

Макроэкономикалық шолу **2025** Жаңартылған болжам





Құрметті әріптестер, достар, серіктестер!

Назарларыңызға BCC Invest компаниясының 2025 жылға арналған жаңартылған макроэкономикалық шолуын қуана ұсынамыз. Шолудың мақсаты – жылдың бірінші жартыжылдығын қорытындылау және Қазақстан экономикасының қандай жағдайда екенін және әлемдік нарықтан не күтуге болатынын көрсету үшін негізгі макропараметрлерді қайта қарау.

Дәстүр бойынша біз жылына екі есеп шығарамыз: қаңтар айында – бір жылға арналған болжаммен, қыркүйек айында – сценарийлерді түзетіп шығарамыз. Қыркүйек айы кездейсоқ таңдалған жоқ: дәл осы уақытта бірінші жартыжылдықтағы макродеректердің көпшілігі жарияланады, ал компаниялар екінші тоқсандағы өздерінің қаржылық нәтижесін ашады.

Осы шолу шешім қабылдаған кезде сіздерге практикалық бағыт береді деп үміттенеміз. Сенім білдіріп, серіктестік қарым-қатынас орнатқаныңыз үшін көп рақмет.

BCC Invest командасы

МАЗМҰНЫ

02	Қазақстан экономикасы
24	Қарыз нарығы
34	Акция нарығы
48	Жаһандық нарық
58	Қысқарған сөздер тізімі
61	Байланыс деректері



BCC Invest-тен 2025 жылға арналған макроэкономикалық шолудың электрондық нұсқасы



Сұлтан Жұмағали, талдау және зерттеу департаментінің директоры

Жарты шақырымнан асатын көк тіреген ең алғашқы биік ғимарат – Тайвань астанасындағы **101-ші Тайбэй**. Оның негізгі ерекшелігі – 87-ші және 91-ші қабаттардың арасына ілінген 660 тонналық шар-демпфер. Ол ғимараттың қарсы фазасында тербеліп, жоғарғы қабаттардың шайқалу деңгейін азайтып, желден тербелуден және жер сілкінісінен тербелісті сөндіреді.

Егер бүкіл нарық – бұл 101-ші Тайбэй деп елестетсек, онда шар-демпфер жеңілдеп, анағұрлым күшті тербелісті өршітеді. Капитал тартудың жоғары құны баға мен тәуекелді талап етеді. Көптеген дамыған экономикада ұзын сонар мемлекеттік қағаздардың кірістілігі өсіп жатыр. Саяси тұрақсыздықтан бастап қорғаныс шығынына дейінгі себептер әр өңірде әртүрлі. Алайда ортақ белгісі бар – алынған қарыздың ірі көлемі мен ауқымды тапшылық пен өсіп жатқан қарыздың аясында өсіп келе жатқан фискалдық тәуекел бар. Соңғы бір жылда 30 жылдық кірістіліктің күрт өсуі Жапонияда, Ұлыбритания мен Францияда тіркелді. АҚШ-та ұзақ уақыт 2008 жылғы кірістілік деңгейінде тұр – мерзімді сыйлықақы мөлшері өсуде және инвесторлар ұзын қағаздарды иеленгені үшін қомақты өтемақы талап етеді. Сондықтан тактикалық көкжиекте акциялар мен корпоративтік қарыз салыстырмалы түрде тартымды көрінеді. Дамыған елдердің қор индекстері жыл басынан бері орта есеппен 10%-ға өсті. Акция нарықтарында өсім тұрақты болды, бірақ біркелкі емес, ал қозғаушы факторлар әр өңірде өзгеше.

2025 жылы тұңғыш рет ФРЖ АҚШ-тың еңбек нарығындағы бәсеңдеу белгілеріне жауап ретінде мөлшерлемені 25 базистік тармаққа (0,25 %) төмендетті. Тіпті жоғары инфляция жағдайында да экономиканы қолдаудың бұл проактивті тәсілін нарықтар оң қабылдады, олар бұл мөлшерлемені төмендету сериясының бастамасы болады деп үміттеніп отыр. Жалпы алғанда ірі орталық банктер жұмсарту циклін аяқтап, ФРЖ-ға қарағанда агрессивті әрекет етті. Мысалы, ЕОБ мөлшерлемені 2 пайыздық тармаққа төмендете алды, өйткені инфляция 2%-ға жақындап келеді, бұл ретте баға деңгейіне қысым көрсету белгілері жоқ – өнеркәсіптегі құлдырау және сауда тізбектеріндегі іркіліс өсуді тежейді. Жалпы алғанда көп жылдық теріс мөлшерлемелерден кейін оны қалыпқа келтіре отырып, саясатты қатаңдататын Жапония Банкі ерекшеленеді.

Дамушы нарықтарда жағдай ұстамды жақсы. Жергілікті ЕМ облигацияларындағы нақты кірістілік онжылдықтың максимумында сақталып отыр. Дамушы елдердегі орталық банктер бағаның жаһандық көтерілуі кезінде мөлшерлемелерді тез әрі агрессивті түрде көтерді. Қазіргі уақытта дамушы елдердің көптеген реттеушілері тежеу саясатын сақтап қалды және қажет болған жағдайда экономика әлсіреген кезде төмендеуге кеңістік бар. Осы себептен қысқа дүрәция + high yield жоғарғы сегменті неғұрлым тартымды сала болып қалып отыр. Әңгіме, ең алдымен, іргелі көрсеткіштері жақын болашақта investment grade санатына өтуге мүмкіндік беретін BB рейтингі бар қағаздар туралы болып отыр. Мұндай елдерге, мысалы, Парагвай, Оман, Гватемала және т. б. жатады. Тәуелсіз немесе корпоративтік шығарылымдар болсын, BB деңгейіндегі эмитенттер дамыған елдердің облигацияларымен салыстырғанда кірістілікке үстемнің сәтті үйлесімін береді, ал осы қағаздарда өтелгенге дейінгі қысқа мерзім қысқамерзімді нарықтық құбылмалылықтан қорғауды қамтамасыз етеді.

Қазақстанда қарыз нарығындағы жағдай логика жағынан басқа ЕМ елдерімен бірдей. Мөлшерлеме бұрынғысынша жоғары, ал тамыз айындағы инфляция бойынша жақында шыққан деректер оның 12,2%-ға дейін жеделдеген көрсетті. Осының салдарынан, біздің бағалауымызша, базалық мөлшерлеменің жыл соңына дейін 16,75-17,00%-ға дейін арту ықтималдығы өсуде. Өсу, инфляция, мөлшерлеме және бағам бойынша егжей-тегжейлі бағдарларды одан әрі есептен зерделеңіз.



Қазақстан экономикасы

03	Алғы сөз	12	Шикі мұнай динамикасы
05	Қысқаша	15	Жылжымайтын мүлік нарығында «пузырь» индексін бағалау
06	Жалпы ішкі өнім	18	Республикалық бюджет
08	Тұтынушылық баға индексі	20	Сыртқы қарыз
09	Базалық мөлшерлеме	20	Сыртқы сауда
11	USD/KZT айырбастау бағамы	22	Жалақы

АЛҒЫ СӨЗ



Бақберген Тоқтасын, макроэкономист

Ағымдағы жыл Қазақстан экономикасы үшін сынақ болды: бағам көп уақыттан бері 500 теңгелік психологиялық белгіден жоғары сақталып отыр, сыртқы ортада белгісіздік, ал 2024 жылдың соңындағы жұмсарту циклінің айналуынан кейін базалық мөлшерлеме көтеріліп, наурыз айына қарай 16,5%-ға жетті. Фискалдық саясат өсу діңгегі болып қалып отыр, жылдың қалған кезеңіне Үкіметтің мақсатты трансферттің жоспарлы көлемінің жартысына жуығы бар, бұл бюджеттің орнықтылығын сақтай отырып, атаулы қолдау және күйзелістерді тегістеу үшін кеңістік құрады.

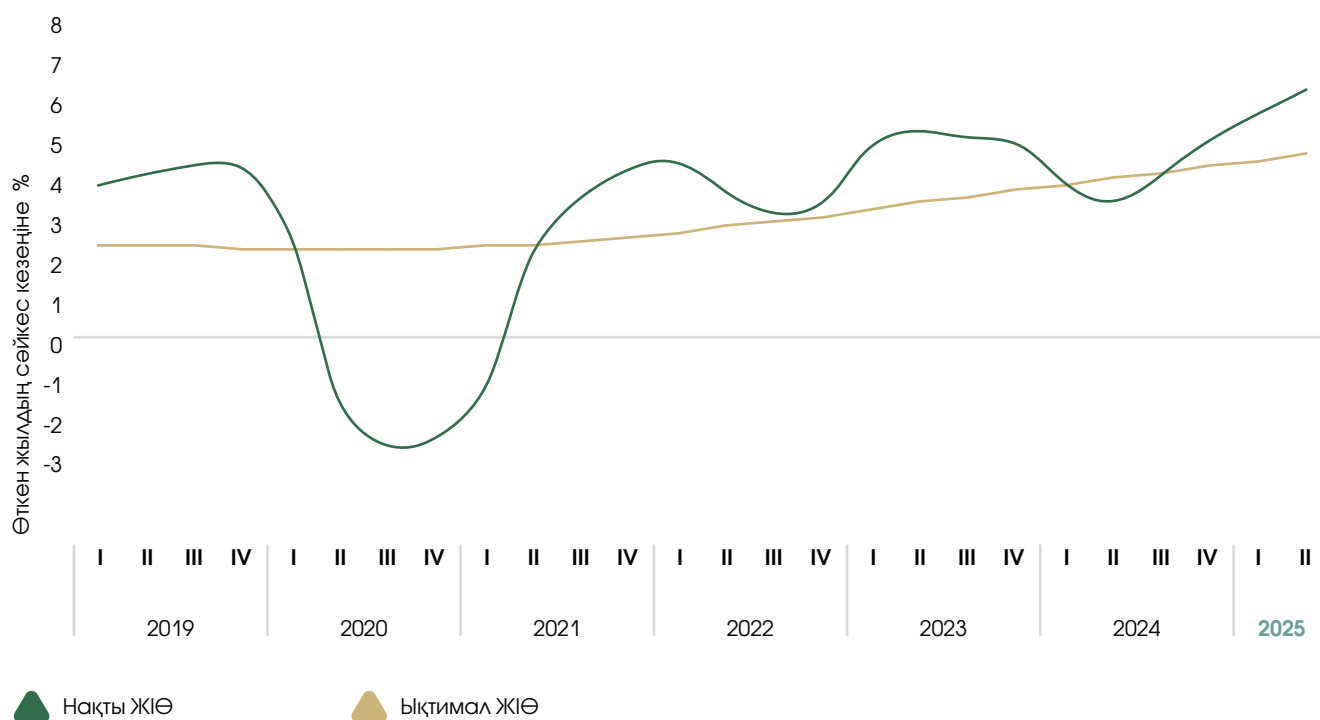
Экономиканың нақты өсуі қазір өзінің елеуетті деңгейінен жоғары, яғни өндірістік қуаттар мен жұмыспен қамту инфляциялық қысымның өсуінсіз максимумға жақын іске қосылатын қарқыннан жоғары. Халықаралық ұйымдар, оның ішінде ХВҚ (*IMF Staff Concludes Visit to Kazakhstan – 29.05.2025*), Дүниежүзілік банк (*Kazakhstan Economic Update – January 2025*) және Азия даму банкі (*Asian development outlook July 2025*) Қазақстанның ортамерзімді елеуетін шамамен жылына 4% деп бағалап отыр. BCC Invest сарапшылары бұл бағалауға қосылады: ағымдағы нақты қарқын кезінде бюджеттік серпінді мөлшерлеу және ұсыныс тарапынан шараларға – логистика мен инфрақұрылымға, бәсекелестік пен



Айдос Тайбекұлы, макроэкономист

жеке инвестицияларға, өнімділіктің өсуіне және қайта өңдеудің тереңдеуіне баса назар аудара отырып, болжамды АКС-ны ұстап тұру маңызды.

Қазақстандағы макроэкономикалық жағдайға арналған бұл бөлім монетарлық және фискалдық саясат призмасы, сыртқы сектор мен құрылымдық трендтердің жай-күйі арқылы еліміздің экономикасына тұтас көзқарасты ұсынады. Баса назар өсу сапасына: күйзеліске төзімділікке, жеке инвестициялардың динамикасына және экономиканың қосылған құнды өсіру қабілетіне аударылған. Мақсат: сараланған инвестициялық шешімдерді қолдау үшін экономика қайда және қандай факторлардың есебінен дамитынын түсіндіру.



Дереккөз: ҰБ деректері, BCC Invest талдауы

Экономиканың нақты өсімі
дәл қазір өзінің ықтимал
деңгейінен жоғары тұр

ҚЫСҚАША

Жалпы ішкі өнім

Бірінші жартыжылдықтың қорытындысы бойынша экономика 6,2%-ға өсті – қызмет көрсету, құрылыс, логистика және өңдеуші өнеркәсіптің кейбір салалары драйвер болды. Жыл соңына дейін логистикалық және сауда импульсінің және инфрақұрылымдық жобаларды іске асырудың арқасында 6,1%-ға жуық қарқын сақталады деп күтілуде.

Инфляция

Инфляция екі мәнді деңгейде орныққан, бірақ траектория үстүртке жақын: өткен күйзелістердің әсері шығып, ал күткен үміт бірте-бірте тұрақтанады. Бюджет серпіні тежелгенде және саясат берік үйлестірілгенде жылдың соңына қарай бірқалыпты бәсеңдеу болжанып отыр.

Ақша-кредит саясаты

Жұмсарту циклі (*тамыз 2023 – қараша 2024*) аяқталды және кеңейді: наурыз айында мөлшерлеме 16,5%-ға дейін жеткізілді және инфляциялық күтуді «толықтыру» үшін ұсталады. Жылдың соңына дейін базалық сценарий – инфляцияға қарсы тәуекел күшейген кезде неғұрлым қатаң реакцияға әзірлікпен 25-50 б.п. (17,0%-ға дейін) жоғарылату.

