобретенного у совместных и ассоциированных предприятий. При снижении таких поставок итоговая себестоимость формировалась исходя из преобладающей спотовой цены и применимых дисконтов, что также способствовало уменьшению показателя.
- Уровень долговой нагрузки составил 192 млрд тенге по состоянию на 30 июня 2025 года, что на 28% больше показателя 2024 года.

## Изменение и обновление параметров в модели оценки

В модели, прогнозы по спотовой цене на уран были обновлены согласно аналитическим базам Capital IQ и Bloomberg.

Ставка дисконтирования (WACC) была увеличена до 15,7% в связи с изменениями на рынке. Также были обновлены объемы по производству и реализации урана, скорректирована стоимость чистого долга по итогам 6М 2025 года.

## Финансовые показатели

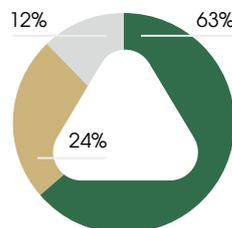
млрд ₸	6М 2025	6М 2024	Изменение (%)
Выручка	660	701	-6%
Себестоимость	(374)	(443)	-16%
Валовая прибыль	287	258	+11%
Операционная прибыль	254	227	+12%
Чистая прибыль	263	573	-54%
Денежные средства и их эквиваленты	584	152	+284%

## Маржинальность

	6М 2025	6М 2024
ROA	20%	37%
ROE	29%	49%

Источник: данные Компании, расчеты BCC Invest

## Акционеры

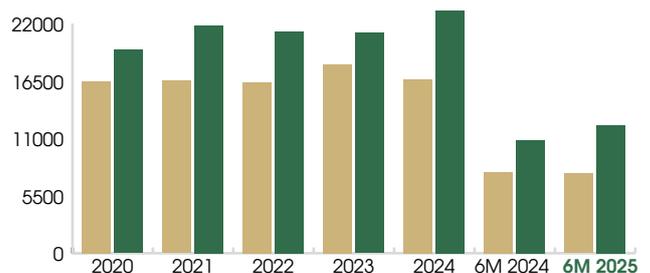


- АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына»
- СІТІВАНК (номинальный держатель)
- ГУ «Министерство финансов Республики Казахстан»

## Рыночные параметры

Кол-во выпущенных акций (шт.)	259 356 608
Рыночная капитализация (млрд ₸)	6 438
52-нед. мин./ макс. (₸)	16 080 – 24 999

## Операционные показатели, тонн:



- Объем реализации
- Объем производства

\*текущая цена – цена на момент написания обзора.

# АО «Kaspi.kz» (KSPI)

## Финансовые результаты за 1 полугодие 2025 года

Тикер KASE: KSPI	Целевая цена (12M): 57 922₸	Потенциал: +14%
Тикер NASDAQ: KSPI	*Текущая цена: 50 651₸	Рейтинг: BUY

### Август 2025 г.

АО «Kaspi.kz» (далее – «Компания») опубликовало операционные результаты деятельности за 1 полугодие 2025 года. Как результат, мы обновили стоимость одной акции в 57 922₸, с потенциальным ростом в 14% от текущей рыночной цены, с рекомендацией «Покупать».

При росте продаж в Турции Hepsiburada зафиксировала снижение EBITDA и чистый убыток из-за дополнительных резервов по кредитам и разовых расходов. На казахстанском рынке ключевым фактором замедления стал сохраняющийся спад спроса на смартфоны, что ограничило динамику GMV в сегменте e-Commerce. Тем не менее благодаря активному развитию e-Grocery, рекламы и доставки Kaspi.kz продолжил демонстрировать устойчивый рост выручки и сохранил прогноз по чистой прибыли на уровне около +15% YoY в 2025 году.

### Финансовые результаты по итогам консолидированной финансовой отчетности за 1 полугодие 2025 года:

По сравнению с предыдущим годом выручка увеличилась на 55%. Данный рост в большей степени связан с увеличением доходов Marketplace.

**Marketplace.** Чистая прибыль и выручка по Marketplace за 6М 2025 года увеличились на 16% и 29% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Общий объем продаж составил 1,4 трлн тенге (+23% г/г).

**Payments.** Рост выручки и чистой прибыли на 16% и 20% по сравнению с предыдущим годом обусловлен увеличением количества транзакции (TPV) на 15% г/г.

**Fintech.** Компания увеличила доходы в сегменте Fintech на 19%. За 1 полугодие 2025 года 40% TFV пришлось на низкорисковые BNPL-кредиты с малым чеком, ставшие ключевым продуктом финтех-платформы. Кредитование продавцов и микробизнеса заняло 18% TFV и продолжает расти быстрее потребительских займов.

По итогам 1 полугодия 2025 года Hepsiburada столкнулась с разнонаправленной динамикой показателей. Несмотря на рост выручки, EBITDA сократилась на 10% в годовом выражении, а на уровне чистого результата компания показала убыток около 1,1 млрд лир. Основными причинами стали увеличение резервов по кредитам и наличие разовых расходов. Одновременно ведется активная работа над улучшением клиентского сервиса, включая оптимизацию доставки, развитие финансовых решений и совершенствование мобильного приложения.

### Изменение и обновление параметров в модели оценки.

Ставка дисконтирования (WACC) была увеличена до 17,4%, ввиду изменений на рынке. Также были обновлены данные по итогам 1 полугодия 2025 года и скорректирован чистый долг.

\*текущая цена – цена на момент написания обзора.

### Финансовые показатели

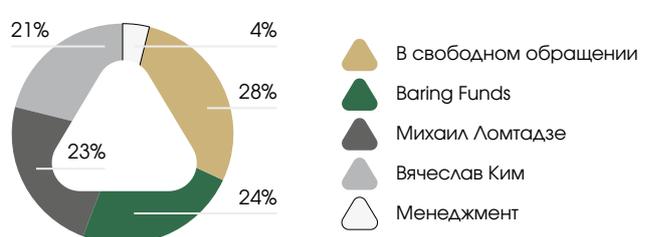
млрд ₸	6М 2025	6М 2024	Изменение (%)
Payments	309	265	+16%
Marketplace	412	319	+29%
Fintech	714	598	+19%
Операционные расходы	(1 160)	(587)	+98%
Чистая прибыль	513	466	+10%
Денежные средства и их эквиваленты	1 078	619	+74%

### Маржинальность

	6М 2025	6М 2024
ROA	11%	13%
ROE	54%	77%

Источник: данные Компании, расчеты BCC Invest

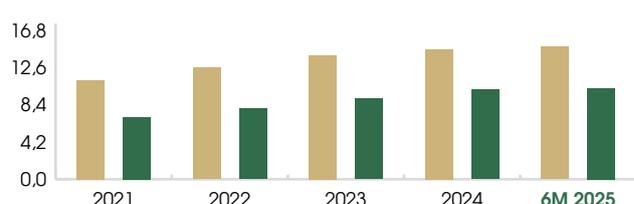
### Акционеры



### Рыночные параметры

Кол-во выпущенных акций (шт.)	216 742 000
В свободном обращении (%)	34%
Рыночная капитализация (млрд ₸)	9 541
52-нед. мин./ макс. (₸)	43 001– 63 619

### Операционные показатели Компании, млн:



▲ Активные пользователи приложения, ежемесячно

▲ Активные пользователи приложения, среднедневно

# АО «НК «КазМунайГаз» (КМГ)

## Финансовые результаты за 6М 2025 года

Тикер KASE: KMGZ	Целевая цена (12М): 19 397₸	Потенциал: -2,8%
Тикер AIX: KMG	*Текущая цена: 19 946₸	Рейтинг: HOLD

### Сентябрь 2025 г.

21 августа была опубликована финансовая отчетность компании КазМунайГаз (далее – «Компания») по итогам 6М 2025 года, которая продемонстрировала улучшение операционных и финансовых показателей, при ухудшении в части чистой прибыли по сравнению с 6М 2024 года.

#### Финансовые и операционные результаты по итогам 6М 2025 года:

Показатель	6М 2025	6М 2024	Изменение (%)
Нефть марки Brent	70,2\$/ барр.	83,5\$/ барр.	-15,9%
Средний курс	512,08₸/ \$	449,00₸/ \$	+14,0%

Как результат, мы оценили стоимость одной акции в 19 397₸ с рекомендацией «Держать».

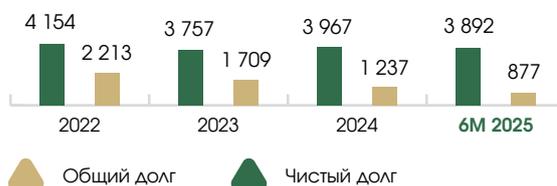
- По сравнению с 6М 2024 года выручка по договорам с покупателями выросла на 6,2% на фоне увеличения объемов добычи нефти и газа, объемов переработки, при снижении объемов транспортировки нефти.
- Чистая прибыль снизилась на 2,9% на фоне роста производственных расходов и отрицательной курсовой разницы.
- Объем добычи нефти и газового конденсата КМГ за 1 полугодие 2025 года составил 13 043 тыс. тонн, что на 8,8% выше аналогичного периода прошлого года. Объем добычи газа достиг 5 726 млн м³ (+18,3%). Рост показателей обусловлен увеличением добычи на месторождении Тенгиз за счет запуска Завода третьего поколения в рамках проекта будущего расширения, а также стабильной добычей на Карачаганаке. Снижение добычи на Кашагане связано с ростом газового фактора в добываемой нефти.
- Общий объем транспортировки нефти (магистральной и морской) составил 41 616 тыс. тонн, что на 0,3% ниже, чем в 1 полугодии 2024 года. Снижение связано с уменьшением морской транспортировки из-за вывода танкеров «Тараз» и «Лива» на модернизацию и сокращения партий Афрамекс в открытых морях, тогда как транспортировка по трубопроводам выросла за счет увеличения сдачи нефти с Тенгиза в систему КТК и поставок на НПЗ.
- Реализация нефти и конденсата составила 13 021 тыс. тонн (+7,4%), из них 66,2% экспорт, а 4 404 тыс. тонн – на внутренний рынок, включая 2 742 тыс. тонн поставок на АНПЗ, ПНХЗ и ПКОП.
- Переработка углеводородов на НПЗ выросла на 16,5%, до 10 375 тыс. тонн. Казахстанские НПЗ обеспечили 7 405 тыс. тонн (+5,0%), румынские (Petromidia и Vega) – 2 969 тыс. тонн (+60,7%).
- Производство нефтепродуктов увеличилось на 16,9% и достигло 9 685 тыс. тонн, в т.ч. бензина – 3 023 тыс. тонн (+22,4%), дизеля – 3 690 тыс. тонн (+22,6%).
- Реализация нефтепродуктов в РК составила 2 671 тыс. тонн (+14,8%). Экспорт снизился на 26,9%, до 269 тыс. тонн, главным образом за счет сокращения продаж прочих продуктов.
- Объем производства полипропилена на заводе KPI составил 106,8 тыс. тонн (+62,9%), а объем реализации – 100,4 тыс. тонн (+63,2%). Продажи на внутреннем рынке выросли более чем вдвое, до 9,5 тыс. тонн, а экспорт увеличился до 91 тыс. тонн, основными направлениями стали Турция и европейские страны.