Валюталық нарық (USD/KZT)

Бағам біраз уақыттан бері психологиялық белгіден жоғары, ал құбылмалылық сыртқы ағын мен импорттық сұранысқа байланысты жоғары күйінде қалып отыр. Жылдың соңына дейін салық кезеңдерінде және экспорттық түсімді сатуда қолдау эпизодтары бар берілген дәлізде негізгі ауытқу күтілуде.

Мұнай-газ секторы

Өндіру фискалдық және сыртқы сауда буферін қамтамасыз ете отырып, жоспардан тыс тоқтаусыз сатылап қалпына келтірілді. Жыл соңына дейін мұнай үлесі қолдау рөлін сақтап қалады, бұл ретте тұрақтылықтың кілті – шикізаттық емес қосылған құнның өсуі.

Жылжымайтын мүлік нарығы

Қызып кеткеннен кейін фазалық қалпына келу байқалады: белсенділік пен бағалар теңестірілді, ал инвесторлардың артықшылықтары тәуекелі аз қаржы құралдарына қарай ауысты. Жыл соңына дейін ипотеканың қолжетімділігіне шектеулерді сақтай отырып, неғұрлым іргелі деңгейде тұрақтандыру мүмкін.

Республикалық бюджет

Бюджет тапшылығы шығыс біркелкі ұлғайған кезде корпоративтік сектордан түсетін салық түсімінің өсуінен төмендеді. Қарызқа қызмет көрсетуге жұмсалатын шығын үлесі өсті, ал білім беру мен денсаулық сақтауды қаржыландыру мөлшері қысқарды. Салық кодексі мен бюджет кодексіндегі өзгерістер контрциклдық фискалдық саясатқа көшуге бағытталған.

Сыртқы қарыз

Сыртқы қарыз салыстырмалы түрде тұрақты күйінде қалып отыр, бұл ретте мемлекеттік органдар мен Ұлттық Банктің қарыз алуының төмендеуі екінші деңгейдегі банктердің міндеттемелерінің өсуімен қатар жүреді.

Тауарайналым (сыртқы сауда)

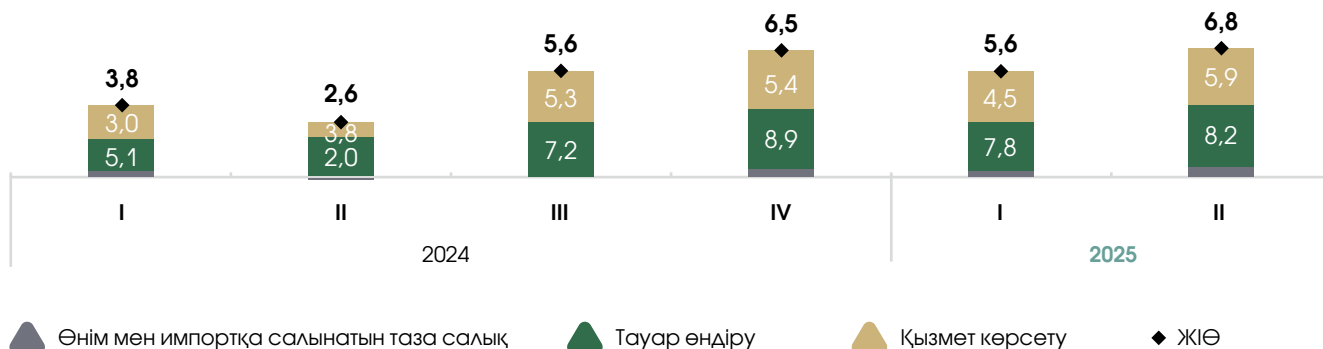
2025 жылғы бірінші жартыжылдықта экспорт 7,1%-ға төмендеді, ал импорт 2,6%-ға өсті. Жылдың қорытындысы бойынша экспорттың 4,1%-ға қысқаруы және импорттың 4,4%-ға өсуі күтілуде, бұл 2024 жылғы бірінші жартыжылдыққа қатысты сауда балансының профицитінің 27,7%-ға азаюына алып келеді.

Жалақы

Жалақының өсуі орташа алғанда инфляциядан асқан жоқ, бұл ретте жоғары технологиялық салалар мен әлеуметтік секторлардың арасында алшақтық байқалады. Жағымды белгі – ауыл шаруашылығындағы нақты табыстың өсуі. Жылдың соңына дейін ағымдағы динамиканың сақталуы күтілуде.

Жалпы ішкі өнім

1-сурет. Бір тоқсандағы экономиканың нақты өсу динамикасының декомпозициясы, өткен жылдың тиісті тоқсанына %-бен



Дереккөз: ҰСБ деректері, BCC Invest талдауы

2025 жылғы бірінші жартыжылдықта Қазақстан жеткілікті ұстамды сыртқы жағдайларға қарамастан, ЖІӨ-нің 6,2% деңгейінде айтарлықтай нақты өсуін көрсетті¹. Brent маркалы мұнайдың орташа айлық бағасы барреліне 64,21 доллардан 79,21 долларға дейін ауытқып тұрды, ал жаңа санкциялардың тұрақты қаупі мен айырбастау бағамының жоғары құбылмалылығы экспорттаушылар үшін айтарлықтай белгісіздік туғызды. Дегенмен, проактивті экономикалық саясат пен ішкі ынталандырудың жандануы сыртқы күйзелістерді өтеуге ғана емес, бірінші тоқсанмен салыстырғанда өсу қарқынын жеделдетуді қамтамасыз етуге мүмкіндік берді.

2025 жылғы бірінші жартыжылдықта қызмет көрсету өндірісі салалары (НКИ: +5,2%, салым 3,0 п.т.) және тауар өндірісінің салалары (НКИ: +8,0%, салым 2,9 п.т.) экономика өсімінің негізгі драйвері болды. Ірі кен орнын кеңейту экономикалық өсуді жеделдетудің түйінді факторы болды, бұл өндіру көлемінің және шикізат экспортының едәуір ұлғаюын қамтамасыз етті. Кен орнының инфрақұрылымына (оған өндірістік қуаттар мен көлік-логистикалық тізбектерді жаңғыртуды қоса) ауқымды инвестиция салу өнімділіктің артуына және жаңа жұмыс орындарын ашуға әкелді. Сөйтіп, атап айтқанда, бірінші жартыжылдықта «Тасымалдау және қоймалау» (НКИ: +22,7%, салым 1,4 п.т.), «Көтерме және бөлшек сауда» (НКИ: +8,4%, салым 1,3 п.т.) және «Тау-кен өнеркәсібі» (НКИ: +8,4%, салым 1,2 п.т.) салалары экономиканың драйверлері болып, еліміздің экономикалық өсуін

жиынтығында 3,9 п.т. немесе 63,0%-ға қамтамасыз етті.

BCC Invest сарапшыларының бағалауынша, 2025 жылғы екінші жартыжылдықта экономиканың өсу қарқыны жоғары деңгейде сақталады. Мысалы, қыркүйек айының қорытындысымен еліміздің экономикалық өсімі 6,5%-ға, ал желтоқсан айының қорытындысымен 6,1%-ға жетуі мүмкін. Қызмет көрсету өндірісі, атап айтқанда, «Көтерме және бөлшек сауда» (НКИ: +8,3%, салым 1,6 п.т.) және «Тасымалдау және қоймалау» (НКИ: +22,2%, салым 1,3 п.т.) салалары экономиканың негізгі драйвері болып қалады, бұл орнықты ішкі сұраныс пен кері экспорттың өскенін көрсетеді. Теңіз кен орнының қуатын кеңейту аясында тау-кен өндіру өнеркәсібі де (НКИ: +9,0%, салым 1,1 п.т.) сүбелі үлес қосады. Өңдеу өнеркәсібі мен құрылыстағы тұрақты динамика қолдау көрсетеді, бұл жиынтығында ЖІӨ-нің шамамен 6,2%-ға өсуімен жылды аяқтауға мүмкіндік береді, бұл соңғы жылдардағы ең үздік нәтиженің бірі болады.

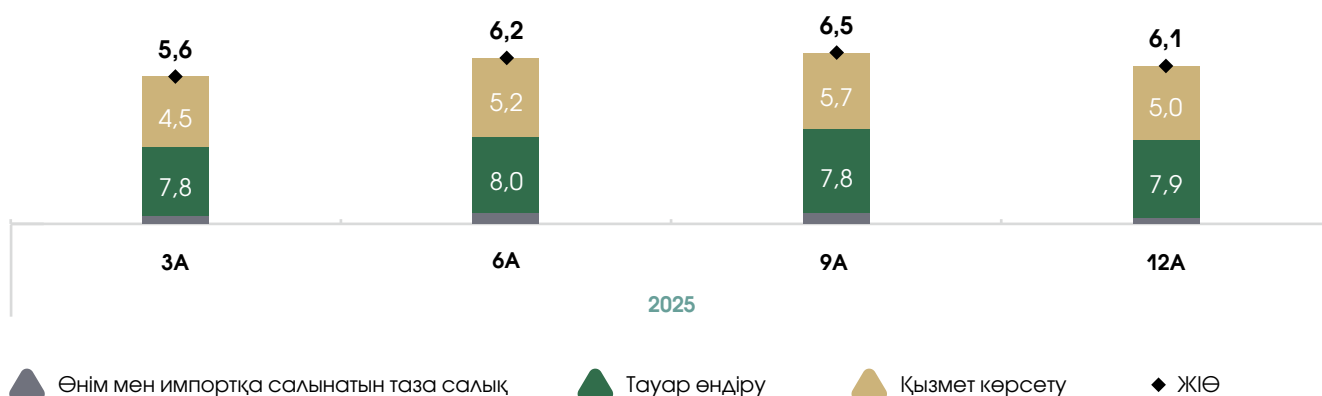


2025 жылдың
қорытындысы бойынша
еліміздің экономикасы
6,1%-ға өседі деп күтілуде

Болжам халықаралық институттардың бағалауымен салыстырмалы түрде: ХВҚ 5,0%, АДБ – 5,1%, Дүниежүзілік банк – 4,5-5,0%, ЕҚДБ – 5,5% деңгейінде өсім күтуде. Қаңтар-шілде айларындағы күшті нақты нәтижелерді ескере отырып, консенсус-болжамды 5,0-5,5% диапазонында бағалауға болады, бұл талдамалық қоғамдастықтың сақтық оптимизмін көрсетеді. Бұл ретте Президент басты мақсат – тұрақты экономикалық өсімді жылына 6-7% деңгейінде қамтамасыз ету екенін айтты. Жеті айдың қорытындысы бойынша республикалық

бюджет жоспарланған 45,4% нысаналы трансферттер түсті, ал тамыз айына алдын ала өтінімдер өткен айлармен салыстырғанда түсімдердің неғұрлым төмен көлемін көрсетеді, бұл IV тоқсанда іскерлік белсенділікті қолдау мақсатында бюджет шығысының өсу мүмкіндігін сақтайды. Біздің есептеуіміз бойынша, мұнай өндіру көлемінің өсуінен және логистикалық секторды жандандырудан түсетін пайда орташа нарықтық болжамдардан асып түсуге мүмкіндік береді.

2-сурет. 2025 жылдың соңына дейін экономиканың нақты өсу динамикасының декомпозициясы, өткен жылдың тиісті кезеңіне %-бен



Дереккөз: ҰСБ деректері, BCC Invest талдауы

Тұтынушылық баға индексі

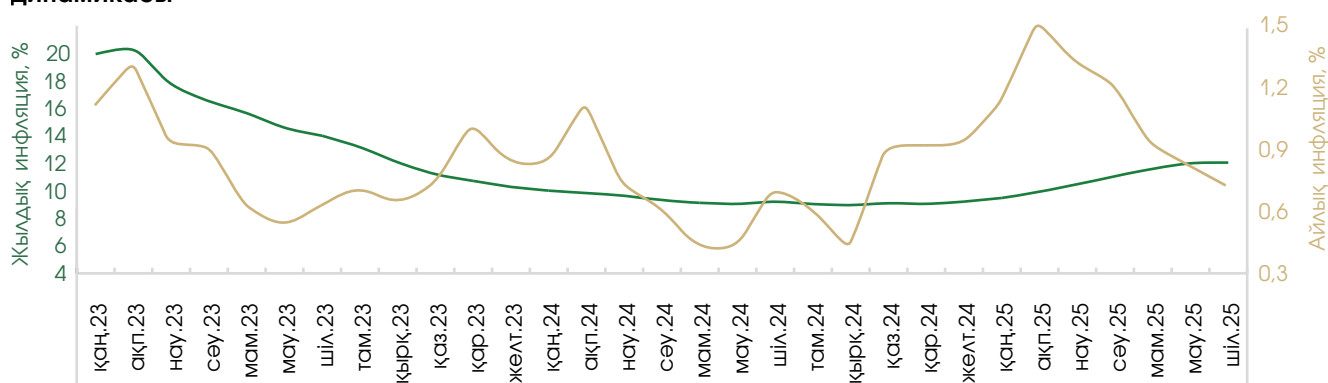
2025 жылғы қаңтар-тамыз айларында Қазақстанда жылдық инфляция қаңтардағы 8,9%-дан тамыздағы 12,2%-ға дейін жеделдеді, бұл ретте баға ай сайынғы динамикада шілдедегі 0,7%-дан тамыздағы 1,0%-ға дейін өсті. Айлық мәндегі жеделдету көбінесе ақылы қызметтерге байланысты болды, мұнда баға бір жылда 15,3%-ға, ал бір айда 1,4%-ға өсті, бұл тарифтік шешімдерге және тұрғын үй-коммуналдық сектордағы, көлік тасымалындағы және білім беру саласындағы шығынның өсуіне байланысты болды. Азық-түлік компоненті маусымдылықты, импортталатын позициялардың бір бөлігінің қымбаттауын және бағам факторының жоғары импорттық құрамдас бөлігі бар тауарларға әсерін көрсете отырып, екі мәнді – 11,7% ж/ж (2025 жылдың тамыз айында 0,5% а/а) қарқынын сақтап қалды. Азық-түлік емес сегмент жылдық неғұрлым тежелген өсімді көрсетті – 9,7% ж/ж, алайда айлық мәнде 1,0% а/а қосты, бұл шығын мен бағамдық ауытқу аясында азық-түлік емес тауарлардың кейбір санаттарындағы бағаларды түзетуді көрсетеді. Жиынтығында инфляцияның мұндай құрылымы тауарлардың бағасы бірқалыпты өскенде реттелетін және квазимемлекеттік реттелетін қызметтер тарапынан инфляцияға қарсы қысымның сақталғанын растайды, бұл ретте жылдың ортасында баға қысымының уақытша әлсіреуі байқалды.

BCC Invest-тің болжамы бойынша, жылдық инфляция күздің басында біркелкі жылдамдатуы жалғастырады және қыркүйек-қазан айларында 12,8% жергілікті шыңға жетеді, содан кейін жылдың соңына қарай 12,7%-ға дейін шамалы төмендейді. Құрылымдық жағынан негізгі қысым көзі ақылы

қызметтер болып қала береді: олардың жылдық динамикасы тарифтік шешімдер мен ТКШ мен көліктегі жоғары шығынның аясында IV тоқсанда 15,2-15,5% дәлізінде сақталады. Азық-түлік инфляциясы күзге қарай 12,4-12,7%-ға шығады, бірақ кейін маусымдық ұсыныс пен кейбір импортты қажет ететін позицияларды қалыпқа келтірудің арқасында желтоқсан айында 11,7%-ға дейін бәсеңдейді. Азық-түлік емес сегмент қазан-қарашада шамамен 10,0-10,1% тұрақталады және желтоқсанға қарай 9,9%-ға дейін төмендейді. Тамыздағы 1,0%-дан кейін қыркүйек-қарашада 0,9% және желтоқсан айында 0,8% болады деп күтілуде.

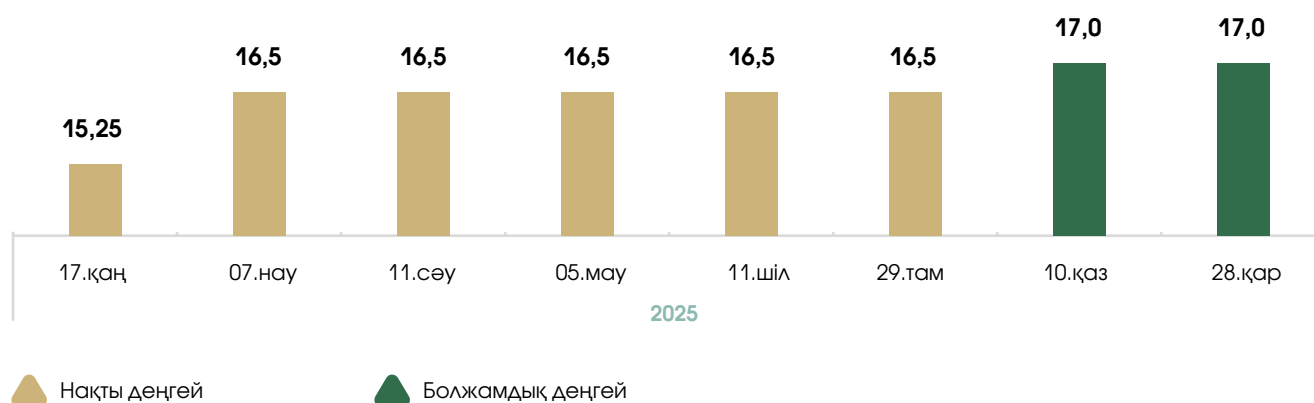
Жылдың соңына қарай инфляцияның төмендеуі 2024 жылғы жоғары базаның әсерімен, азық-түлік компонентінің біртіндеп салқындатылуымен және азық-түлік емес сегментіндегі бағалардың өсу қарқынының тұрақтануымен қамтамасыз етіледі. Қызметтердің әсері жоғары, бірақ қосымша жеделдетусіз қалады. Болжамды ақша-кредит саясаты мен ұсынысты кеңейтуге ықпал ететін жобаларды нүктелі бюджеттік іске асыру инфляцияның бәсеңдеуіне қосымша қолдау көрсетеді. Бұл ретте тәуекелдер инфляцияға қарсы факторларға (теңге бағамының ықтимал құбылмалылығы, энергия тасығыштарға және кейбір азық-түлік тауарларына әлемдік бағалардың өсуі, сондай-ақ жылыту маусымының басында реттелетін тарифтерді түзету) қарай жылжыды. Жалпы біздің сценарий тұрақты макросаяси жағдайында 2025 жылдың соңына дейін екі мәнді инфляцияның сақталатынын болжаған реттеуші мен халықаралық ұйымдардың бағалауына жақын.

3-сурет. 2023 жылдың қаңтар айынан 2025 жылдың тамыз айына дейінгі айлық және жылдық инфляция динамикасы



Дереккөз: ҰСБ деректері, BCC Invest талдауы

6-сурет. Базалық сценарий бойынша 2025 ж. соңына дейінгі базалық мөлшерлеме динамикасының болжамы



Дереккөз: ҰБ деректері, BCC Invest талдауы

Ағымдағы жылы Ақша-кредит саясаты жөніндегі комитеттің сегіз жоспарлы отырысының алтауы өткізілді: екінші отырыста мөлшерлеме көтерілді, ал соңғы төртеуінде бірізді түрде 16,5% деңгейінде сақталды. Мұндай бірізділік реттеушінің стратегиясын көрсетеді: алдымен инфляцияның өсуіне және бағамдық ауытқуға қатаң ден қою, содан кейін күтуді тұрақтандыру үшін мөлшерлемені жоғары деңгейде бекіту. Ай сайынғы инфляцияның уақытша баяулауына қарамастан (*шілдедегі 0,7% ақпандағы 1,5%-ға қарсы*), тамызда ол қайтадан 1,0%-ға дейін жеделдеді, ал жылдық көрсеткіш 12,2%-ға дейін өсті – бұл ерте жұмсартуға арналған кеңістікті шектейді және қатаң жағдайлардың сақталуын қолдайтын дәлелдерді күшейтеді.

BCC Invest-тің бағалауынша, 10 қазандағы жоспарлы отырыста базалық мөлшерлеме +50 б.т. базалық бағытпен 25-50 б.т. дейін – 17,0%-ға дейін көтерілуі мүмкін. Негізгі драйверлер – тамыздағы инфляцияның жеделдеуі, көрсетілетін қызметтердегі баға қысымының күшеюі және азық-түліктегі инфляцияға қарсы аяның сақталуы (*тамызда ФАО баға индексі – 130,1 тармақ, +6,9 тармақ ж/ж*). Бұл бағалау инфляцияның едәуір баяулауы болмаған кезде шарттарды қатаңдатуға дайындығы туралы ҚР ҰБ-ның соңғы коммуникациясымен келісіледі. 2025 жылдың соңына сценарийлік аша мынадай: оптимистік – 16,5% (*мөлшерлемені сақтау*), базалық – 16,75-17,0% (*жыл соңына дейін көтеру*), пессимистік – 17,25-17,5% (*жаңа проинфляциялық үрдістер кезінде АКС қосымша қатаңдату*).

Бұл ретте ең алдымен жылдың екінші жартысында азық-түлік тауарлары бағасының жеделдеуі, айырбас бағамының құбылмалылығы және жылыту маусымының басында реттелетін тарифтердің ықтимал түзетулері салдарынан төуекелдер пессимистік сценарий жағында бар. Егер азық-түлік сегментіндегі бағаның өсуі күтілгеннен жоғары болса және қосымша қайталама әсерлерді қалыптастыра бастаса, Комитет инфляциялық күтулерді бақылауда ұстап тұру үшін жиынтығында 75-100 б.п. күшейтуді қарастыруы мүмкін. Шығарылымның оң айырмашылығын және бағаның ішкі сұранысқа жоғары сезімталдығын сақтау қатаң жағдайлардың неғұрлым ұзақ кезеңінің пайдасына дәлелдерді күшейтеді.

Саясатты нарықтарға беру бірнеше арналар арқылы жүргізіледі. Мөлшерлемені арттыру теңгелік құралдардың кірістілігін нығайтады және және бір мезгілде бөлшек және ШОБ сезімтал сегменттерінде кредиттік импульсті салқындата отырып, депозиттердің тартымдылығын қолдайды. Борыштық нарықта кірістіліктің тік қисығы мен қысқа және орташа дүрациясы бар қағаздарға таңдамалы сұраныстың сақталуы мүмкін, ал эмитенттер үшін бұл мерзім мен сапа үшін неғұрлым жоғары сыйлықақыны білдіреді. Валюта нарығында қатаң АКС қайталама бағамдық әсерлерді тежейтін болады, бірақ сыртқы баға шарттары мен нақты сектордың өзін ұстауы негізгі фактор болып қала береді. Жиынтығында жыл соңына дейін көкжиекте қатаң ақша-кредит саясаты сақталады. Инфляция тұрақты баяулаған және күту тұрақтанған кезде мөлшерлемені төмендету циклінің басталуы – 2026 жылдың бірінші жартысынан ерте емес.

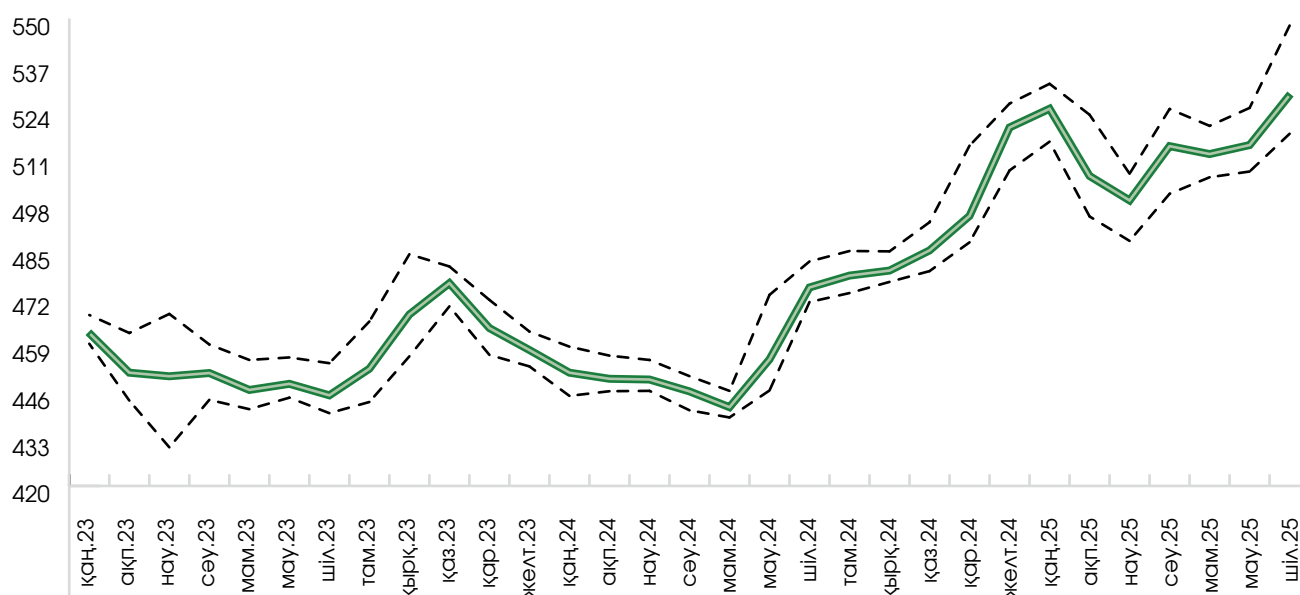
USD/KZT айырбастау бағамы

2025 жылғы қаңтар-шілде айларында теңге динамикасы екі түрлі бағыттағы кезеңнен өтті. I тоқсанда бағам біртіндеп нығайды: орташа мәндер қаңтарда 524,9-дан ақпанда 506,2-ге дейін төмендеді және наурызда 499,4 болды, бұған импорттың маусымдық қысқаруы, орнықты экспорттық түсім және теңгелік құралдарға сұранысты ұстап тұрған жоғары нақты пайыздық мөлшерлеме ықпал етті. Көктемде жағдай өршіді: сәуір-мамыр айларында орташа деңгейлер 514,5-512,3-ке, ал маусым айында 514,8-ге дейін көтерілді. Негізгі драйверлер: ішкі сұраныстың жандануы аясында импорттың өсуі, бастапқы кірістер бойынша төлемдер, жаһандық доллардың нығаю эпизодтары және квазимемлекеттік сектордың валюталық сатылымдарының кезең-кезеңімен төмендеуі. Шілде айының екінші жартысында күнішілік құбылмалылық күшейе түсті: жалпы орташа айлық белгісі 528,7 болғанда күндік бағамдар нәзік нарық пен корпоративтік сатып алушылардың тарапынан валютаға сұраныстың артуы аясында 546,36-ға дейін көтерілді; бұл алыпсатарлық белсенділіктің өршуімен және экспорттық түсімнің тұрақсыз ағынымен қатар жүрді. Алдын ала деректер бойынша, тамыз айында орташа бағам сақталған әртүрлі

бағыттағы сыртқы аяда (мұнай, күшті доллар) және маусымдық жоғары импорттық сұраныста 537-543 шамасындағы ауытқуларды көрсете отырып, шамамен 540,4 болды.

Бұдан әрі бағам траекториясы факторлардың үш тобының теңгерімімен айқындалады. Біріншісі – сыртқы орта: мұнай мен жаһандық доллардың динамикасы, геосаяси тәуекелдер мен сыртқы сауда шарттары, олардың бейтарап-оң бейіні бағамды тұрақтандыруға қабілетті, ал күшті доллар мен әлсіз мұнайдың үйлесімі дәліздің жоғарылау ықтималдығын арттырады. Екіншісі – ішкі ағындар: экспорттық түсім (өсімді қоса алғанда) ОЭЖ-тегі жобалар шеңберінде өндіру), квазимемлекеттік сектор конверсияларының ауқымы мен тұрақтылығы, төлемдер, сондай-ақ IV тоқсандағы импорттың маусымдық толқыны. Үшіншісі – биліктің саясаты: қатаң АКС теңгелік құралдардың тарымдылығын қолдайды және валюталық нарықтағы проциклдық әсерлерді тежейді, қажет болған жағдайда реттеушінің нүктелік операциялары және квазимемлекеттік сектормен өтімділіктің қысқамерзімді теңгерімсіздігін реттейді.