\*текущая цена – цена на момент написания обзора.

### Финансовые показатели

млрд ₸	6М 2025	6М 2024	Изменение (%)
Выручка по договорам с покупателями	4 500	4 239	+6,2%
Чистая прибыль	534	550	-2,9%
Показатель EBITDA	796	727	+9,5%
Капитальные затраты	259	282	-8,2%

### Динамика по долгам, млрд ₸



### Маржинальность

	6М 2025	6М 2024
ROA (LTM)	5,9%	5,9%
ROE (LTM)	9,5%	9,7%

Источник: данные Компании, расчеты BCC Invest

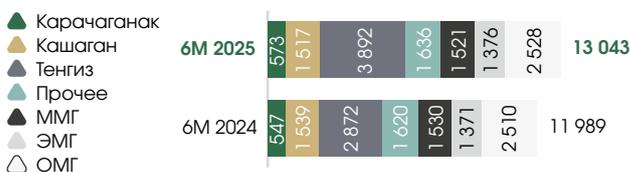
### Акционеры

АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына»	67,83%
ГУ «Министерство финансов Республики Казахстан»	20,00%
Национальный Банк РК	9,58%
В свободном обращении	2,59%

### Рыночные параметры

Кол-во выпущенных акций (шт.)	610 119 493
В свободном обращении (%)	2,59%
Рыночная капитализация (млрд ₸)	12 229,8
52-нед. мин./ макс. (₸)	11 490 – 21 000

### Добыча нефти и газового конденсата (на долю КМГ), тыс. тонн



# АО «KEGOC» (KEGC)

## Рост дивидендных выплат как следствие значительной прибыли: финансовые результаты за 1 полугодие 2025 года

Тикер KASE: KEGC

Целевая цена (12M): 1 778₸

Потенциал: +22,9%

Тикер AIX: KEGC

\*Текущая цена: 1 447₸

Рейтинг: BUY

### Сентябрь 2025г.

АО «KEGOC» (далее – «Компания») опубликовало операционные результаты деятельности за 1 полугодие 2025 года.

Операционные показатели компании за отчетный период характеризуются умеренным ростом выручки по отдельным направлениям. Как результат, мы сохранили стоимость одной акции в 1 778₸, с потенциальным ростом в 22,9% от текущей рыночной цены, с рейтингом «Покупать».

### Итоги финансовой отчетности за 1 полугодие 2025 года:

- Выручка достигла 183 млрд тенге, что на 25 млрд тенге выше, чем в предыдущем году. Незначительный рост на 16% обусловлен ростом доходов от продажи электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков на 89%, увеличением доходов от услуги по передаче электроэнергии на 18%, а также ростом поступлений от услуги по пользованию НЭС на 14%.
- Себестоимость реализованной продукции увеличилась по сравнению с предыдущим годом на 24%. Основной вклад в рост внесли расходы на покупку балансирующей электроэнергии на БРЭ РК на 99%, а также технологический расход электрической энергии, который вырос на 43%. При этом расходы по закупке электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков сократились на 8%.
- Чистая прибыль сократилась из-за того, что темпы роста расходов опередили рост выручки. Основное давление оказали расходы
- на покупку балансирующей электроэнергии, технологические потери, амортизация и фонд оплаты труда. В результате дополнительная выручка была полностью нивелирована увеличением издержек.
- Уровень долговой нагрузки составил 163 млрд тенге за 1 полугодие 2025 года, показав увеличение на 1% с начала года.
- Компания выделяется крупными дивидендными выплатами, что повышает ее привлекательность для инвесторов.

### Оценка стоимости одной акции АО «KEGOC»

Принимая во внимание вышеуказанные результаты, исторически стабильные выплаты по дивидендам, мы **сохранили** стоимость за одну простую акцию на уровне 1 778 тенге, с рейтингом «Покупать».

\*текущая цена – цена на момент написания обзора.

### Финансовые показатели

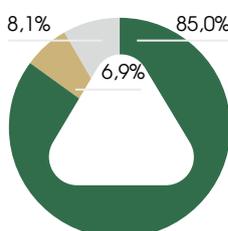
млрд ₸	6М 2025	6М 2024	Изменение (%)
Выручка	183	158	+16%
Себестоимость	(132)	(106)	+24%
Валовая прибыль	51	52	-1%
Операционная прибыль	45	46	-1%
Чистая прибыль	34	35	-2%
Денежные средства и их эквиваленты	42	62	-0,3%

### Маржинальность

	6М 2025	6М 2024
ROA	5%	6%
ROE	8%	8%

Источник: данные Компании, расчеты BCC Invest

### Акционеры

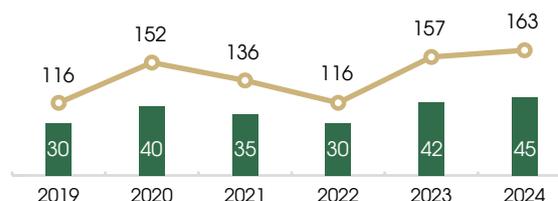


- АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Қазына»
- АО «Единый накопительный пенсионный фонд»
- В свободном обращении

### Рыночные параметры

Кол-во выпущенных акций (шт.)	275 294 118
В свободном обращении (%)	15
Рыночная капитализация (млрд ₸)	399
52-нед. мин./ макс. (₸)	1 415 – 1 534

### Дивиденды Компании



- Сумма начисленных дивидендов, млрд тенге
- Размер дивиденда на одну акцию, тенге

# АО «Эйр Астана» (AIRA)

## Финансовые результаты за 1 полугодие 2025 года

Тикер KASE: AIRA	Целевая цена (12M): 853₸	Потенциал: +13,9%
Тикер AIX: AIRA.Y	*Текущая цена: 749₸	Рейтинг: BUY

### Август 2025 г.

АО «Эйр Астана» (далее – «Компания») 5 августа опубликовало финансовые и операционные результаты деятельности за 6 месяцев, закончившиеся 30 июня 2025 года.

По нашему мнению, отчет вышел позитивным. Сезонно сильный второй квартал для «Эйр Астаны» подтвердился ростом квартальной выручки Компании на 28%. Выручка брендов Air Astana и Fly Arystan увеличилась на 29% и 32% соответственно по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Мы оценили стоимость одной акции в 853₸ с рекомендацией «Покупать».

### Итоги финансовой отчетности за первое полугодие 2025 года:

- Выручка брендов Air Astana и Fly Arystan увеличилась на 29% и 32% соответственно по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Основной прирост выручки обусловлен увеличением доходов от пассажирских перевозок на 27% по сравнению с аналогичным периодом 2024 года. Рост числа пассажиров Группы на 11,6%, до 4,5 млн человек, сопровождался добавлением еще пяти новых направлений, в результате чего общее количество маршрутов достигло 20.
- По состоянию на конец июня 2025 года «Эйр Астана» эксплуатировала 61 единицу флота, что на 4 больше, чем за аналогичный период прошлого года. По планам компании к концу 2025 года флот может составить 63 самолета. Также планируется увеличение флота до 84 самолетов к 2029 году.
- Коэффициент пропускной способности ASK (*Available Seat Kilometers*) группы за первое полугодие 2025 года вырос на 17,8% г/г: на 9,3% - на внутренних маршрутах и на 25,2% - на международных направлениях. При этом 76% прироста провозных емкостей пришлось на международную маршрутную сеть. Наибольший рост международных провозных емкостей зафиксирован на направлениях в Китай и на Дальний Восток (+115%).
- Операционная прибыль за 6 мес. 2025 года составила 23,2 млрд тенге, выше на 54% за аналогичный период 2024 года, операционная маржа увеличилась на 21% и составила 7%. Компания продолжает работу над оптимизацией расходов за счет упрощения флота, оптимизации расхода топлива и созданием дочерней компании «Air Astana Terminal Services», которая сосредоточена на наземном обслуживании и сопутствующих услугах.
- Чистая прибыль за 6 мес. 2025 года увеличилась на 146% и составила 5,39 млрд тенге по сравнению с тем же периодом 2024 года. Также у компании наблюдается прирост денежной массы до 276 млрд тенге, что является рекордным показателем. Чистый долг компании увеличился до 244 млрд тенге, или на 39% г/г, за счет увеличения обязательств по аренде за счет увеличения флота.

\*цена на момент написания обзора.

### Финансовые показатели

млрд ₸	6М 2025	6М 2024	Изменение (%)
Выручка	337	264	+28%
Операционные расходы	(314)	(249)	+26%
Операционная прибыль	23	15	+54%
Чистая прибыль	5	2	+146%
Денежные средства и их эквиваленты	276	197	+40%

### Показатели



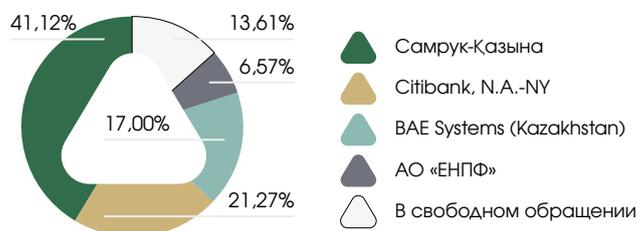
- Среднее количество воздушных судов
- Коэффициент загрузки воздушных судов

### Маржинальность

	6М 2025	6М 2024
ROA (LTM)	3,12%	3,22%
ROE (LTM)	16,26%	19,06%

Источник: данные Компании, расчеты BCC Invest

### Акционеры



### Рыночные параметры

Кол-во выпущенных акций (шт.)	355 517 473
В свободном обращении (%)	13,6
Рыночная капитализация (млрд ₸)	270,2
52-нед. мин./ макс.(₸)	695 – 860,05

# От кредитной зависимости к сберегательной модели: как Казахстану включить «мотор» долгосрочных инвестиций



Алуа Есбол, главный аналитик

## Кратко

**Проблема:** высокая закредитованность и низкая доля инвестирующих домохозяйств в РК. Доверие к инвестициям/инвестбанкам низкое.

**Идея:** сместить фокус домохозяйств с «потреблять в долг» на «сберегать и инвестировать», прежде всего через коллективные фонды (ПИФы) – понятный и регулируемый инструмент «с маленького чека».

**Мировой опыт:** США добились массового инвестирования через сочетание налоговых стимулов, пенсионных планов 401(k)/IRA и прозрачного регулирования. Сегодня около половины американских домохозяйств владеют фондами, а фонды – один из главных каналов участия семей в рынке акций.

## Почему «сберегательная модель» – это макроустойчивость, а не просто «совет экономии»?

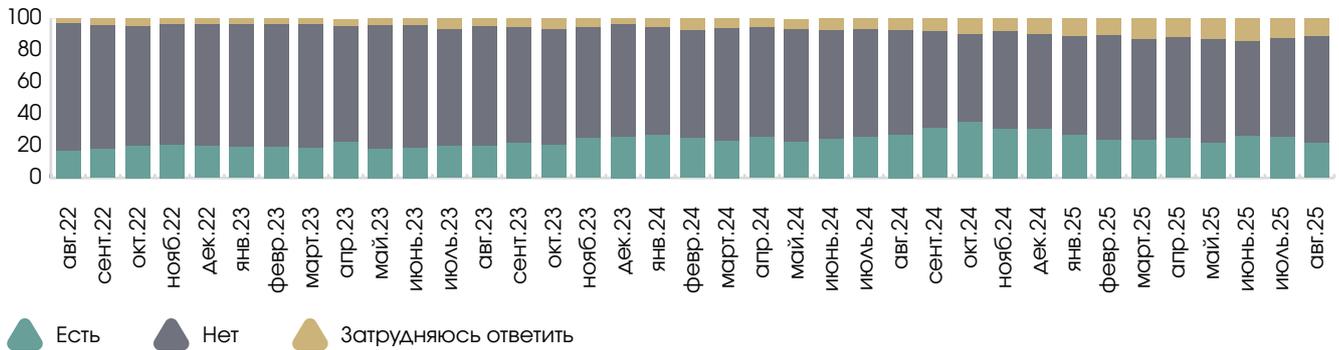
Экономика, где домохозяйства живут от кредита до кредита, уязвима к любым шокам – от повышения ставок до колебаний валютного курса. Альтернативой является сберегательная модель, где часть дохода регулярно откладывается и превращается в финансовые активы, а не остается неиспользованной. Такой переход влияет не только на благосостояние отдельных семей, но и на динамику ВВП: когда сбережения становятся инвестициями, экономика получает стабильный источник спроса и капитала.

---

Эту логику на макроуровне описывает исследование Венского института международных экономических исследований. В нем показано, что объем выпуска зависит от совокупности непотребительских расходов – частных инвестиций, бюджетного баланса и чистого экспорта, а также от коэффициента частных сбережений.

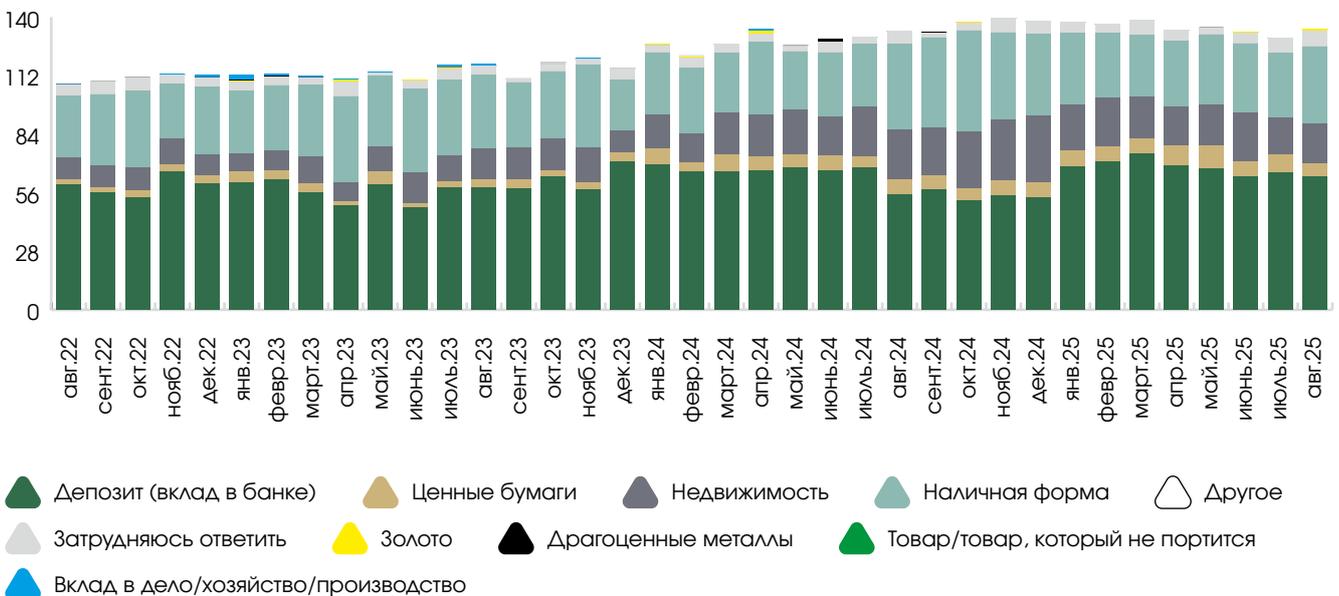
## Что показывают данные НБ РК?

Рисунок 24. Личные сбережения и денежные накопления



Источник: НБ РК

Рисунок 25. Распределение способов хранения личных сбережений



Источник: НБ РК

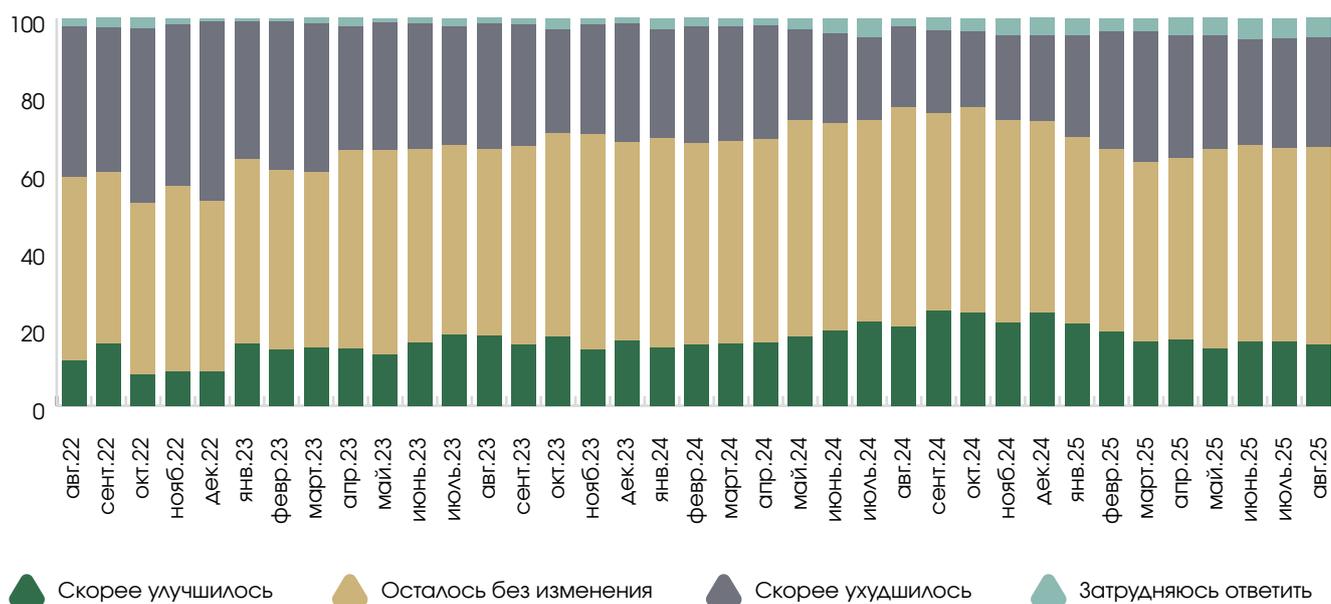
Если склонность к сбережению растет, то при прочих равных темпы выпуска замедляются; если снижается – ускоряются. Авторы отдельно отмечают так называемый парадокс сбережений: накопления, которые не превращаются в инвестиции, могут одновременно замедлять экономику. Поэтому ключевым фактором является именно канал трансформации сбережений во вложения, а не само по себе сокращение потребления.

*Для нас это важный мостик: сбережения должны становиться инвестициями, чтобы работать на рост – и здесь уместна инфраструктура ПИФов.*

Картина в Казахстане, по данным Национального Банка, пока далека от «инвестиционной нормы». В январе–августе 2025 года личные сбережения имели от 27% опрошенных в начале периода до 21,8% в августе; тех, у кого накоплений нет, было от 59,8 до 69,4%, а в августе – 67,2% (рисунок 24).

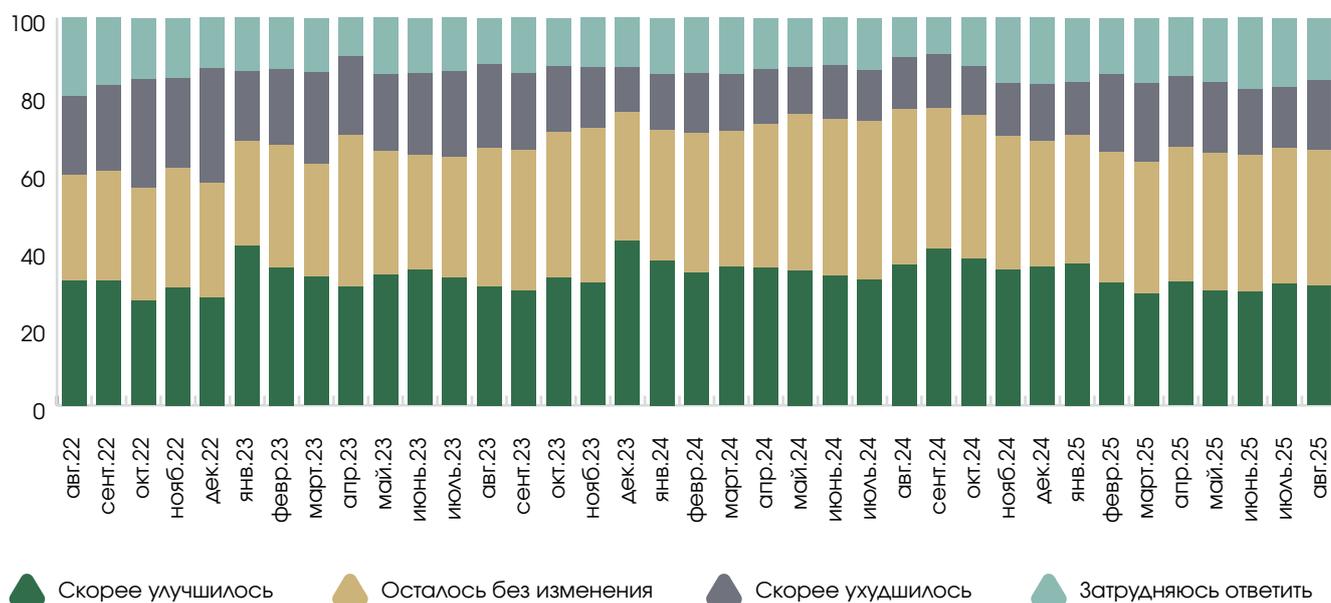
Среди имеющих сбережения доминируют банковские депозиты и наличные: доля депозитов колебалась от 63,5 до 74,5%, доля хранения «в кэше» – от 29,6 до 37,2%. Инвестиции в ценные бумаги остаются нишевыми – от 6,4 до 11,2% среди тех, у кого есть накопления (рисунок 25).