7-сурет. USD/KZT орташа айлық айырбастау бағамының динамикасы



Ескертпе: пунктир сызығы айырбастау бағамының максимумы мен минимумын көрсетеді.

Дереккөз: ҰБ деректері, BCC Invest талдауы

BCC Invest болжамы үш сценарийді көздейді. Базалық – орташа мөндер: тамыз 538,5; қыркүйек 540,6; қазан 541,8; қараша 546,3; желтоқсан 547,4; жылына орта есеппен 526,8. Ол бейтарап мұнайды, біркелкі күшті долларды және квазимемлекеттік сектордың тұрақты валюталық сатылымын көрсетеді. Оптимистік – мұнай неғұрлым жоғары болғанда, ағымдағы шот жақсарғанда экспорттық түсімнің тұрақты конверсиясы: күзде 523-530 шамасында және жылына орташа 512,4. Пессимистік – доллардың нығаюы, импорттық сұраныстың артуы және мемлекеттік сектордың валюта сатылымының әлсіреуі кезінде: күзгі дәліз 556-565 және

жылына орташа бір доллар үшін 541,1 теңге. III-IV тоқсандардың жұмыс көкжиегінде базалық дәліз незік нарықта ықтимал қысқамерзімді шығарындылармен (*дивиденд/импорт төлемдері, жаңалықтар шоқтары*) 530-555 деп бағаланады. Жылдың соңында бюджет шығысының ықтимал өсуі аралас әсер етуі мүмкін: белсенділік арнасы арқылы және экспорт – теңгені қолдау, импорттық арна арқылы – жергілікті әлсіреу. Факторлардың ағымдағы комбинациясын сақтаған кезде базалық профиль тоқсан ішіндегі жоғары құбылмалылық пен сыртқы күйзелістерге сезімталдық кезінде теңгерімнің желтоқсан айына қарай 540 ± 5 -ке бірқалыпты ығысуын білдіреді.

1-кесте. 2025 жылдың соңына дейін USD/KZT орташа айлық айырбастау бағамының тарихи динамикасы мен болжамы

Күні	USD/KZT	Оптимистік	Базалық	Пессимистік	Абсолютті ауытқу	Салыстырмалы ауытқу
Қаң.25	524,9	517,8	521,4	525,1	-0,3	0,0%
Ақп.25	506,2	516,8	522,4	528,1	-10,6	-2,0%
Нау.25	499,4	515,5	523,8	532,1	-16,1	-3,0%
Сәу.25	514,5	480,4	497,4	514,4	0,1	0,0%
Мам.25	512,3	492,6	509,7	526,7	2,7	0,5%
Мау.25	514,8	495,7	512,8	529,9	2,0	0,4%
Шіл.25	528,7	501,9	519,1	536,2	-7,4	-1,4%
Там.25	539,3	521,3	538,5	555,7	0,8	0,1%
Қырк.25		523,3	540,6	557,8		
Қаз.25		524,4	541,8	559,1		
Қар.25		528,9	546,3	563,7		
Жел.25		530,0	547,4	564,9		
Жылына орта есеппен	517,5	512,4	526,8	541,1	5,1	1,0%

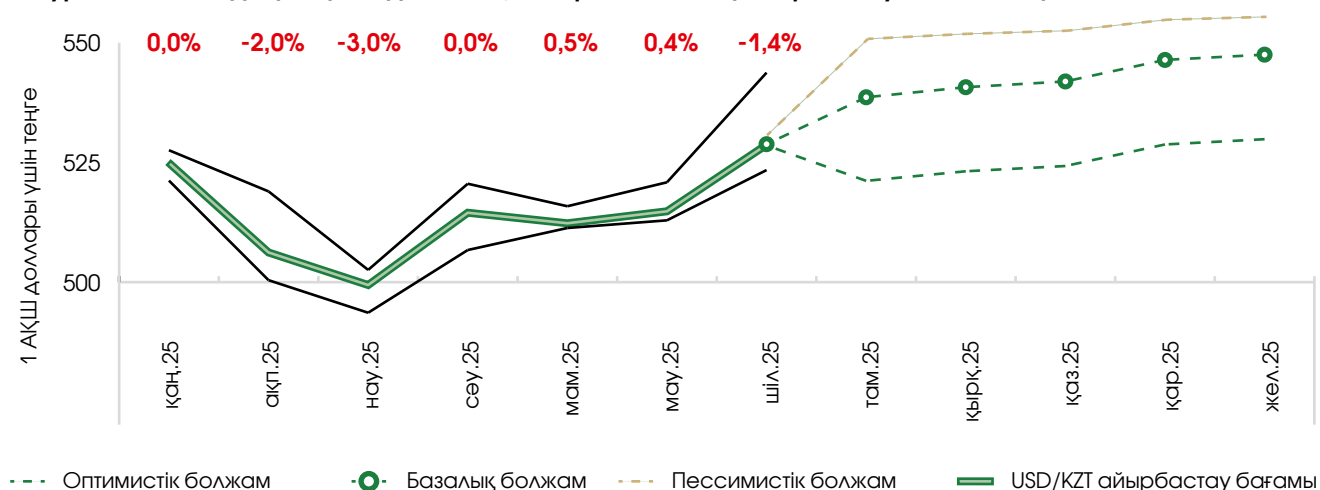
Дереккөз: ҰБ деректері, BCC Invest талдауы

Шикі мұнай динамикасы

ӨЭДБ-ға сай 2024-2029 жылдары мұнай өндірудің орташа жылдық көлемі 100,5 млн тоннаны құрайды, бұл ретте ең жоғары мәні 105,5 млн тонна 2027 жылы күтіліп отыр. Орташа жылдық өсу қарқыны – 2,6%, ең жоғары үдеуі – 2025 жылы 7,6%. Бағалық болжамдарда ӨЭДБ 2024 жылы бір баррель үшін 80 долларға жуық Brent және келесі жылдары 75 долларға негізделген – бұл әлемдік сұраныс пен геосаясаттың ауытқуынан жоғары құбылмалылық ескерілген орташа оптимистік сценарий.

Тәуекелдердің өзекті мәнмәтіні аралас күйінде қалып отыр. Ірі кен орындарындағы жөндеу және іске қосу кестелері, экспорттық инфрақұрылымның өткізу қабілеті, ауа райы факторлары және ОПЕК+ уағдаластықтары шеңберіндегі тәртіп нәтижеге әсер етеді. Өндіруді үйлестіру параметрлері кезең-кезеңімен қайта қаралады, сондықтан қолданыстағы квоталарды сақтай отырып, экспорттық ағындарды синхрондау арқылы өндіруді ұлғайту жоспарларын икемді теңгерімдеу Қазақстан үшін маңызды.

8-сурет. 2025 жылдың соңына дейін USD/KZT орташа айлық айырбастау бағамының болжамы

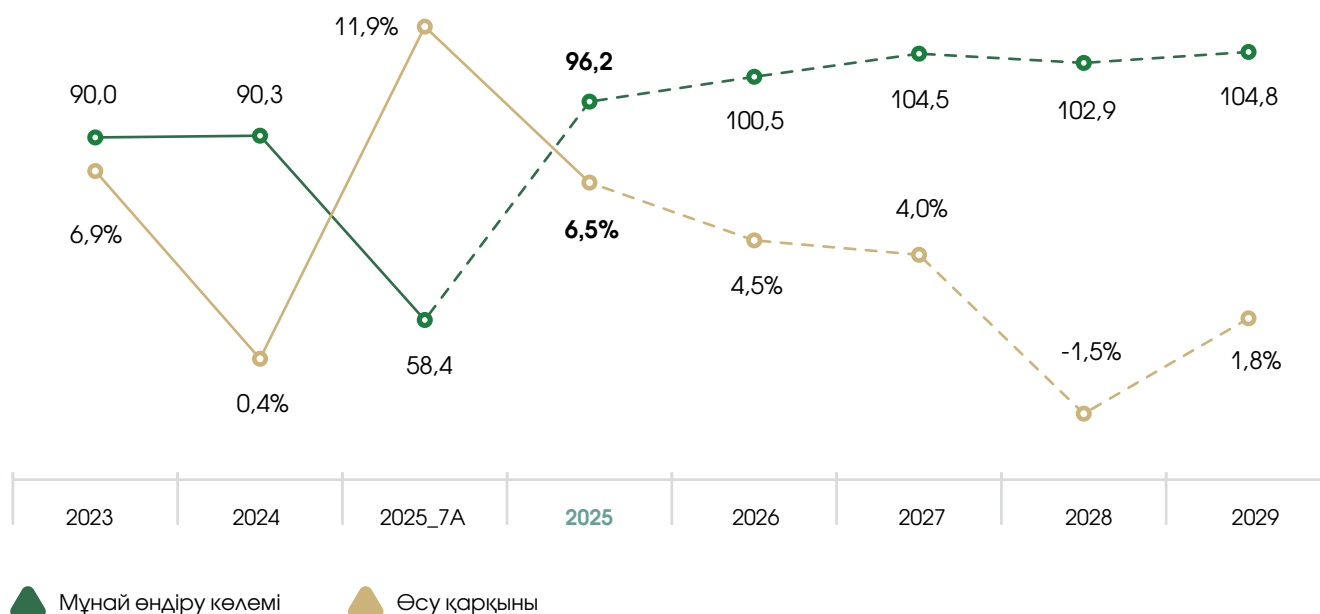


Дереккөз: ҰБ деректері, BCC Invest талдауы

Ағымдағы жағдай былтырғыға қарағанда жақсы көрінеді. Жеті айда 58,4 млн тонна мұнай өндірілді – жылдық жоспардың 60,1%-ы (шамамен ~ 97,2 млн тонна). Жылдың аяқталуына бес ай қалды, ал жоспарлы деңгейге шығу үшін орта есеппен айына 7,8 млн тоннаға жуық талап етіледі. Қаңтар-шілдедегі қарқын өткен жылдың осындай кезеңінен айтарлықтай озып кетті, бұл жоспардан тыс шектеу болмаған кезде жылдық мақсатты орындау, тіпті асыра орындау ықтималдығын арттырады.

Озық динамиканың негізгі себебі – кеңейту жобасы аясында Теңіз кен орнындағы қуаттарды кезең-кезеңмен іске қосу. Сағалық қысымды басқару жүйелерін және дайындықтың жаңа қондырғыларын іске қосу және режимге шығару технологиялық «тар жерлерді» жойды, өндірудің орнықтылығын арттырды және тәуліктік дебиттерді ұлғайтты. Теңіздік нысандарды іске қосу кестесі мен тұрақты логистика сақталған кезде Теңіздің үлесі жылдық нәтиженің басты драйвері болып қала бермек.

9-сурет. Мұнай өндіру көлемі болжамының динамикасы, млн тонна



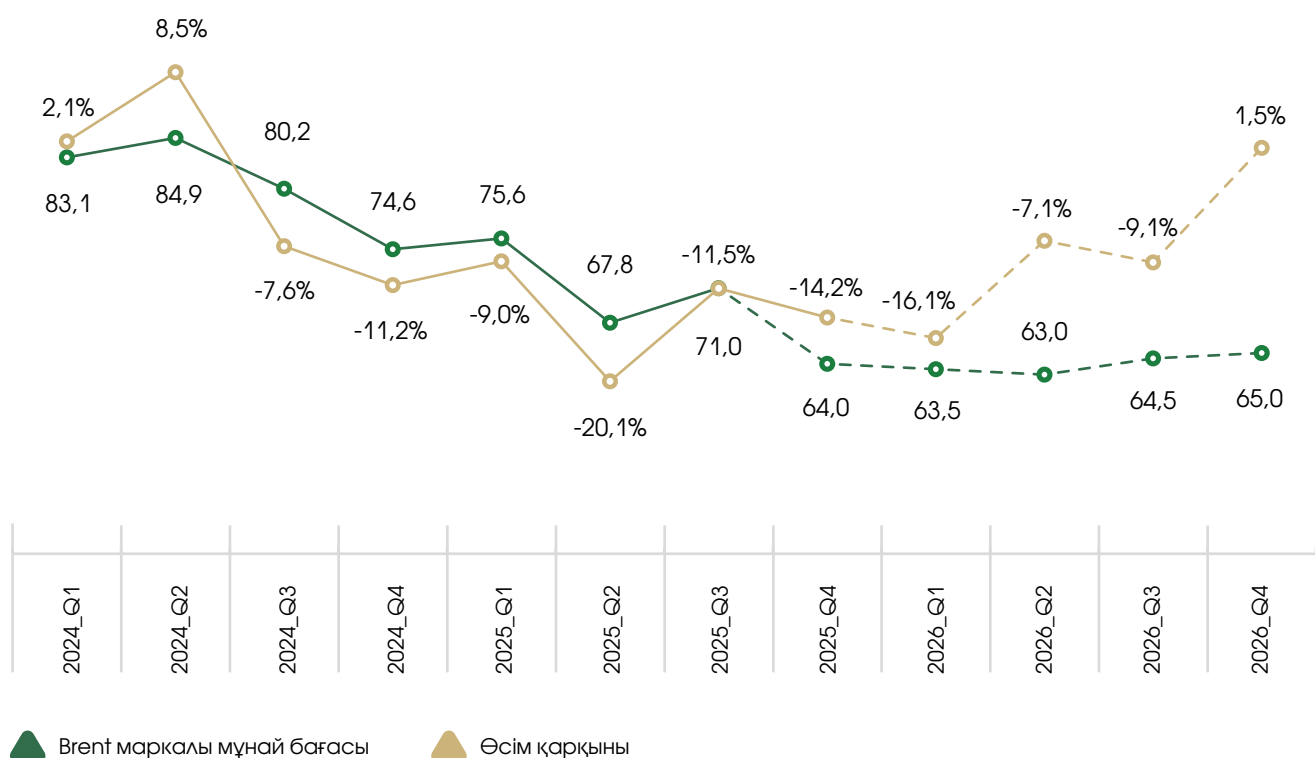
Дереккөз: ҰБС деректері, BCC Invest талдауы