**Рисунок 26. Динамика материального положения семьи за последние 12 месяцев**



Источник: НБ РК

**Рисунок 27. Ожидаемые изменения материального положения семьи в ближайшие 12 месяцев**



Источник: НБ РК

На вопрос об изменениях материального положения за последние 12 месяцев в августе 2025 года 15,7% ответили «скорее улучшилось», 51,2% – «без изменений», 28,2% – «скорее ухудшилось». Ожидания на следующий год осторожно оптимистичны: 30,8% ждут улучшений, 35,3% – стабильности, 17,9% – ухудшений. Эти

цифры объясняют две вещи: у значительной части семей нет «подушки», а те, кто копит, в большинстве своем «замораживают» деньги в депозитах и наличности – активы есть, но они почти не работают против инфляции и не создают «мост» к рынку капитала.

## Как США сделали инвестирование «нормой»

Чтобы понять, как вывести массу домохозяйств на путь регулярных инвестиций, полезно посмотреть на США – страну, где фонды коллективных инвестиций стали повседневным финансовым инструментом.

*Mutual funds have become an important intermediary between households and financial markets, particularly the equity market.*

Массовое участие американцев в инвестициях объясняется не любовью к риску, а тем, как выстроены стимулы и институты.

**Во-первых**, пенсионные и накопительные планы 401(k) и IRA, которые с 1980-х годов направляют часть зарплаты во взаимные фонды и делают это автоматически:

- взнос вычитается из payroll, часто с софинансированием работодателя;
- налоги на инвестиционный доход и прирост капитала откладываются до момента вывода средств.

Такой дизайн устраняет главную поведенческую проблему – необходимость каждый месяц принимать инвестиционное решение.

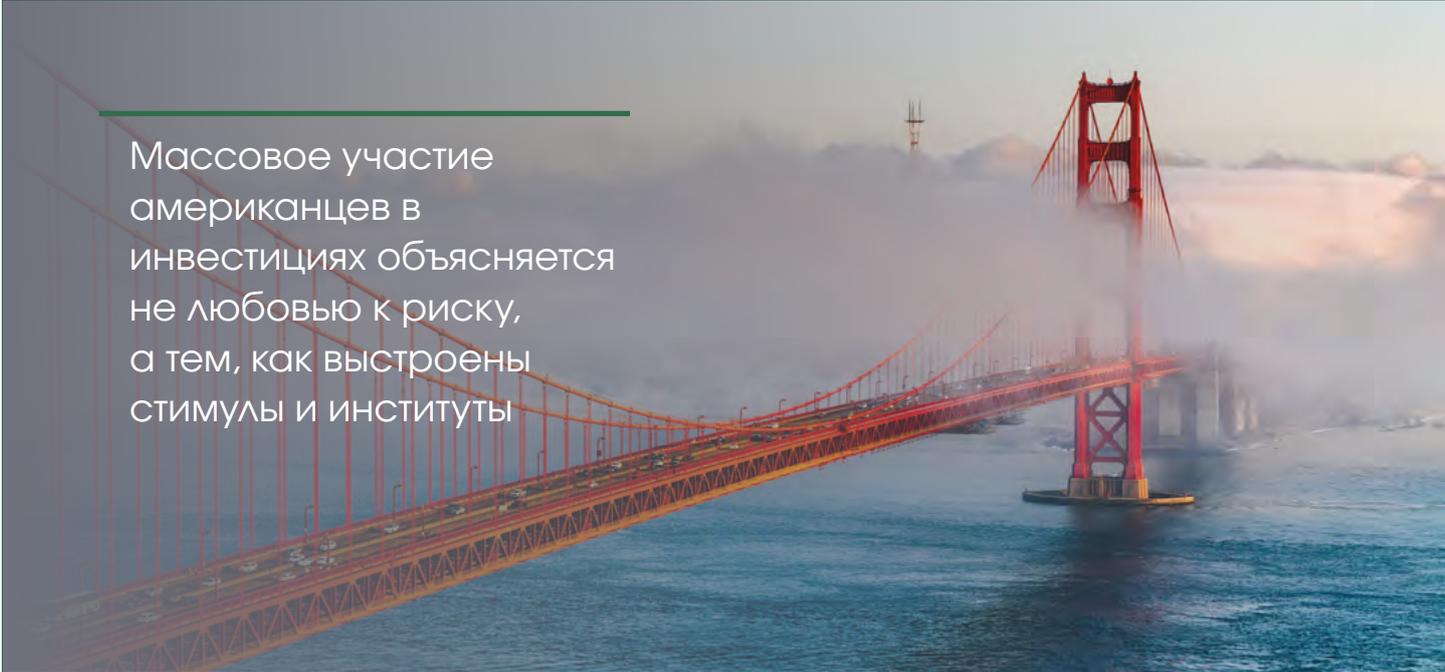
**Во-вторых**, регулирование дало базу доверия и сняло транзакционные барьеры. Индустрия

живет в рамках Investment Company Act of 1940, который минимизирует конфликты интересов и регулирует работу фондов, а Национальный закон об улучшении рынков ценных бумаг 1996 года (*NSMIA*) гармонизировал федеральный и штатный надзор, распространив статус covered securities и тем самым упростив дистрибуцию паев через банки и брокерские сети по всей стране.

**В-третьих**, сыграли роль рейтинги, сопоставимые отчеты, наглядные карточки фондов и бесконечная микрообразовательная повестка от индустрии и медиарынка. Эмпирические работы о потоках в фонды показывают, что инвесторы реагируют на недавнюю доходность, репутацию, удобство покупки, качество канала продаж.

В результате участие домохозяйств стало нормой, а не исключением. Согласно ежегодному Fact Book Института инвестиционных компаний, в 2023 году фондами владели 116 миллионов человек в 68,7 миллионах американских домохозяйств (*чуть больше половины всех семей страны*). Фонды используются, прежде всего, для долгосрочных целей: пенсия, образование, крупные покупки.

Отдельная глава Fact Book подчеркивает: около 54% домохозяйств владеют долями взаимных фондов или других зарегистрированных инвесткомпаний (*включая ETF и закрытые фонды*).



Массовое участие американцев в инвестициях объясняется не любовью к риску, а тем, как выстроены стимулы и институты

## Чего фонды точно не обещают – и что дают на практике

На долги одновременно влияют доходы, ставки, доступность кредитов, демография, региональные цены на жилье и десятки поведенческих факторов. Но есть две устойчивые и проверяемые эмпирические вещи:

- Фонды, особенно через пенсионные и накопительные планы, увеличили долю финансовых активов в балансе семей и тем самым расширили пространство для сбережений в активной форме, а не в наличности.
- Именно через фонды миллионы домохозяйств получили низкопороговый доступ к рынку капитала. Они не делают из людей спекулянтов, но превращают регулярные отчисления в диверсифицированные долгосрочные портфели, что снижает необходимость покрывать временную нехватку средств за счет потребкредитов.

Сопоставление с казахстанскими цифрами проясняет разрыв. Если для американских семей участие в фондах стало обычным способом накоплений, то в Казахстане основными инструментами остаются депозиты и наличность и значительная часть семей вообще не имеет сбережений.

Это не вопрос моральных оценок, а результат того, как устроены стимулы и каналы. Когда у людей нет автоматического механизма перевода части зарплаты в простые и понятные фонды, когда отсутствует единый стандарт раскрытия, а в публичном поле инвестиции чаще связываются либо с быстрыми заработками, либо с недоверием к институтам, рациональный выбор выглядит именно так, как показывают опросы: депозит, наличные, отложенное решение об инвестировании.

## Мир на автопилоте

Сингапур добился дисциплины за счет обязательных отчислений в систему CPF, а затем позволил направлять часть этих средств в инвестиции через CPF Investment Scheme. Обязательные накопления превратились в долгосрочные портфели и приучили население копить через финансовые активы, а не в наличности.

Великобритания перезапустила частные накопления через автовключение работников в корпоративные пенсии. Участие выросло до очень высоких уровней, поскольку «по умолчанию» оказалось сильнее любой агитации, а взносы направляются в паевые стратегии с простыми целевыми портфелями.

Именно через фонды миллионы домохозяйств получили низкопороговый доступ к рынку капитала



Турция добавила к автовключению прямой стимул в виде государственной доплаты к взносам в систему BES, что быстро расширило базу участников и объем долгосрочных накоплений.

Польша пошла тем же путем через РРК – автоматическое подключение, софинансирование работодателя и государства и вложения в целевые фонды с датой погашения.

Индия сделала популярным формат SIP – небольшие, но регулярные взносы во взаимные фонды через банки и финтех-платформы. Это оказалось эффективным в стране, где традиционно сильна привычка хранить деньги наличными, поскольку SIP убирает необходимость ежемесячно принимать решение и превращает процесс накопления в рутину.

## Что делать Казахстану уже сейчас?

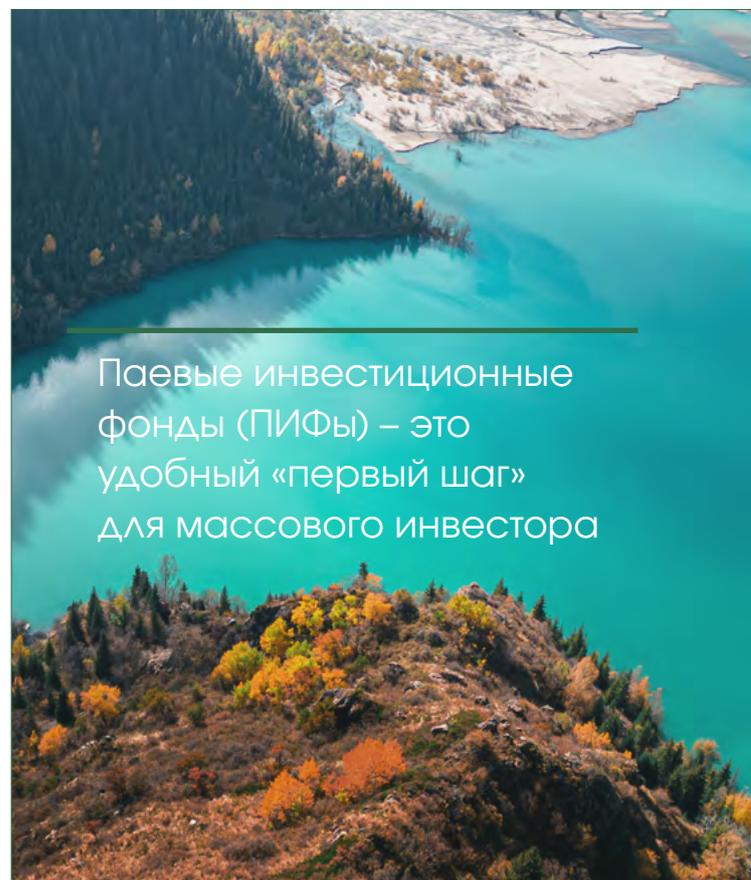
В Казахстане уже есть значительные предпосылки для развития сберегательной модели. Во-первых, паевые инвестиционные фонды (открытые, интервальные) освобождены от налогообложения. Во-вторых, есть автоматическая система взносов, как, например, в BCC Invest. Работодатель может по заявлению сотрудника перечислять часть зарплаты в выбранный ПИФ. Такой механизм снижает барьер входа и превращает сбережения в регулярный процесс без дополнительных усилий со стороны инвестора. Следующий шаг – расширение масштабных программ финансовой грамотности и повышение информированности о действующих возможностях. Важно, чтобы население понимало, что ПИФы – это низкопороговый, диверсифицированный и регулируемый инструмент, позволяющий формировать долгосрочные цели.

## Что может предложить BCC Invest?

Паевые инвестиционные фонды (ПИФы) – это и удобный «первый шаг» для массового инвестора, и надежный инструмент в портфеле профессионала.

- низкий порог входа – начать можно с небольшой суммы,
- готовый диверсифицированный портфель, снижающий риски,
- профессиональное управление и экспертиза аналитиков,
- регулярная и прозрачная отчетность,
- экономия времени на подбор и анализ активов,
- возможность гибко распределять капитал в разных стратегиях.

➔ Подробнее о каждом фонде BCC Invest вы можете узнать на сайте: [bcc-invest.kz/lpif](https://bcc-invest.kz/lpif) или по QR-коду.



Паевые инвестиционные фонды (ПИФы) – это удобный «первый шаг» для массового инвестора



**Руслан Зерилов, управляющий директор BCC Invest**

В условиях, где, как показывают данные, доля инвестирующих в ценные бумаги среди имеющих сбережения держится на уровне единичных процентов, именно такие фонды могут стать тем самым «мостиком» из депозитов и наличности в инвестирование. Мы поговорили с управляющим директором BCC Invest Русланом Зериловым о том, как он управляет активами.

### **Какую доходность показали ваши фонды в первой половине 2025 года и что помогло достичь этих результатов?**

В первой половине 2025 года фонды под управлением АО «BCC Invest» продемонстрировали весьма положительную динамику. По состоянию на 01.09.2025 доходность за последние 12 месяцев по нашим паевым инвестиционным фондам составила:

- ИПИФ «ЦентрКредит – Валютный»: **+19,08%**;
- ИПИФ «ЦентрКредит – Разумный»: **+25,44%**;
- ИПИФ «BCC Elite»: **+16,08%**.

Достигнутые результаты стали возможны благодаря ранее принятым стратегическим решениям по формированию инвестиционного портфеля и своевременной фиксации доходности. Основу управления составили инструменты с фиксированной доходностью, что позволило снизить уровень риска и обеспечить стабильность показателей. Применение

активного стиля управления дало возможность оперативно реагировать на изменения рыночной конъюнктуры и использовать тактические возможности для повышения эффективности вложений. Таким образом, успех был достигнут за счет сочетания консервативной базы и активного управленческого подхода, направленного на достижение оптимального соотношения доходности и риска.

### **Изменялись ли стратегии управления портфелем в ответ на колебания рынка и изменения ставок?**

Мы придерживались ранее обозначенной стратегии и принципов каждого фонда, однако активный процесс управления активами предполагает перманентное внесение корректировок исходя из волатильности рыночной конъюнктуры. Мы усилили акцент на динамическом перераспределении активов, в условиях ожидания смягчения монетарной политики увеличили долю облигаций более высокого дюрационного сегмента, однако учитывали и чувствительность к изменению процентных ставок.

### **Какие активы оказались ключевыми драйверами доходности за прошедший период?**

Ключевая часть дохода была обеспечена стратегией, основанной на постепенном снижении процентных ставок на международных рынках, а также за счет реализации отдельных инвестиционных идей в сегменте долевых финансовых инструментов. Дополнительно позиции в активах, номинированных в национальной валюте, продемонстрировали привлекательную доходность при относительно низком уровне риска.

### **Ваш прогноз на второе полугодие: планируете ли вы пересматривать стратегию в условиях текущей макроэкономической ситуации?**

Что касается прогноза на второе полугодие, то мы сохраняем осторожный оптимизм. Мы ожидаем продолжения тренда на снижение ставок. При этом мы закладываем сценарий более консервативного управления рисками,

увеличивая диверсификацию портфелей. В то же время мы позитивно оцениваем перспективы локального рынка. Учитывая цикличность экономики, период сдерживания сменится периодом стимулирования, поэтому текущую фазу высоких ставок мы рассматриваем как временную и фиксируем привлекательные уровни доходности.

## Есть ли ощущение, что интерес клиентов к ПИФам растет? Если да, то какие категории фондов пользуются наибольшим спросом?

Спрос на паевые инвестиционные фонды действительно растет, наибольшей популярностью пользуется наш розничный фонд ИПИФ «ЦентрКредит – Разумный Баланс», количество пайщиков по которому выросло многократно и по состоянию на 01.09.2025 составляет более 11 000 уникальных инвесторов. Также достаточно быстро растет интерес к нашим паевым инвестиционным фондам, номинированным в долларах США. Например, наш крупнейший ИПИФ «ЦентрКредит – Валютный» предоставляют уникальную возможность инвестировать в рынок еврооблигаций и позволяет получить доход, во много раз превышающий уровень валютного депозита с более низким уровнем риска. Так, например, доходность за 2024 год составила 15,76%, а текущий уровень облигаций с рейтингом BBB- и выше составляет более 60% на 01.09.2025. Также растет спрос на наш новый уникальный ИПИФ «Wardat al hayat», инвестиционная политика которого соответствует нормам исламского финансирования.

## Как глобальные факторы (ФРС, нефть, валютные курсы) повлияли на результаты фондов и как вы готовитесь к их возможному изменению во второй половине года?

Основными факторами влияния являются действия ФРС США и риторика по ставкам, основанная на статистических данных по инфляции, росту ВВП и безработицы, которые задают тон рынкам облигаций, а также экономическая политика главы США. Также большое влияние оказывает политика Национального Банка в отношении базовой ставки РК. Помимо ранее перечисленного цены на нефть традиционно оказывают сильное

влияние на рынок Казахстана. Основательно влияет на рынки и геополитическая ситуация в мире. Валютные колебания усиливают интерес инвесторов к хеджированию и диверсификации в валютных инструментах. На второе полугодие мы держим сценарные модели по каждому из этих факторов.

## Что бы вы посоветовали частным инвесторам, которые хотят войти в ПИФы во втором полугодии? На что обратить внимание?

Частным инвесторам стоит уделять особое внимание диверсификации и не сосредотачиваться только на одном финансовом инструменте или классе активов. Важно заранее определить цели и горизонты инвестирования, оценить допустимый уровень риска и тщательно подбирать финансовые инструменты. При пассивном инвестировании или первых шагах на рынке ценных бумаг лучше доверить капитал профессионалам, приобретая паи фондов. Отдавайте предпочтение фондам с ясной стратегией и доказанной эффективностью управления.

## Есть ли уроки первой половины 2025 года, которые изменили ваш подход к управлению фондами?

Главный урок – необходимость быстрой адаптации стратегий к изменениям ставок и глобальной конъюнктуры. Инвесторы убедились, что стоит быть готовыми к резким просадкам, поддерживать ликвидность и регулярно ребалансировать портфель, проявляя терпение и хладнокровие.

При пассивном инвестировании или первых шагах на рынке ценных бумаг лучше доверить капитал профессионалам, приобретая паи фондов





# Глобальный рынок

- 49 Введение
- 50 Результаты наших прогнозов
- 51 Рынки

# Введение

Входим во второе полугодие 2025-го с трезвым пониманием расстановки сил: политика добавляет волатильности, но экономика движется по своим правилам через стоимость денег, состояние рынка труда и доступность капитала. На ближайшем горизонте это означает простую вещь: важнее понятные драйверы, чем долгие сценарии. Мы остаемся конструктивными к риску, но действуем избирательно.

В США фундамент по-прежнему строится на прибыли и инвестициях в производительность. Тема ИИ и полупроводников стала инфраструктурой нового цикла: растут капитальные затраты бигтеха, расширяются облачные решения и дата-центры, а эффект в P&L для их разработчиков будет раскрываться с заметным лагом в ближайшие кварталы. На этом фоне наш базовый ориентир по S&P 500 на 2025 год остается амбициозным, но достижимым: ключ к нему – это устойчивый рост прибыли компаний, ровная макростатистика и отсутствие новых шоков.

Европа выглядит более неоднородно. Торговая повестка давит на промышленность и экспорт, но внутри индексов есть явные победители: автопроизводители переживают переоценку в условиях трансформации отрасли, «фарма» получает структурную поддержку за счет препаратов против ожирения, а оборона и аэрокосмическая деятельность закрепились как самостоятельный фактор спроса на фоне геополитики. Денежно-кредитная политика смягчается, но рост здесь остается «низким и выборочным».

Китай – рынок качества. Адресные меры смягчения и специальные заимствования стабилизируют спрос, однако общий темп роста скромнее официальных целей. Риски торговых ограничений и слабого жилья сохраняют осторожность, притом что оценки в ряде сегментов выглядят привлекательнее глобальных аналогов.

В товарном блоке картина соответствует позднему циклу. Нефть колеблется в коридоре с пониженным средним: избыток предложения и дисциплина производителей важнее новостного фона. Золото подтверждает роль стратегического хеджа. Комбинация покупок центробанков и геополитики подтягивает



**Алдияр Ануарбеков, аналитик**

«страховочную» премию. Биткойн остается индикатором финансовых условий: после весенней коррекции импульс задают институциональные потоки, но его волатильность неотъемлемая часть профиля риска.