Bloomberg-тің консенсус-болжамы ұстамды көріністі сипаттайды: 2025 жылы Brent мұнайының орташа бағасы бір баррель үшін шамамен 69,6 АҚШ доллары, ал 2026 жылы бір баррель үшін шамамен 64,0 АҚШ доллары, яғни жылына минус 8% болады деп күтілуде. 2025 жылдың төртінші тоқсанында сауалнамаға қатысқандардың бағалауы бойынша, ОПЕК+ ұйымынан, мықты доллар мен алыпсатарлық позициялардың үйлесуінен тыс, жаз мезгілінен кейінгі сұраныстың әлсіреуі, ұсыныстың күшеюі салдарынан нарық төмендеп барады. 2026 жылдың бірінші тоқсанында азиялық сұраныс төжелген кезде АҚШ пен Латын Америкасында өнеркәсіптік циклдің баяу басталуы, қолайлы қорлар мен өндірістің инерциялық өсуі аясында бағалар төмен деңгейде ұсталады. Екінші тоқсанда бүйірлік динамика басым: АҚШ-та автосезон қолдау көрсетеді, бірақ оны жоғары коммерциялық қорлар және квоталар бойынша ОПЕК+ ұйымының сақтық саясаты нивелирлейді. 2026 жылдың жазында ауа райы факторларын қоса алғанда, тұтынудың маусымдық өсуі және жеткізудің үзілістерінің жоғары тәуекелі есебінен қалыпты қалпына келу әрекеті болуы мүмкін. 2026 жылдың соңына қарай консенсус қорлардың қайта теңгерімделуі және ОПЕК+

ұйымының ықтимал қосымша қадамдары аясында аздап жақсаруды болжайды, алайда жалпы тренд «жазық» күйінде қалып отыр және тарихи өлшемдер бойынша салыстырмалы түрде төмен.

Бұл ретте тәуекел теңгерімі төменге жылжыған: қатаң қаржылық жағдайлар мен күшті доллар шикізат бағасына қысым көрсетеді, ал ОПЕК+ ұйымынан тыс ұсыныстардың өсуі және қорлардың жоғары деңгейі кез келген өсуді шектейді. Бағалар жеткізудің кенеттен геосаяси іркілістерін немесе ОПЕК+ ұйымында өндіруді неғұрлым қатаң үйлестіруді итермелеуі мүмкін. Қазақстан үшін мұндай ахуал бюджеттік жоспарлау мен экспорттық түсімді басқарудағы сақтықты білдіреді: егер экспорттың нақты көлемі Теңіздің кезең-кезеңмен кеңеюі есебінен өсетін болса да, баға факторы долларлық кірістерді тежейтін болады. Бұл күрделі шығын бойынша пәннің, бағаның төмен болуына жобалардың стресс-тестілерінің және өндіру кестелерін логистикалық инфрақұрылыммен үндестірудің маңыздылығын күшейтеді. Валюта нарығы үшін бұл сауда шарттарының өзгеруіне және өндіру туралы келісімдер бойынша жаңалықтарға сезімталдық қосады.

10-сурет. Brent маркалы мұнай бағасы болжамының динамикасы, 1 баррель үшін



Дереккөз: ДБ деректері, BCC Invest талдауы

Жылжымайтын мүлік нарығындағы «пузырь» индексін бағалау

2020-2025 жылдары жылжымайтын мүлік нарығы күрт кеңейту кезеңін және кейіннен қалыпқа келуді басынан өткерді. Қазір біздің қайда екенімізді «ым-жымсыз» бағалау үшін біз қызып кетудің жиынтық индикаторын («жылжымайтын мүлік нарығындағы «пузырь» индексі») құрдық.

Жиынтық индикатор тұрғын үй нарығындағы сұранысты, ұсынысты, қаржылық шарттар мен салыстырмалы бағаларды көрсететін бірнеше нарықтық арақатынасты біріктіруге арналған. Жиынтық индикатор тұрғын үй нарығындағы ағымдағы жағдай өзінің тарихи «нормасынан» қаншалықты ауытқып отырғанын көрсетеді. Нөл қалыпты жағдайды білдіреді. Оған қоса – бұл қызып кету белгілері (тұрғын үй іргелі факторлардан тезірек қымбаттайды, сұраныс ұсыныстан асып түседі, кредиттік иық өседі). Минус – салқындату немесе қалпына келтіру. Өлшем бірлігі – бұл «қаншама типтік ауытқу» (стандартты ауытқу) қазір өткеннің орташа деңгейіне қатысты байқалады.

Барлық бастапқы индекстер алдын ала «қаңтар 2015 = 100» жалпы базасына келтіріледі. Егер қандай да бір көрсеткіш басқа базисте жарияланса, ол жасанды айырмашылықты болдырмау үшін қайта есептеледі.

1. ТҰРҒЫН ҮЙДІҢ ҚОЛЖЕТІМДІЛІГІ.

Тұрғын үй бағасы индексінің атаулы ақшалай кіріс индексіне қатынасы ретінде өлшенеді.

- **Экономикалық мағынасы:** егер тұрғын үй бағасы кірістен жылдам өссе, қол жеткізу төмендейді, ал қызып кету қаупі артады. Егер, керісінше, кіріс бағаны басып озса, қол жеткізу жақсарады, ол динамиканы қалпына келтірудің белгісі болып табылады.

2. САТУ БАҒАСЫНА ҚАТЫСТЫ ҚҰРЫЛЫСТЫҢ ӨЗІНДІК ҚҰНЫ.

Құрылыс құны индексінің (жұмысы, материалдары, саладағы жалақы) тұрғын үй бағасының индексіне қатынасы ретінде өлшенеді.

• **Экономикалық мағынасы:**

сату бағасына қатысты шығын неғұрлым жоғары болса, құрылыс салушылардың «баға билігі» соғұрлым аз болады және шаршы метрдің қымбаттауына түрткі болу соғұрлым қиынға түседі. Сондықтан бұл арақатынастың өсуі салқындату факторы ретінде түсіндіріледі (оның белгісі жалпы бағалауда өзгереді).

3. КРЕДИТТІК ФАКТОР.

Экономиканың жиынтық кредиттеріндегі ипотекалық портфельдің үлесі (немесе баламалы түрде, жаңа кредиттердегі ипотекалық берулердің үлесі) алынады.

• **Экономикалық мағынасы:**

кредиттік жүйедегі ипотеканың рөлі неғұрлым көп болса, сұраныстың кредиттік иыққа сүйеніп, мөлшерлемелер мен жеңілдікті бағдарламаларға сезімтал болу ықтималдығы соғұрлым жоғары болады.

4. ҰСЫНЫС ӨСІМІНЕ ҚАРСЫ СҰРАНЫС.

Пайдалануға берілген пәтерлердің санына қатысты тұрғын үйді сатып алу-сатудың тіркелген мәмілелерінің саны ретінде өлшенеді.

• **Экономикалық мағынасы:**

мәмілелер енгізуден тұрақты асып түссе, сұраныс ұсыныстан басып озады – бұл «жедел» режим. Түсіндірген кезде уақыттың ауысуына жол беріледі, өйткені тұрғын үйді пайдалануға беру жиі кешіктіріледі.

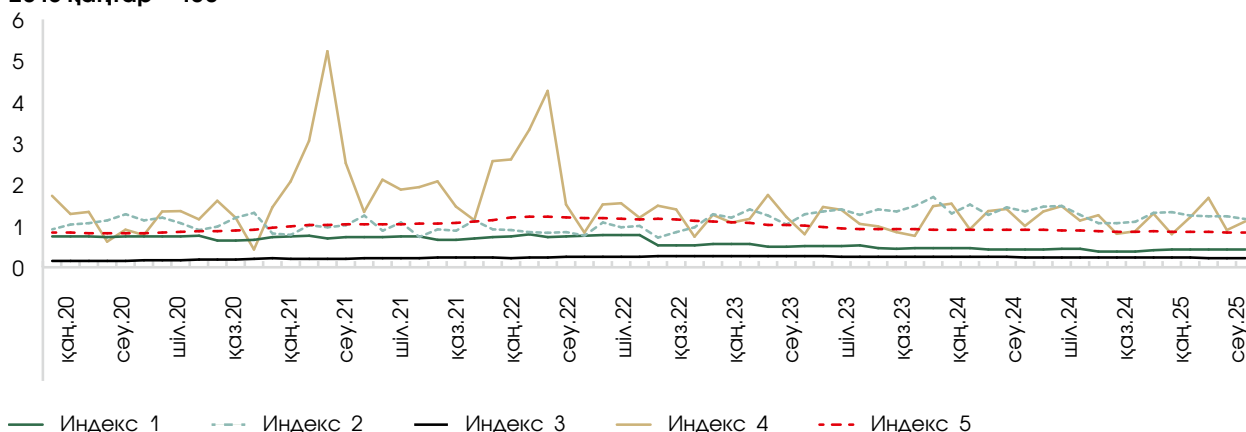
5. ЖАЛПЫ ИНФЛЯЦИЯҒА ҚАТЫСТЫ ТҰРҒЫН ҮЙ БАҒАСЫ.

Тұрғын үй бағасы индексінің тұтыну бағасының индексіне қатынасы ретінде өлшенеді.

• **Экономикалық мағынасы:**

«100»-ден жоғары мәндер тұрғын үйдің тұтыну себетінен жылдам қымбаттайтынын білдіреді (нақты өсу), «100»-ден төмен – тұрғын үйдің нақты арзандауы.

11-сурет. 2020 ж. қаңтардан бастап 2025 ж. маусымға дейінгі қосалқы индекс динамикасы, 2015 қаңтар = 100



Дереккөз: БНС және ҰБ деректері, BCC Invest талдауы

Индексті құруға әдістемелік түсіндірмелер

Барлық қатарлар айлық жиілікке келтіріледі және күндер бойынша теңестіріледі. Бір реттік экстремумдар қажет болған жағдайда индикаторды «ауыстырмау» үшін жұмсақ тегістеледі. Көрсеткіштер бірыңғай мағынаға келтіріледі: «жоғары болған сайын – тым ыстық». Екінші қосалқы индекс үшін белгі бұрылады, себебі оның өсуі нарықты салқындатады.

2025 жылдың бірінші жартысында тұрғын үй нарығындағы «пузырьдың» жиынтық индикаторы қызып кетпей, тұрақты қалыпқа келгенін көрсетеді. Агрегациялаудың тәуелсіз схемалары ұқсас нәтиже береді: тең салмақтар кезінде қаңтар-маусымдағы индекстің орташа деңгейі шамамен -0,40 стандартты ауытқуды құрайды, тұрақты салмақтар кезінде компоненттердің өзгермелілігіне кері пропорционал, шамамен -0,78 стандартты ауытқу, ал барлық іріктемеде бас компонент әдісімен алынған тіркелген салмақтар кезінде шамамен -0,45 стандартты ауытқу. Мұндай диапазон салқындату фазасына және статистикалық жағынан нөлден бөлек. Тиісті компоненттер қорытындыны растайды: «баға/кіріс» арақатынасы төмендетілген болып қалады, «өзіндік құн/баға» арақатынасы құрылыс салушылардың баға билігін қысады, кредиттік импульс әлсіз әрі кеңеймейді, ал «мәміле/енгізу» теңгерімі ұсыныстың тұрақты тапшылығын көрсетпейді. Нәтижесінде тұрғын үй бағасының нақты динамикасы төменге бағытталған, ол номиналдағы ықтимал стагнация кезінде шаршы метрді сатып алу құны төмендегенін білдіреді. Жақын арадағы тоқсандар көкжиегінде базалық

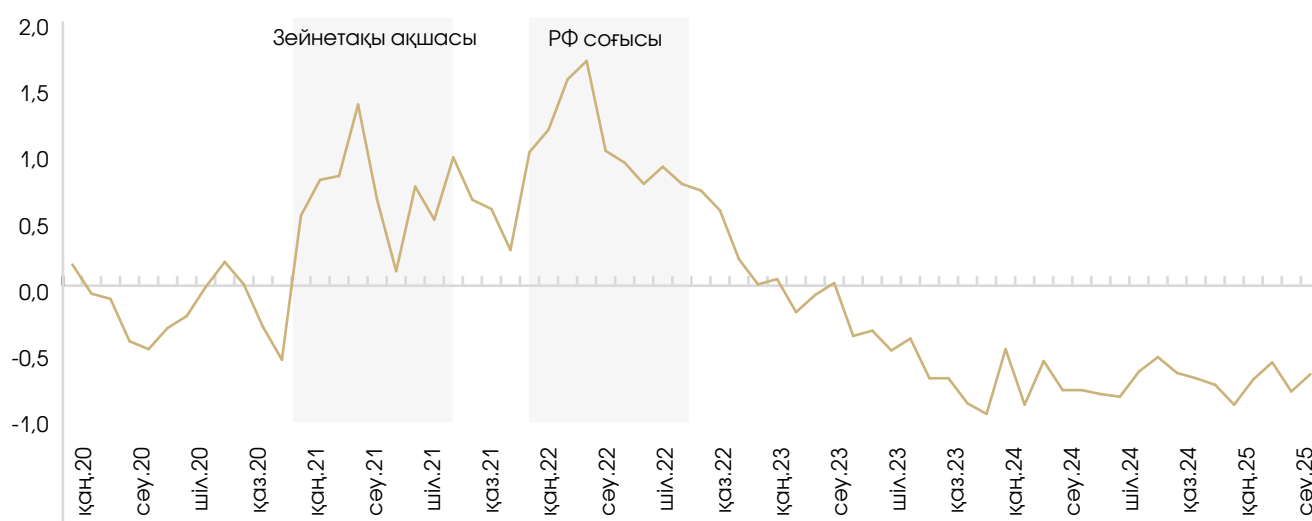
сценарий – бағадағы бүйірлік диапазон және ақша-кредит жағдайлары жұмсартылғанға немесе сұраныстың жаңа сыртқы күйзелісі пайда болғанға дейін теріс нақты кірістіліктің сақталуы.