В развивающемся мире окно возможностей смещается к Латинской Америке и части Азии: там сходятся оценка, доходность и более мягкая политика ЦБ. Это в совокупности с нормализацией глобальной ликвидности поддерживает спрос на их локальные бонды и выборочные акции.

Наш подход остается прагматичным: фиксируем факт вместо нарративов, сверяем исходные тезисы с результатами и переводим выводы в решения по аллокации, где принимать риск, где хеджировать и как масштабировать позиции с учетом волатильности и ликвидности. Этот обзор помогает понять, как действовать в условиях неопределенности, а не избегать ее. Действовать через доказуемые предпосылки, понятные горизонты и управляемую концентрацию риска.

# Результаты наших прогнозов

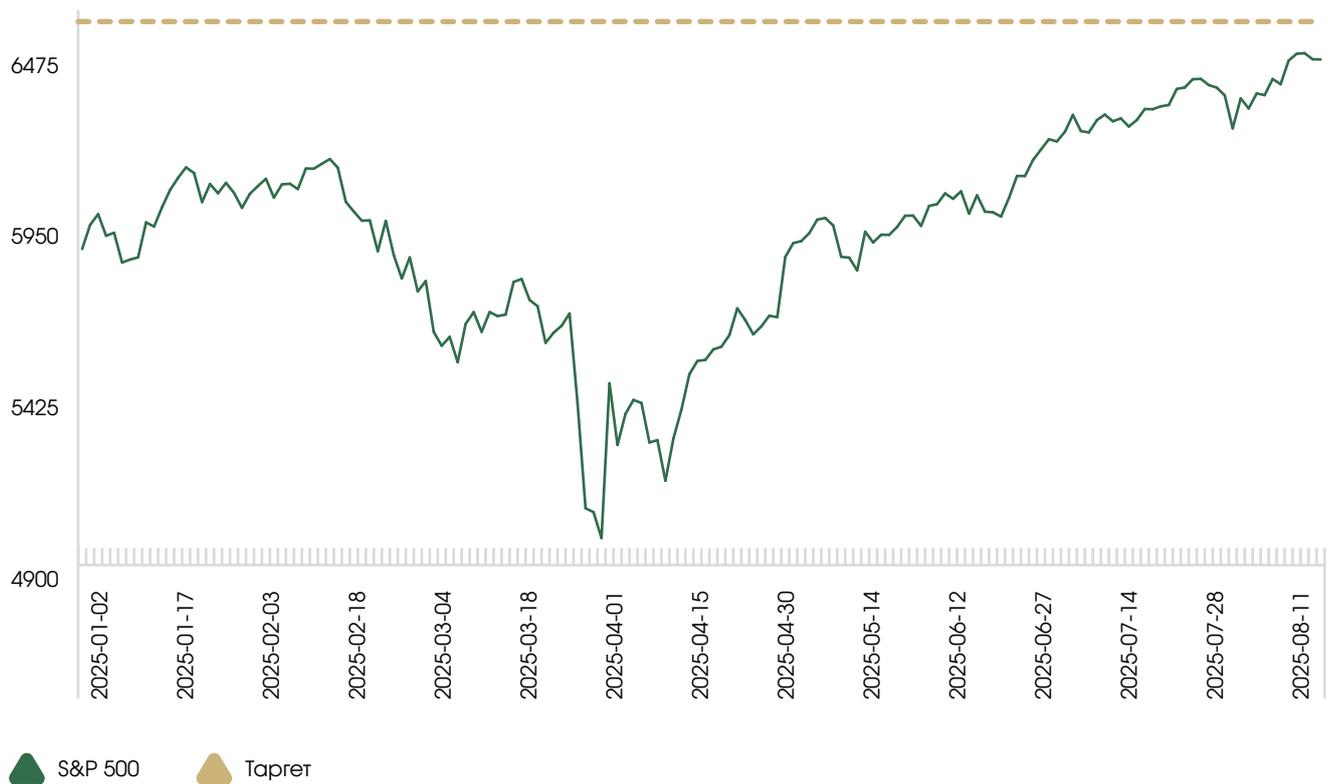
Таблица 5.

Тема	Наш тезис/прогноз (на начало 2025)	Факт на 19.08.2025	Вердикт
<b>S&amp;P 500</b>	Рост к 6 700 в 2025	Новые рекорды, максимум закрытия 6 468,54 (14 авг.), цель близка	<b>В процессе</b>
<b>Buybacks (США)</b>	Продолжение/рекорд выкупов поддержит акции	Q1'25 рекордные \$293,5 млрд; тренд на высокие объемы сохраняется	<b>Сбылось</b>
<b>Нефть (Brent)</b>	Средняя цена 2025 \$70 (ниже 2024)	Спотовая цена на 25 августа \$69	<b>Сбылось</b>
<b>Золото</b>	Рост к \$3 000–3 200/oz на спросе ЦБ/инвесторов	Золото держится заметно выше \$3 000, торгуясь в районе \$3 300; инвестиционный спрос/ETF и ЦБ – ключевые драйверы	<b>Сбылось</b>
<b>Уран</b>	Структурно бычий взгляд (декарбонизация/АЭС)	Спросовые факторы усилились, но спот \$73/фунт	<b>Частично</b>
<b>Еврозона/ЕЦБ</b>	DFR к 1,75% к середине 2025; рост 1,2%; инфляция к 2% к концу 2025	DFR 2,00% с 11 июня; рост 2025 0,9–1,1%; инфляция 2%	<b>Частично</b>
<b>Bitcoin</b>	Коррекция к \$70–75 тыс. в начале 2025; далее рост к \$200 тыс. к концу 2025	Во время коррекции цена отскочила от \$75 тыс. (7 апр.); сейчас торгуется у \$115 тыс.	<b>Частично</b> <b>В процессе</b>



Американский фондовый рынок в 2025 году развивается динамичнее и увереннее, чем ожидалось

Рисунок 28. Динамика S&amp;P 500 с начала года и наша целевая цена



## Рынок США

### Американский фондовый рынок в 2025 году развивается динамичнее и увереннее, чем ожидалось.

Еще в начале года нами прогнозировалось, что *инфляция* продолжит замедляться благодаря жесткой политике ФРС, во многом под контролем сохранения высокой ставки и снижения цен на энергоносители. ФРС удалось обуздать ценовой рост без «удушения» экономики: США избежали рецессии, несмотря на опасения многих экспертов, и ВВП даже превысил прогнозы. Денежно-кредитная политика начала показывать готовность к смягчению к середине года, как и предполагали аналитики, заложившие в сценарий первые снижения ставки ФРС в 2025-м на фоне торможения инфляции. Регулятор действовал осторожно, стараясь не спугнуть достигнутый прогресс, но сам факт поворота к снижению ставок поддержал настроения рынков.

**На старте 2025 года базовый сценарий для акций был вполне оптимистичным:** ожидалось, что *рост Big Tech, рекордные обратные выкупы акций и налоговые послабления* от новой администрации подтолкнут индексы вверх. **Именно так и произошло.** В 2023–2024 годах

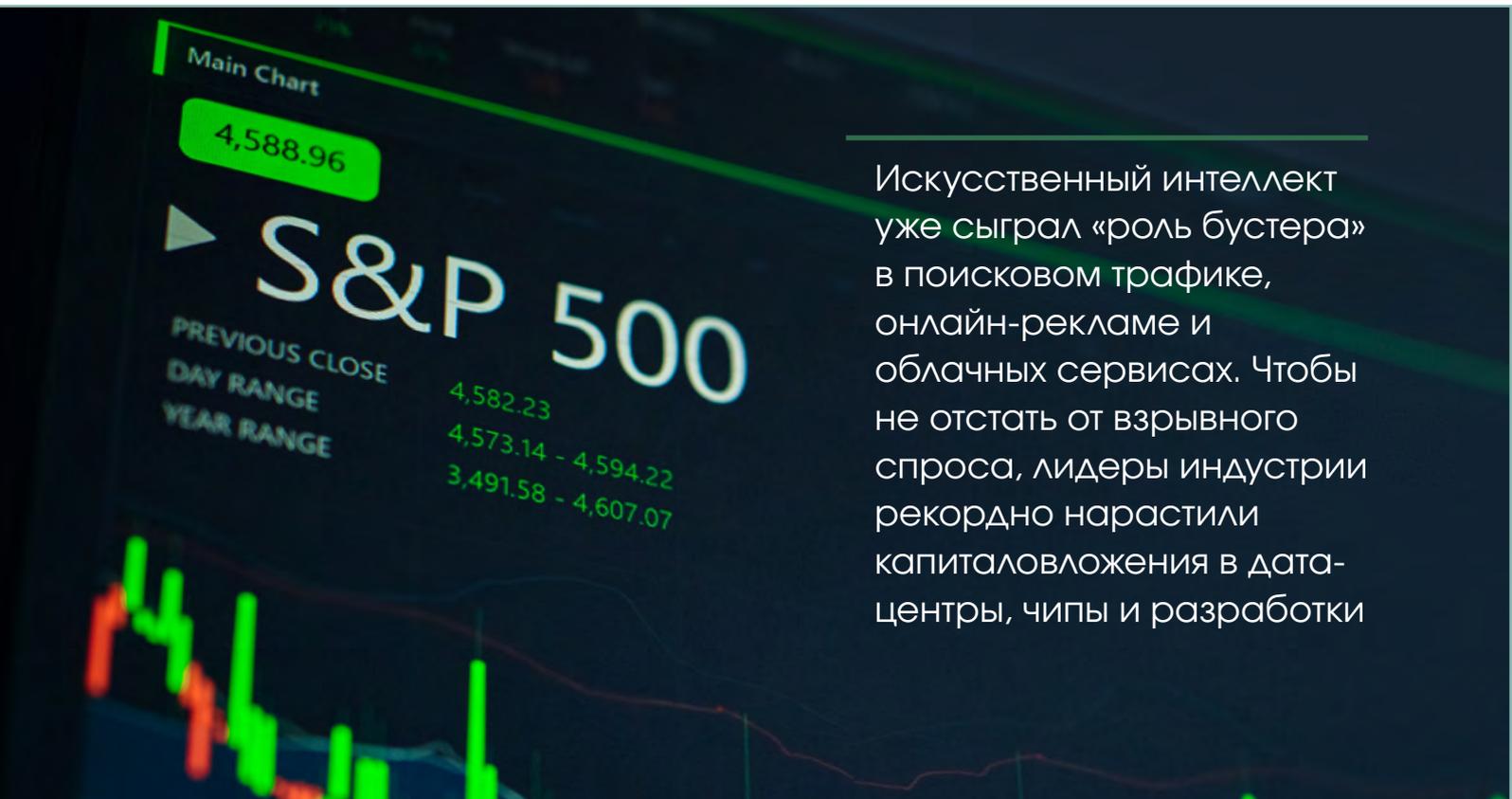
основную прибыль инвесторам принесли компании «*великолепной семерки*» во главе с технологиями искусственного интеллекта, и предполагалось, что в 2025-м эти гиганты останутся главным драйвером S&P 500, хотя остальной рынок начнет догонять по мере смягчения политики и снижения инфляции. В первых месяцах 2025 года Nasdaq и S&P 500 действительно тянули вверх, прежде всего, мегакорпорации IT-сектора, монетизирующие **бум ИИ.**

Компании Кремниевой долины отчитались о впечатляющем росте выручки – *искусственный интеллект* уже сыграл «роль бустера» в поисковом трафике, онлайн-рекламе и облачных сервисах. Чтобы не отстать от взрывного спроса, лидеры индустрии рекордно нарастили капиталовложения в дата-центры, чипы и разработки. Совокупные расходы Big Tech на AI-инфраструктуру в 2025 году, по оценкам, превысят **\$330 млрд** – беспрецедентная сумма. Инвесторы изначально с тревогой смотрели на такие траты, но выдающиеся результаты *Microsoft, Alphabet, Meta* и других убедили рынок, что многомиллиардные вложения оправданы – спрос на новые AI-сервисы действительно огромен.

Более того, мощный технологический тренд помог компенсировать факторы, которые еще в начале года считались главными угрозами: например, введенные в 2025 году торговые пошлины (тарифы) несколько охладили отдельные секторы экономики, но бурный AI-рост фактически защитил высокотехнологичные компании от этих потрясений. В результате к лету настроение на Уолл-стрит стало более чем позитивным. Акции не только росли – компании щедро делились прибылью с акционерами. Суммарный объем объявленных программ **buyback** пробил отметку **\$1 трлн** уже к августу, быстрее, чем когда-либо прежде. Лишь за первый квартал компании из S&P 500 выкупили собственных акций почти на **\$293,5 млрд**, обновив исторический рекорд. Это придало рынку дополнительный импульс, совпав с ожиданиями корпоративных налоговых льгот и дерегуляций.

**Летние месяцы принесли важный качественный сдвиг:** ралли, ранее сосредоточенное на узкой группе фаворитов, стало гораздо более широким. Экономика США преподнесла сюрприз – ключевые показатели (например, PMI и темпы роста заказов) вышли лучше прогнозов, и, почувствовав почву, инвесторы начали перетекать из перегретых высокотехнологичных

акций в более «дешевые» секторы. В августе произошла резкая **ротация:** неожиданно сильные статданные плюс вера в скорое снижение ставки Федрезерва спровоцировали поток капитала в малые и циклические компании. Индекс S&P 500 к концу лета поднялся до **новых высот** – 28 августа он впервые превысил отметку **6 500 пунктов**. Примечательно, что к этому моменту рост приобрел устойчивость: по техническим индикаторам около **67%** входящих в индекс акций торговались выше своих среднесрочных скользящих средних (50- и 200-дневных) против примерно половины бумаг еще в июле. Иными словами, все больше компаний подключались к ралли, а не стояли в стороне. Смена лидеров стала яркой чертой лета: в августе лучшую динамику показали отнюдь не IT-фавориты, а традиционно защитные или циклические отрасли – материалы (**+5,6% за месяц**), здравоохранение (**+5,3%**), коммуникационные сервисы (**+3,6%**), тогда как технологический сектор прибавил лишь символические **+0,3%**. Финансовый и энергетический секторы также подтянулись, в то время как некоторый откат показали коммунальные и промышленные компании. Такая ротация охладила чрезмерный азарт в перегретых сегментах и сделала рост рынка **более сбалансированным**.



Искусственный интеллект уже сыграл «роль бустера» в поисковом трафике, онлайн-рекламе и облачных сервисах. Чтобы не отстать от взрывного спроса, лидеры индустрии рекордно нарастили капиталовложения в дата-центры, чипы и разработки

Текущий рынок выделяется тем, что инвесторы делают ставку на компании с реальными устойчивыми показателями



**Геополитические факторы в 2025 году оставались в периметре внимания, но их влияние носило скорее фоновый характер.** Продолжающийся конфликт в Восточной Европе, американско-китайские торговые трения – все это способно было создавать информационный шум и локальные всплески волатильности, но не изменило общей позитивной динамики рынка США. Рынок энергоносителей, которого многие опасались, вел себя относительно спокойно. В начале года аналитики предсказывали, что после отмены ограничений на добычу странами ОПЕК+ предложение нефти превысит спрос и цены пойдут вниз. Действительно, к осени нефтяные котировки слегка откатились от максимумов – по мере окончания летнего автосезона спрос снизился, а мировая добыча выросла. Однако никакого обвала не случилось: ОПЕК+ продемонстрировала дисциплину, аккуратно управляя добычей, и рынок оказался в балансе. Можно сказать, что цены на нефть *застряли* – операторы не спешат наращивать производство, но и геополитическая напряженность не дает баррелю резко подешеветь.

**Мы полагаем, что у бычьего тренда есть потенциал для продолжения и в финальные месяцы 2025 года.** Подъему способствует сразу несколько факторов. Во-первых, рост акций теперь опирается на **более широкий**

**круг компаний** – не только IT-гигантов, но и представителей многих секторов, которые показали сильные результаты, так что рынок менее уязвим к точечным просадкам. Во-вторых, **экономическая политика в США стала заметно более дружелюбной к бизнесу:** после периода тарифных баталий администрация взяла курс на стимулирование частного сектора через дерегуляцию и налоговые послабления. В-третьих, технологический драйвер никуда не делся – интерес к теме *искусственного интеллекта* остается колоссальным, новые продукты и сервисы продолжают привлекать капитал. Наконец, текущий рынок выделяется тем, что инвесторы делают ставку на компании с **реальными устойчивыми показателями.**

Так называемые *quality stocks*, то есть качественные акции – бизнесы с крепким балансом и стабильной прибылью, **уверенно лидируют по доходности** в этом году, что говорит о здоровом аппетите к качеству. Все это создает **благоприятный фон**, при котором американский рынок способен развить успех. **Не исключено, что к концу года индекс S&P 500 достигнет впечатляющей отметки в 6 700–7 000 пунктов** на волне широкой поддержки со стороны экономики и политики. *Такой финал стал бы достойной точкой в году, когда Уолл-стрит не раз превосходила ожидания скептиков.*

## Золото

Во втором квартале 2025 года цена на золото достигла **новых исторических максимумов** на фоне повышенного спроса и геополитической напряженности.

К началу сентября котировки впервые достигли \$3 600 за унцию, практически удвоившись по сравнению с уровнями около \$1 800 три года назад. К концу июня золото торговалось около \$3 275 за унцию, что примерно на 7% выше начала квартала и на четверть дороже, чем годом ранее. Таким образом, золото оказалось одним из лидеров роста: с начала года оно прибавило порядка 25%, неоднократно обновив рекорды. Основными драйверами ралли стали нестабильная геополитическая обстановка и изменение монетарной политики.

В частности, **обострение геополитических рисков** стимулировало спрос на защитные активы: так, в июне сообщения о конфликте на Ближнем Востоке вызвали всплеск цен до \$3 435 за унцию. Напротив, ослабление напряженности и умеренно жесткая позиция ФРС временно охлаждали рынок: после сохранения ставки ФРС без изменений и объявления о перемирии в ближневосточном конфликте золото откатилось к \$3 310–3 275 за унцию к концу квартала. На динамику цены также повлияло **ослабление доллара США** – индекс DXY снизился почти на 10% в первой половине года, что традиционно поддерживает стоимость золота как альтернативного актива.

Одним из ключевых факторов роста цен стало рекордное **покупательное поведение центральных банков**. По данным Всемирного золотого совета (WGC), в 2022–2024 годах центробанки суммарно закупили свыше 1 000 тонн золота ежегодно. Это вдвое больше среднегодового уровня (400–500 тонн) за предыдущее десятилетие. Такой беспрецедентный спрос со стороны официального сектора совпал по времени с бурным ростом цен на металл, подкрепляя восходящий тренд. Стремление центробанков увеличить долю золота в резервах объясняется несколькими причинами.

Во-первых, продолжается **геополитическая и экономическая неопределенность**, начавшаяся с кризисов последних лет (от пандемии до конфликтов, включая войну на Украине), что побуждает держать больше надежных активов.

Во-вторых, важны **макроэкономические факторы**: в условиях роста инфляции и смены процентных циклов золото рассматривается как страховка от валютных и процентных рисков. Согласно опросу WGC 2025 года, подавляющее большинство центробанков называют **эффективность золота в периоды кризисов и роль сохранения стоимости** главными причинами наращивания золотых резервов. Золото также ценится за способность диверсифицировать портфель и хеджировать инфляцию.

Рисунок 29. Ожидания изменения золотых резервов мировых центральных банков на горизонте 12 месяцев



Источник: World Gold Council, Central Bank Gold Reserves Survey 2025, 17 июня 2025 г.

Неудивительно, что **95% центральных банков** в опросе ожидают дальнейшего роста мировых золотых резервов в ближайшие 12 месяцев (*годом ранее так считал 81%*). Особенно примечательно, что рекордные **43%** респондентов планируют увеличить **собственные** золотовалютные резервы в течение года – ни один из участников не заявил о намерении их сократить.

Долгосрочная стратегия регуляторов также смещается в пользу золота. Около **76%** центробанков прогнозируют увеличение доли золота в своих резервах на горизонте пяти лет (*в 2024 году – 69%*). Обратная сторона этого тренда – постепенная **дедолларизация резервов**: примерно 73% опрошенных считают, что через пять лет доля долларов США в мировых резервах будет умеренно или значительно ниже текущей.

Это подтверждает продолжающееся перераспределение резервов из долларовых активов в пользу золота и альтернативных валют (*евро, юань и др.*). Дополнительный интерес вызывает рост профессионализма управления золотом: **44%** центробанков теперь активно управляют своими золотыми резервами, тогда как год назад таких было 37%. Все эти факторы указывают на сохранение устойчивого спроса официального сектора на золото. Как отмечают в WGC, **центральные банки продолжают признавать преимущества золота в резервах**, а значит, их спрос «вероятно, останется здоровым в обозримом будущем».

Таблица 6.