Қолданыстағы базалық мөлшерлемені және капиталдың жоғары құнын ескере отырып, қалыпты консервативтік қаржы құралдарына қарағанда тұрғын үй жылжымайтын мүлігіне салымдардың күтілетін тәуекел - түзетілген кірістілік тартымдылығы төмен көрінеді. Ағымдағы конфигурацияда ұтымды балама – екінші деңгейдегі банктердегі депозиттер, жария нарықтағы өтімді бағалы қағаздар мен әртараптандырылған инвестициялық пай қорлары, мұнда тәуекел үшін сыйлықақы қолжетімді кірістілікпен және өтімділік көкжиегімен жақсы үйлеседі. Капиталды сақтауға және болжамды ақша ағынына бағдарланған инвестор үшін басымдықты осындай құралдар жағына ауыстырған жөн, ал жылжымайтын мүлікке экспозицияны тек нүктелі және дисконт кезінде әділ құнға өсірген жөн. Депозиттердің, облигациялардың, нарықтық қорлардың және баламалы стратегиялардың комбинациясын таңдау, сондай-ақ тәуекел бейініңізге және мерзіміңізге портфельді калибрлеу, макроэкономикалық жағдайлардың өзгеруіне қарай сүйемелдеу мен қайта теңгеруді қоса алғанда, BCC Invest-ке айтарлықтай көмектесуі мүмкін.



2025 жылдың бірінші жартысында тұрғын үй нарығындағы «пузырьдың» жиынтық индикаторы тұрақты қалыпқа келді

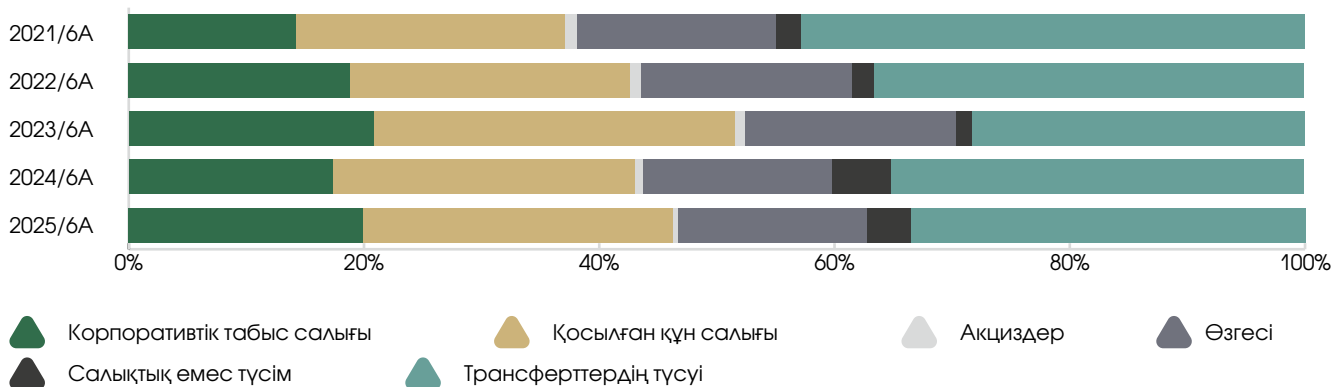
12-сурет. 2020 жылғы қаңтардан 2025 жылғы маусымға дейін тұрғын үй нарығындағы пузырьдың жиынтық индексінің динамикасы, 2015 қаңтар = 100



Дереккөз: BCC Invest талдауы

Республикалық бюджет

13-сурет. Бюджет кірісінің динамикадағы құрылымы



Дереккөз: ҚР ҚМ деректері бойынша құрылған, BCC Invest есептеуі

Бірінші жартыжылдықта бюджет тапшылығы 19,0%-ға – 1,5 трлн теңгеге дейін немесе ЖІӨ-ге қатысты 2,5%-ға төмендеді. Бұл кірістің 18,9%-ға ұлғаюы, ал шығыстың неғұрлым қалыпты қарқынмен – 12,3%-ға өсуі есебінен орын алды. 2024 жылдың сәйкес кезеңінде тапшылық 3,6%-ды, ал 2023 жылы 4,9%-ды құрады.

Сонымен қатар мұнай емес тапшылық 4 жылдық ұлғаю үрдісін жалғастырды, 2024 жылдың бірінші жартыжылдығымен салыстырғанда 2,4%-ға – 5,3 трлн теңгеге дейін ұлғайды.

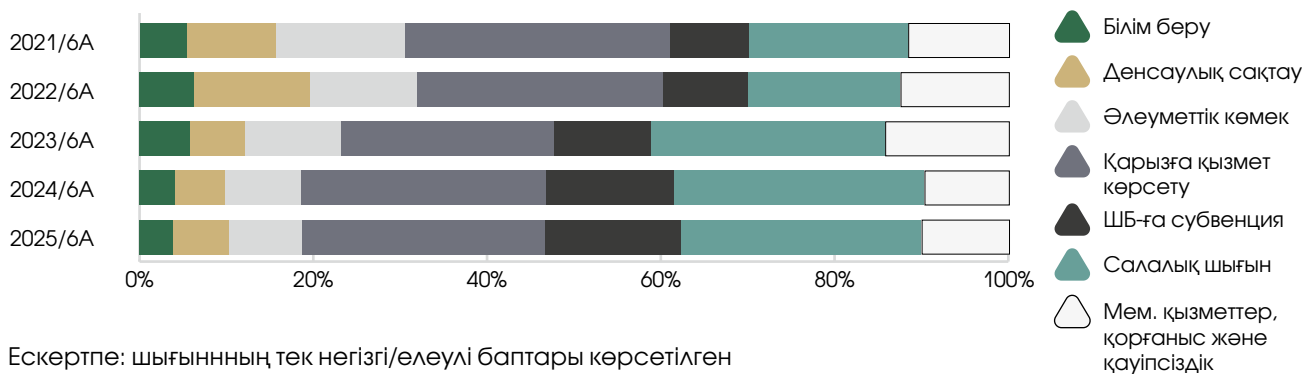
РБ кірісінің өсуінің негізгі драйвері – КТС (36,3%-ға); оның үлесі де – 19,9%-ға дейін (бір жыл бұрын 17,3%) ұлғайды. ТМұнай-газ секторының КТС Ұлттық қорға жіберіледі, салық 2025 жылдың бірінші жартысында ең жоғары өсу қарқынын көрсеткен

мына салалардың есебінен ұлғайды: тасымалдау және қоймалау (+22,7%), құрылыс (+18,4%), сауда (+8,4%) және өнеркәсіп (+6,5%).

ҚҚС 2024 жылғы деңгейден жоғары болып, бірақ 2023 жылғы рекордтық мәннен (30,7%), төмен болып, ең ірі түсім кезі мәртебесін сақтап қалды (26,3%). Акциздердің үлесі төмендеуді жалғастырып, бес жылдық кезеңдегі ең төменгі мәнге – 0,5%-ға жетті.

Ұлттық қордан түсетін трансферттер бір жыл бұрынғы 35,1%-ға қарағанда 33,5%-ды құрады, ол 2023 жылғы деңгейден жоғары қалып отыр (28,3%), бұл бюджеттің мұнай-газ түсімдеріне тәуелділігінің сақталып отырғанын куәландырады.

14-сурет. Бюджет шығынының динамикалық құрылымы



Ескертпе: шығынның тек негізгі/елеулі баптары көрсетілген

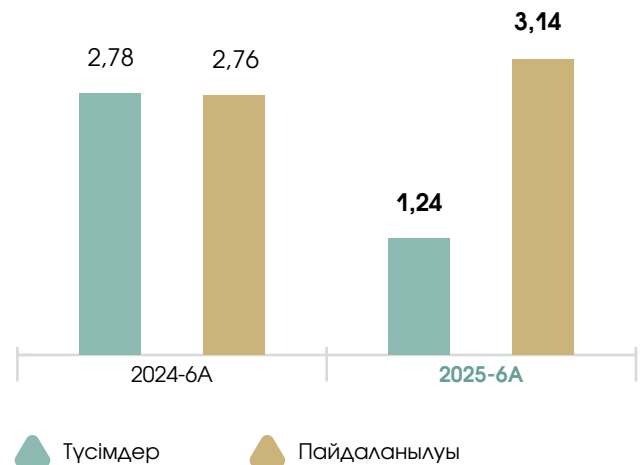
Дереккөз: ҚР ҚМ деректері бойынша жасалды, BCC Invest есептеуі

Шығын құрылымы бюджеттің әлеуметтік бағдарланған сипатын сақтайды: ең көп баптар әлеуметтік көмек пен әлеуметтік қамсыздандыруға (шығыстың 25%), сондай-ақ жергілікті бюджеттерге субвенцияларға (25%) келеді. Қарызға қызмет көрсету 14%-ды құрайды, бұл ретте оның үлесі ұзақмерзімді динамикада (2021 жылғы 8%-дан 2025 жылы 14%-ға дейін) өсуін жалғастыруда.

Бұл үрдіс сақтық тудырмауы мүмкін емес, өйткені қазынаға қарыздық жүктеме қаражатты білім беру, зерттеулер және инфрақұрылым сияқты ұзақмерзімді дамуға әсер ететін шығыстың неғұрлым өнімді баптарынан алады. Осылайша, білім беруге (2021 жылғы 9%-дан 2025 жылғы 6%-ға дейін) және денсаулық сақтауға (2021 жылғы 14%-дан 2024-2025 жылдардағы 8%-ға дейін) жұмсалатын шығыстың үлестік салмағы төмендейді. Осы салаларға шығын үлесінің қысқаруы ұзақмерзімді болашақта адами капиталдың дамуына және экономикалық өсімге жиі кері әсерін тигізеді.

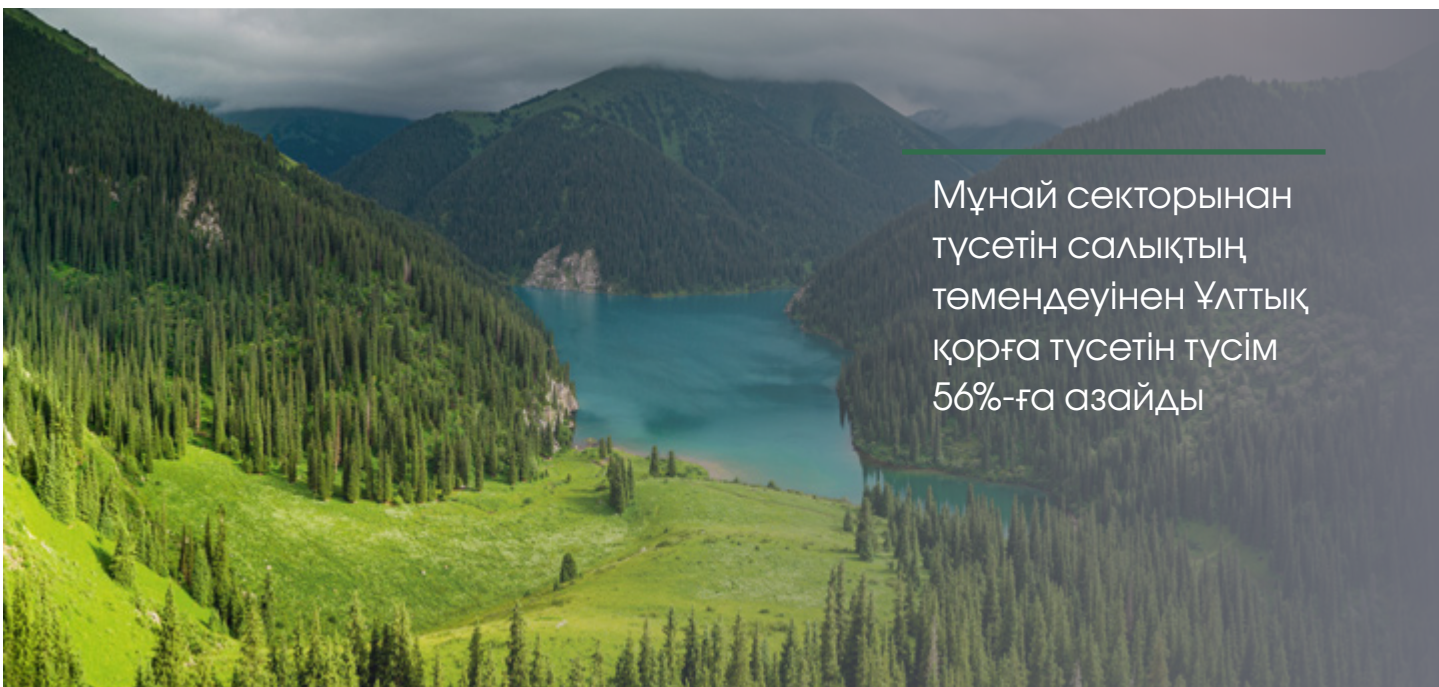
Ұлттық қорға түсімдер мұнай секторынан түсетін салықтың (-22%, 1,8 трлн теңгеге дейін), оның ішінде бағаның құлдырауы мен экспорттық түсімнің аясында КТС (-44%) және рента салығының (-10%) төмендеуінен 56%-ға баяулады. Қаражатты пайдалану кепілдендірілген (+8%) және мақсатты (+24%) трансферттер есебінен 14%-ға өсті. Мұндай динамика сақталған кезде ұзақмерзімді кезеңде Ұлттық қор резервтерінің қысқару қаупі артады.

15-сурет. Ұлттық қордың түсімдері мен қаражатының пайдаланылуы, трлн теңге



Дереккөз: ҚР ҚМ деректері бойынша жасалды, BCC Invest есептеуі

Үш жылдық бюджет жобасы шығысты оңтайландыру, бағдарламалардың тиімділігін арттыру және Ұлттық қордан берілетін трансферттерді пайдалануды шектеу есебінен тапшылықты 2026 жылғы 2,5%-дан 2028 жылы 0,9%-ға дейін төмендетуді көздейді. Мәлімделген жоспарларды орындау үшін ЖІӨ өсу қарқынымен салыстырғанда бюджет кірісінің неғұрлым жоғары өсу қарқынын ұстап тұру маңызды. Алғашқы 6 айда бюджет кірісі ЖІӨ-ге қарағанда 2,1 пайыздық тармаққа жылдам өсті.



Мұнай секторынан түсетін салықтың төмендеуінен Ұлттық қорға түсетін түсім 56%-ға азайды

Сыртқы қарыз

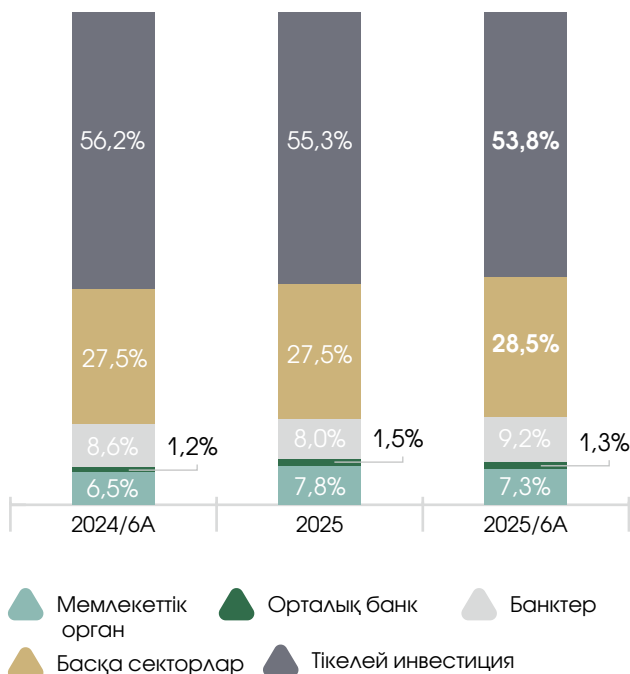
Қазақстанның сыртқы қарызы жыл басымен салыстырғанда 4%-ға (164,8 млрд АҚШ долл.) ұлғайып, 170,7 млрд АҚШ долларын құрады.

Банк секторы өсімнің негізгі драйвері болды, ол сыртқы қарыз алу көлемін 20%-ға – 13,1-ден 15,7 млрд АҚШ долл. ұлғайтты. Сондай-ақ экономиканың басқа секторларының қарызы 7%-ға (45,3-тен 48,6 млрд АҚШ долл.) ұлғайды, бұл өндірістік және инфрақұрылымдық бағдарламалардың кеңеюіне байланысты болуы мүмкін.

Сонымен қатар мемлекеттік басқару органдарының міндеттемелері 3%-ға (12,8-ден 12,4 млрд АҚШ долл.), ал Орталық банктің міндеттемелері 11%-ға (2,47-ден 2,21 млрд АҚШ долл.) қысқарды, бұл Қаржы министрлігі бұрын мәлімдеген сыртқы қарыз алуды тежеу бойынша жоспарларға байланысты болуы мүмкін.

Сыртқы қарыздың құрылымы бұрынғысынша фирмааралық берешектің жоғары үлесімен (жалпы көлемнің 54%-ы) сипатталады, оны бірінші кезекте мұнай-газ секторының шетелдік компаниялары олардың бас құрылымдарымен өзара іс-қимыл жасай отырып қалыптастырады.

16-сурет. 2025 жылғы 1-жартыжылдықтағы сыртқы қарыздың құрылымы



Дереккөз: ҚР ҰБ деректері бойынша жасалды, BCC Invest есептеуі

Сыртқы сауда

2025 жылғы бірінші жартыжылдықта Қазақстанның жиынтық тауар айналымы 65,96 млрд долларды құрады, бұл 2024 жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда (68,04 млрд долл.) кезеңімен 3,8%-ға аз. Сауданың ең көп көлемі Қытайға (14,91 млрд долл., өткен жылмен салыстырғанда +6%), Ресейге (11,99 млрд долл., -9%) және Италияға (8,78 млрд долл., -11%) тиесілі. Экспорттық себет 53% мұнайдан құралды, бұл өткен жылдың бірінші жартыжылдығына қарағанда сәл төмен (55%).

Тауар экспорты 2024 жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда 7%-ға – 39,6-ден 36,8 млрд АҚШ долл. төмендеді, бұл сыртқы экономикалық белсенділіктің баяулағанын көрсетеді. Мұнай секторы құлдыраудың негізгі драйвері болды: мұнай жеткізу құны 11%-ға (19,4 млрд АҚШ долл.), ал физикалық көлемдері 2%-ға қысқарды. Басқаша айтқанда, мұнай экспортының төмендеуі негізінен

ағымдағы жылдың алғашқы айларында әлемдік бағалардың құлдырауынан орын алды.

Бұл ретте Қазақстанда мұнай өндіру 2024 жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда жарты жылда 11,5%-ға (49,8 млн тоннаға дейін) өскенін айта кету керек. Бұл өндірістік көрсеткіштер мен экспорт статистикасының арасында алшақтық туғызды. ҚР Ұлттық Банкі оны іс жүзіндегі жеткізілімдер мен олардың кедендік есептілікте көрсетілуінің арасындағы алшақтықпен түсіндіреді.

Тауарлар импорты керісінше 3%-ға – 28,4-тен 29,1 млрд АҚШ долларына өсті. Нәтижесінде сауда балансының профициті 32%-ға – 11,2-ден 7,7 млрд АҚШ долларына төмендеді. Шартты түрде мұнайды экспорттан алып тастағанда теңгерім тапшы болады – 11,8 млрд АҚШ долларына шегеріледі, бұл 2024 жылдың бірінші жартыжылдығындағы көрсеткіштен 10%-ға төмен.

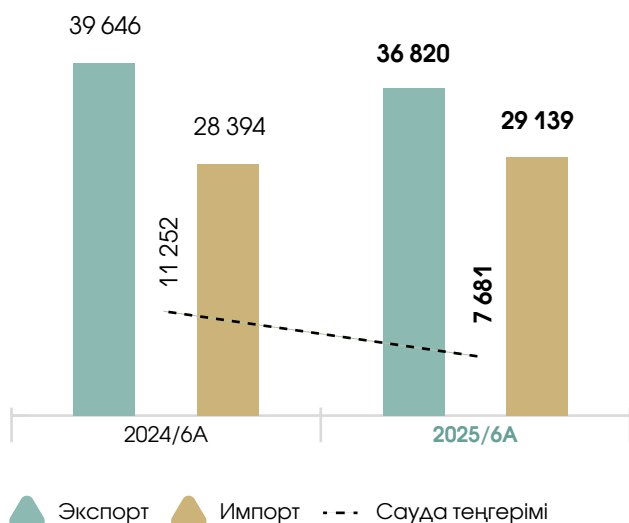
Көп жылдық өсімнен кейін Қытайдың импорттағы үлесі 28,6%-ға жетті және ЕАЭО шеңберінде соңғы қатарда тарифтік және тарифтік емес преференциялардың болуына қарамастан, алғаш рет Ресейдің үлесінен асып түсті (28,5%). Бұл трендтің ұзақ мерзімді сақталуы кезінде юаньға сұраныстың ұлғаюын және оның валюталық есептесудегі рөлінің артқанын күтуге болады.

Мұнайдан басқа экспорттың құлдырауы Қазақстанның басқа да негізгі тауарлары бойынша кері әсерін тигізді: тазартылған мыс (құны бойынша -12% және % нақты көлемі бойынша -16), уран концентраты (құны бойынша -29% және көлемі бойынша -10%) және мыс кені (құны бойынша -11% және көлемі бойынша -21%) құрады.

Тауар саудасынан айырмашылығы, қызмет көрсету экспорты тапшылықтың тұрақты қысқаруын көрсетеді. Қызмет көрсету экспорты 2%-ға (5,70-тен 5,80 млрд АҚШ долл. дейін), өсті, ал импорт -1%-ға (6,17-ден 6,25 млрд АҚШ долл. дейін), бұл қызметтер теңгерімінің тапшылығын 7%-дан – 475 млн АҚШ долл. 443 млн АҚШ долл. дейін азайтуға мүмкіндік берді. Көрсеткіштің жақсаруына көлік және іскерлік қызметтерден түсетін кірістің өсуі негізгі үлес қосты. Қызмет импортының құрылымы салыстырмалы түрде тұрақты болып қалды: туристік және көлік қызметтеріне жұмсалған шығыс көп.

ӨАДБ базалық сценарийіне сай 2025 жылы Қазақстанның экспорты 82 млрд АҚШ долларын құрауға тиіс. Алайда ағымдағы динамика 2025 жылдың қорытындысымен тауар экспорты 78,2 млрд АҚШ долларын құрайды көрсеткіштің пессимистік

17-сурет. 2025 жылғы 1-жартыжылдықтағы сыртқы сауда, млрд АҚШ долл.



Дереккөз: ҚР БСЖ деректері бойынша, BCC Invest

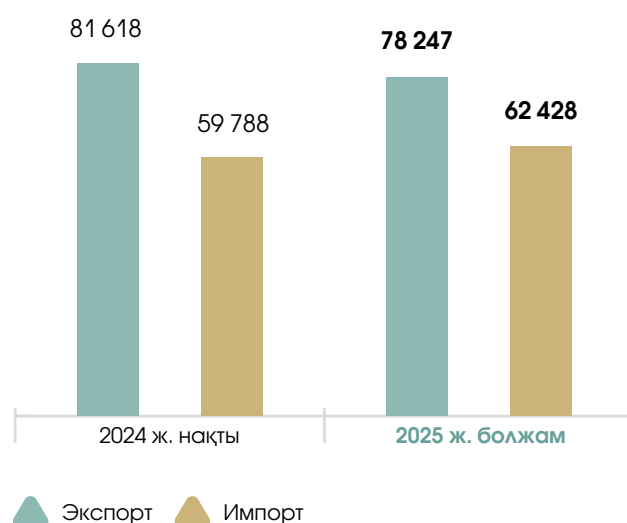
2025 жылдың
қорытындысымен
тауар экспорты 78,2
млрд АҚШ долларын
құрайды

сценарийден (71,9 млрд. АҚШ долл.) едәуір жоғары болып қалуы мүмкін болғанымен, неғұрлым қарапайым өсудің жоғары ықтималдығын көрсетеді.

Біздің бағалауымызша, 2025 жылдың қорытындысы бойынша тауар экспорты 78,2 млрд АҚШ долларын құрады, бұл 2024 жылдың қорытындысынан 4,1%-ға төмен. Импорт 4,4%-ға – 62,4 млрд АҚШ долларына дейін ұлғаяды. Сауда теңгерімі 15,8 млрд АҚШ долларын құрауы немесе 2024 жылғы деңгейден 27,7%-ға төмен болуы мүмкін.

Бұл ретте мұнай экспортын есепке алу кедендік статистикада жылдың соңына сауда теңгерімінің профициті бойынша қорытынды деректерді жақсарту жағына қарай түзетуі мүмкін, алайда нысаналы көрсеткіштерге шығу ықтималдығы қалыпты күйінде қалып отыр.

18-сурет. 2025 жылдың соңына сыртқы сауда көлемінің болжамы, млрд АҚШ долл.



Дереккөз: ҚР БСЖ деректері бойынша, BCC Invest

Жалақы

Қазақстандағы орташа атаулы жалақы 434 мың теңгені құрады, бұл өткен жылмен салыстырғанда 10,7%-ға жоғары. Алайда нақты мәнде өсу іс жүзінде болмады және небәрі 0,3%-ды құрады, бұл инфляцияның халықтың кірісіне әсерін көрсетеді.

Секторлар бойынша жалақы динамикасы әркелкі болды. Ең көп өсімді ақпарат және байланыс саласы (+15,1%, 835 мың теңгеге дейін), әсіресе бағдарламалау сегменті (+21,9%) көрсетті. Ауыл шаруашылығында нақты жалақы 9,1%-ға өсті, алайда жалақы мөлшері төмен болып қалуда – 279 мың теңге. Өнер, ойын-сауық және демалыста контент шығару есебінен өсім +5,3%-ды (+18,1%) құрады.

Бір мезгілде білім беруде (-3,0%, орташа алғанда 337 мың теңге) және денсаулық сақтауда (-3,2%),

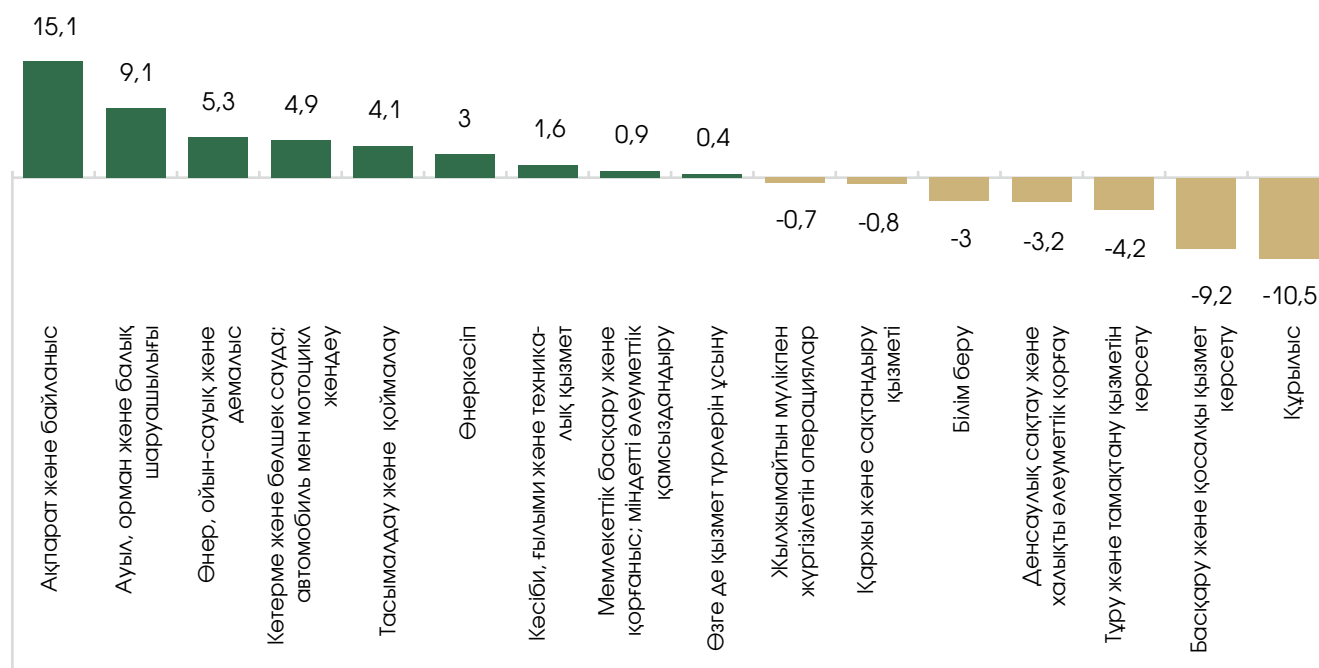
кірістің төмендеуі тіркелді, бұл осы салаларға жұмсалатын бюджеттік шығыстың қысқартылуына байланысты. Құрылыста неғұрлым жағымсыз динамика: жалақының нақты (-10,5%), және номиналды (-1,2%) мәнде төмендеуі байқалды.