Регион	Общий AUM (млрд)	Притоки в фонды (млн долл. США)	Объем в активах (тонн)	Спрос (тонн)	Спрос (% от активов)
Северная Америка	196,3	<b>7 826,0</b>	1 857,2	72,9	4,09%
Европа	144,4	<b>1 420,5</b>	1 366,5	24,1	1,79%
Азия	34,5	<b>7 403,2</b>	320,7	69,9	27,87%
Прочие	7,6	<b>334,1</b>	71,5	3,6	5,23%
Итого	382,8	16 983,9	3 615,9	170,5	4,95%
Глобальные притоки / Положительный спрос		38 410,7		408,6	11,86%
Глобальные оттоки / Отрицательный спрос		-21 426,8		-238,2	-6,91%

Источник: World Gold Council (30 июня 2025 года) за 2 квартал 2025 года

**Исходя из текущих тенденций перспективы золота выглядят благоприятно, хотя и не исключают коррекций.** Фундаментальные факторы поддерживают рынок: центральные банки остаются **стабильными крупными покупателями**, продолжая диверсифицировать резервы в пользу золота. Геополитические риски далеки от разрешения – от региональных конфликтов до торговых споров между крупнейшими державами, – поэтому спрос на «тихую гавань» в виде золота вряд ли ослабеет. Более того, при переходе глобальных центробанков к смягчению денежной политики (*снижение ставок, приостановка ужесточения*) **стоимость хранения золота снижается**, что исторически ведет к росту цен на драгметаллы. В то же время текущие уровни находятся на

**максимумах**, поэтому волатильность может сохраниться. В случае временного улучшения геополитической обстановки или укрепления доллара не исключены откаты цен, как это наблюдалось в конце июня.

**Золото уже достигло ранее озвученной траектории.** В начале года предполагали рост к \$3 000–\$3 200, а по итогам полугодия ожидали возвращения котировок к **\$3 500** за унцию после небольшой коррекции – сейчас рынок уже у **\$3 600**. К концу года **ожидаем около \$4 000 за унцию**, если сохранится комбинация притока со стороны госинститутов и инвесторов, мягкой риторики ЦБ и высокой геополитической неопределенности.

Рисунок 30. Динамика золота



В целом тренд остается восходящим – совокупный спрос формирует прочную поддержку рынку, а по итогам второго квартала 2025 года золото лишь укрепило статус **надежного защитного актива**.

## Биткойн

Сохраняем ранее озвученный сценарий по BTC, бычий взгляд до **конца года**. Наша логика прежняя: циклический *пост-халвинг* плюс институциональный спрос через спотовые ETF поддерживают структуру рынка. Важное обновление – **весенняя коррекция уже состоялась** и совпала с нашим сценарием, «очистив» позиционирование и снизив перегретые ожидания без слома восходящего тренда.

Сегмент получил стабильный приток капитала через спотовые фонды. Эффект «упрощенного доступа» работает, доля институционалов растет. **iShares Bitcoin Trust (IBIT) от BlackRock** – сейчас это крупнейший спотовый биткойн-ETF по объему средств. Летом 2025 он превысил **\$70 млрд AUM** и продолжил рост (*около \$75-80 млрд по отраслевым оценкам в июле*), усилив статус биткойна на традиционных площадках. Ликвидность спота и деривативов улучшилась, волатильность стала более «циклической», а не структурной.

В июле принят первый федеральный закон о стейблкоинах (**GENIUS Act**) – установлены требования к резервам, аудитам и надзору, что снижает инфраструктурные риски и легитимизирует ончейн-платежи в США. Параллельно в Конгрессе продвигается пакет инициатив по рыночной структуре цифровых активов.

Риторика Белого дома остается прокриптовалютной, так администрация публично поддерживает развитие индустрии и дружественную нормативную базу; вокруг темы заметны растущая бизнес-активность и инициативы крупных компаний.

Точка баланса смещается в пользу «качественного бычьего» сценария: структурный спрос через ETF, пост-халвинг и регуляторная определенность создают условия для продолжения апсайда.

Однако, на наш взгляд, **\$122–125 тыс. по BTC** остается ключевым сопротивлением – базовый прогноз актуален, но **снижаем наши ожидания до конца года на 160–180 тыс.** При пробитии и закреплении выше зоны **\$122–125 тыс.** активируется сценарий продолжения бычьего тренда к новой цели, тогда как ниже этой зоны сохраняется риск диапазонной консолидации.

## Китай

Во второй половине 2025 года потребление прибавляет за счет программ обмена старой техники и автомобилей на новые, льготных кредитов и точечных выплат семьям. Эти меры подталкивают крупные покупки и переносят спрос вперед, после чего темпы, естественно, остывают. Лучше всего чувствуют себя онлайн-ритейл и q-commerce (quick commerce): доставка «здесь-и-сейчас» в связке с соцплатформами удерживает трафик и обороты, хотя постоянные скидки и логистика сжимают маржу продавцов. Туризм и услуги восстанавливаются, часть трат остается внутри страны, что поддерживает рестораны, отели и премиальный масс-сегмент у локальных брендов. Автосегмент держится на стимулах, включая электромобили: объемы стабильные, но прибыльность под давлением

из-за ценовых войн. Подъем также подпитывается ликвидностью и ажиотажем вокруг AI-тематики, включая успехи таких игроков, как DeepSeek и Alibaba, которые продемонстрировали высокие темпы роста в AI-услугах.

Параллельно с этим китайское правительство запустило политику anti-involution, целенаправленную борьбу с чрезмерной и разрушительной конкуренцией. В отраслях вроде EV, солнечной энергетики и доставки еды вводятся меры по сдерживанию демпинга и перегрева рынка, чтобы улучшить маржинальность и стабильность бизнеса.

Слабые места тоже понятны. Рынок недвижимости оживает медленно, из-за чего домохозяйства осторожнее расходуют сбережения. Торговые трения заставляют часть экспорта идти на внутренний рынок, усиливая конкуренцию и ценовое давление. И чем дольше длится поддержка, тем заметнее «усталость от субсидий»: каждый новый пакет дает меньший прирост. По итогу траектория положительная и управляемая мерами, но без резкого ускорения; устойчивый апгрейд в 2026 году потребует роста занятости и доходов частного сектора, стабилизации жилья и более предсказуемого внешнего спроса.

## Европа

Европейский рынок держится «на высоте», но картина неоднородная. Индекс Euro Stoxx 50 остается близ недавних пиков, хотя

динамика EPS все еще нисходящая, а ставка на восстановление выручки сдвигается на 2026–2027 годы: именно этот «длинный горизонт» сейчас подпират бычий нарратив. При этом длинные доходности в еврозоне выросли, что давит на мультипликаторы, но чувствительность Европы выше к короткому концу кривой доходности: 2-летние ставки с начала года слегка снизились, тогда как 30-летние прибавили заметно. Дополнительный штрих к макрофону: композитный PMI вернулся к отметке 51, а новые заказы впервые с весны 2024 года показали рост, указывая на «пробуждение» экономики, пусть и постепенное.

В отчетном сезоне второй квартал неожиданно выдался лучше ожиданий: совокупная прибыль снизилась лишь на 1% против прогнозируемых –6%, и львиную долю апсайда обеспечили банки, где фиксировался крайне высокий уровень превышения консенсус-прогнозов аналитиков по результатам, тогда как автопром и часть потребсектора тянули вниз. Летние месяцы принесли охлаждение по ожиданиям: консенсус по росту прибыли во второй половине года был урезан примерно на 40% – главным образом из-за даунгрейдов в потребительском секторе циклических товаров, материалах и энергетике; на общем фоне финансовый сектор остается ярким исключением, а оценки по индексу выглядят растянутыми, без явных новых «локомотивов» в здравоохранении, технологиях и потребсекторе. Также усиливается давление со стороны 15%-ных американских тарифов и более крепкого евро, которые могут снижать маржу в чувствительных отраслях.

Рисунок 31. Динамика Bitcoin/USD с нашим прогнозом коррекции



# Список сокращений

Акроним	Полное наименование
<b>АБР</b>	Азиатский банк развития
<b>АРРФР</b>	Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка
<b>БВУ</b>	Банки второго уровня Республики Казахстан
<b>БНС</b>	Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан
<b>б.п.</b>	Базисный пункт
<b>ВБ</b>	Всемирный банк
<b>ВВП</b>	Внутренний валовой продукт
<b>ЕБР</b>	Евразийский банк развития
<b>ЖКХ</b>	Жилищно-коммунальное хозяйство
<b>ИПЦ</b>	Индекс потребительских цен
<b>ИФО</b>	Индекс физического объема
<b>КПН</b>	Корпоративный подоходный налог
<b>МВФ</b>	Международный валютный фонд
<b>МФО</b>	Микрофинансовая организация
<b>НБ</b>	Национальный Банк Республики Казахстан
<b>ОПЕК+</b>	Организация стран-экспортеров нефти
<b>п.п.</b>	Процентный пункт
<b>ПСЭР</b>	Прогноз социально-экономического развития Республики Казахстан
<b>РБ</b>	Республиканский бюджет
<b>РК</b>	Республика Казахстан
<b>США</b>	Соединенные Штаты Америки
<b>ТЭК</b>	Топливо-энергетический комплекс
<b>NPL 90+</b>	Просроченная задолженность свыше 90 дней
<b>ROA (Return on Assets)</b>	Рентабельность активов
<b>ROE (Return on Equity)</b>	Рентабельность собственного капитала

Департамент аналитики и исследований  
BCC Invest  
[research@bcc-invest.kz](mailto:research@bcc-invest.kz)

Султан Жумагали – директор Департамента  
аналитики и исследований  
[szhumagali@bcc-invest.kz](mailto:szhumagali@bcc-invest.kz)

Алуа Есбол – главный аналитик Департамента  
аналитики и исследований  
[ayesbol@bcc-invest.kz](mailto:ayesbol@bcc-invest.kz)

Ербол Бейбитов – ведущий аналитик  
Департамента аналитики и исследований  
[beibitov@bcc-invest.kz](mailto:beibitov@bcc-invest.kz)

Сырым Куттыгул – ведущий аналитик  
Департамента аналитики и исследований  
[skuttygul@bcc-invest.kz](mailto:skuttygul@bcc-invest.kz)

Алдияр Ануарбеков – аналитик Департамента  
аналитики и исследований  
[aanuarbekov@bcc-invest.kz](mailto:aanuarbekov@bcc-invest.kz)

Бакберген Токтасын – макроэкономист  
Департамента аналитики и исследований  
[btoktasyn@bcc-invest.kz](mailto:btoktasyn@bcc-invest.kz)

Айдос Тайбекұлы – ведущий макроэкономист  
Департамента аналитики и исследований  
[ataibekuly@bcc-invest.kz](mailto:ataibekuly@bcc-invest.kz)

Департамент розничных продаж  
[sales@bcc-invest.kz](mailto:sales@bcc-invest.kz)

Департамент корпоративных продаж  
[customers@bccinvest.kz](mailto:customers@bccinvest.kz)



[www.bcc-invest.kz](http://www.bcc-invest.kz)



[www.instagram.com/bcc.invest](http://www.instagram.com/bcc.invest)



[t.me/bcc\\_invest](https://t.me/bcc_invest)