2022 жылдан 2025 жылғы I жартыжылдыққа дейін ЖІӨ өсу қарқыны нақты жалақының өсу қарқынынан асатын үрдіс байқалады. Осылайша, ЖІӨ өсу қарқыны 2022 жылғы 3,2%-дан 2025 жылғы II тоқсанда 6,2%-ға дейін жеделдеді. Алайда нақты жалақы динамикасы айтарлықтай артта қалды: олар іс жүзінде тоқырауда. Бұл экономикалық өсу мен халықтың тұрмыс деңгейінің арасындағы алшақтықтың күшейе түскенін көрсетеді.



Қазақстанда орташа
атаулы жалақы 434 мың
теңгені құрады

19-сурет. Салалар бойынша нақты жалақы индексі



Дереккөз: ҚР ҰСБ деректері бойынша, BCC Invest есептеуі

20-сурет. Нақты жалақы индексі мен ЖІӨ индексі салыстырмалы түрде



ЖІӨ индексі Нақты жалақы индексі

Дереккөз: ҚР ҰСБ деректері бойынша, BCC Invest есептеуі



Қарыз нарығы

- 25 Алғы сөз
- 27 МҚҰ нарығы
- 31 BCC Invest-тің МҚҰ мен ломбардтарға арналған скорингтік матрицасы

АЛҒЫ СӨЗ

Сұхбатта BCC Invest компаниясының басқарушы директоры Аманат Ысқақов Қазақстандағы облигация нарығындағы жағдайды талдап, өз қорытындысымен бөліседі.

2025 жылдың бірінші жартысындағы облигация нарығы динамикасын қалай бағалайсыз? Күтпеген тренд болды ма?

2025 жылдың бірінші жартысында Қазақстандағы облигациялар нарығы ертүрлі динамиканы көрсетті. Корпоративтік борыш көлемі айналыста 13,7 трлн теңгеге дейін өсті. Бастапқы нарықта шамамен 1,88 трлн теңге орналастырылған, бұл өткен жылмен салыстырғанда 42%-ға артық. Мемлекеттік қарыз көлемі номиналы бойынша 30 трлн теңгеге дейін өсті. Институционалдық инвесторлар – 73%, одан кейін банктер – 21,8% бастапқы орналастыру нарығында негізгі ойыншылар болып қала бермек.

Күтпеген жерден нені атап өтуге болады: бұл ESG облигациялары көлемінің өсуі, 2025 жылдың бірінші жартыжылдығында сауда-саттыққа 6 шығарылым жіберілді, осылайша шығарылымның жалпы көлемі 981 млрд теңгеге жетті, оның 700 млрд теңгеден астамы орналастырылды. Бұл 2060 жылға қарай көміртегі бейтараптығына қол жеткізу мақсатында тұрақты дамуға назар аударуды көрсетеді.

Сондай-ақ 2025 жылғы маусым айында Қазақстан A/BBB рейтингі бар эмитенттердің арасында екі есе қайта жазылумен және рекордтық төмен мөлшерлеменен \$2,5 млрд еурооблигацияға (5 және 5,5% -бен 7 және 12 жылға арналған транштар) орналастырды. Бұл инфляция (шілдеде 11,8%) және ҚР ҰБ жоғары мөлшерлемесі (16,5%) аясында күтпеген оң белгі болды. Қаражат 2025 жылғы міндеттемелерді қайта қаржыландыруға жіберілді.

Ағымдағы базалық мөлшерлеме мен инфляция жағдайында облигацияның тартымдылығын қалай бағалайсыз?

Жалпы Қазақстанның облигациялары Emerging Markets(EM), жағдайында жоғары кірістілікті іздеген инвесторлар үшін, әсіресе дамыған экономикалардағы мөлшерлеменің жаһандық төмендеуі аясында тартымды болып қала береді.



Аманат Ысқақов, басқарушы директор

Нағыз кірістілік (YTM мен инфляция деңгейінің арасындағы айырма ретінде) теңгелік МБҚ үшін шамамен 5-7% (18–19%, 11,8–12,2%), құрады, бұл жағымды. Бұл оларды елдің Investment-grade рейтингтерінің арқасында дефолт тәуекелі төмен кіріске бағдарланған консервативті портфельдер үшін қолайлы етеді. Қазақстандық облигацияларға Еуробондтарды (5-5,5% -бен маусымда \$2,5 млрд), сәтті орналастыру тартымдылығын арттырды, бұл инвесторлардың сенімі мен Қазақстанның инвестициялық тартымдылығының жақсарғанын білдіреді.

Бұл ретте жоғары инфляция (2025 жылғы маусымда 11,8%) мен базалық мөлшерлеме (16,5%) қысым жасайды: егер инфляция төмендемесе, нақты кірістілік төмендеуі мүмкін және жаңа эмиссия аз кірісті болады. Бұдан басқа теңгелік облигациялар үшін валюталық тәуекел қалады, себебі теңге мұнай бағасы мен геосаясаттың өзгеруіне сезімтал.

Жыл соңына дейін нарықта жаңа эмитенттің саны артады деп күтесіз бе? Сіздің ойыңызша, алдағы айларда борыштық құралдарды орналастыруда қандай сала неғұрлым белсенді болады? 2025 жылдың соңына дейін облигация кірістілігіне қандай факторлар әсер етуі мүмкін?

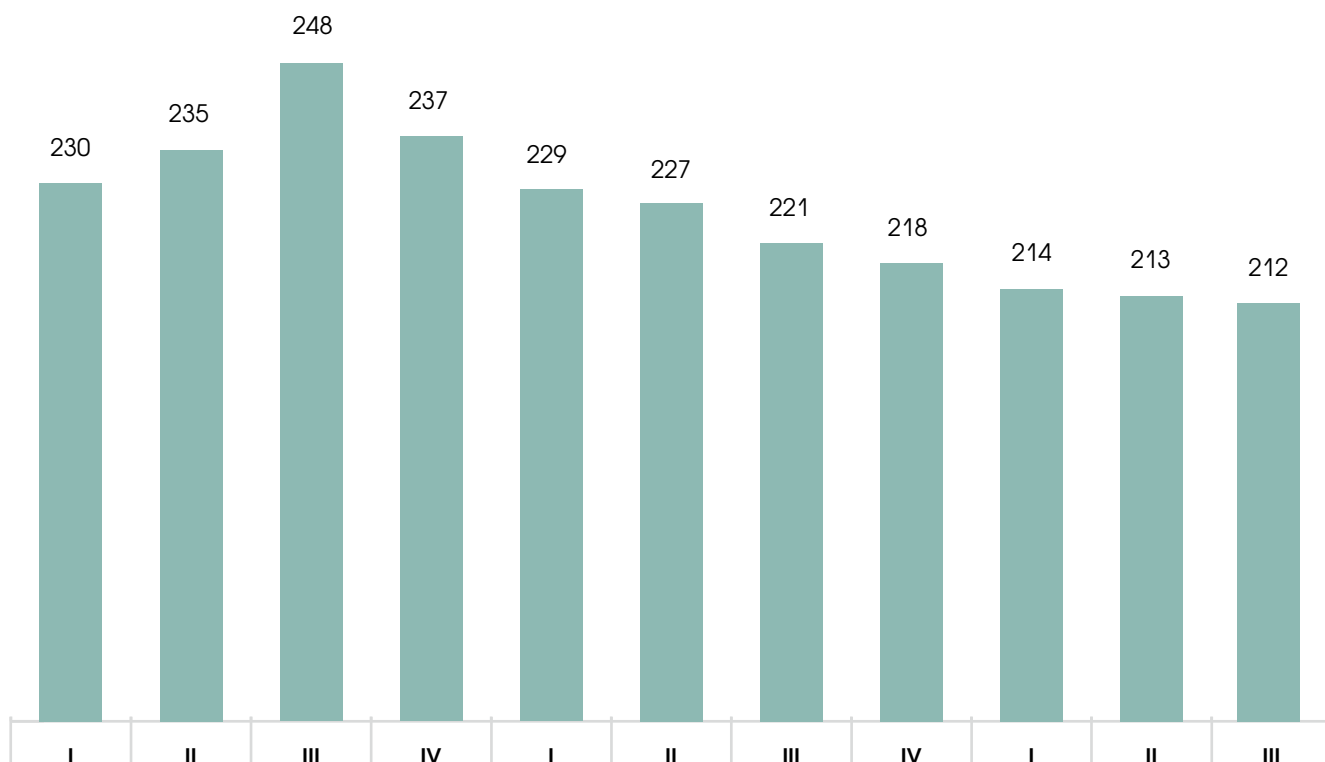
Бізде жыл соңына дейін облигация нарығындағы жаңа эмитенттер санының біркелкі өсуі күтілуде. Бұл нарықтың жалғасып отырған дамуына негізделген, себебі 2025 жылы елдің ЖІӨ-нің 4,5-5%-ға өсу болжамын және реттеушінің инфляцияны 10,5-12,5%-ға төмендетуге ұмтылысын назарға ала отырып, біз нарықта жаңа эмитенттердің пайда болуын күтеміз, бірақ шектеулі санда. Жаңа эмитенттер энергетика, құрылыс және МҚҰ секторларынан ESG және халықаралық орналастыруға баса назар аудара отырып пайда болуы мүмкін. Алайда қарқын реттеушінің монетарлық саясатына және мұнай бағасы сияқты жаһандық факторларға байланысты.

II жартыжылдықта облигацияны құрал ретінде қарастыратын жеке инвесторларға қандай негізгі кеңес берер едіңіз?

Қазақстандағы облигацияларды қарастыратын жеке инвесторларға біздің кеңесіміз: портфельді теңгедегі қысқа МБҚ пайдасына (1-3 жылдық, кірістілік деңгейі жоғары) және кірістілік пен тұрақтылық теңгерімі үшін (валюталық тәуекелге байланысты) USD-дағы облигацияларға ертарандандыру.

Әрдайым мықты рейтингі бар эмитенттерді таңдаңыз, мөлшерлеме жоғары болғанша жедел әрекет етіңіз. Корпоративтік еурооблигациялар үлесін портфельдің 20-30%-ы деңгейінде қалдыруға болады, қысқамерзімді МБҚ үлесін 40-50%-ға дейін жеткізуге болады, қалған бөлігін тәуекел деңгейі мен табыс нормасы анағұрлым жоғары үлестік құралдарға салуға болады. Бұл тәсіл тұрақсыз инфляция мен жоғары мөлшерлеме жағдайында кірістілікті сақтай отырып, тәуекелді барынша азайтады.

21-сурет. МҚҰ санының динамикасы



Дереккөз: ҚР Ұлттық Банкі

МҚҰ нарығы

Қазақстанның микроқаржы ұйымдары

(МҚҰ) нарығы трансформация сатысында, ойыншылар саны біртіндеп қысқаруда және ірі қатысушылардың ұстанымдары нығаяуда. ҚР Ұлттық Банкінің деректері бойынша, 2025 жылдың үшінші тоқсанының басында елімізде бір жыл бұрынғы 212 микроқаржы ұйымына қарсы 221 микроқаржы ұйымы әрекет етті. Қысқару үрдісі бірнеше жылдан бері байқалып келеді: 2023 жылдың үшінші тоқсанында 248 ұйым болса, екі жылда олардың саны 15%-ға азайды. Нарықтың әлсіз қатысушыларын қысқартудан басқа 2025 жылдың жазында ірі МҚҰ – KMF және BNK Finance Kazakhstan – ЕДБ-ге қайта құрылуды аяқтады. Сондай-ақ Solva брендімен «ОнлайнҚазҚаржы» банк болып қайта құрылуға ниет білдірді. Ойыншылардың қысқару үрдісі микроқаржы ұйымдарының қызметіне, сондай-ақ ірі ойыншылардың өнім желісін кеңейтуге және ЕДБ-ге айналу есебінен неғұрлым арзан қорландыру көздеріне талаптардың күшеюіне байланысты.

Жалпы МҚҰ нарығында құрылым біртекті болып қалуда. Шартты түрде қатысушылардың үш негізгі санатын бөліп көрсетуге болады:

- ірі «дәстүрлі» МҚҰ;
- мамандандырылған автокредиттік МҚҰ;
- қысқа мерзімді қамсыздандырылмаған заемдар беретін онлайн-компаниялар.

Мұндай жіктеу шартты сипатта болады, себебі көптеген «дәстүрлі» ойыншылар да түрлі бағыттарды белсенді түрде дамытады, бұл ретте банктер ұқсас өнімдерді ұсынады, айырмашылығы көбінесе бизнес ауқымында және моделінде.

Қатысушы санының азайғанына қарамастан, сектор өсіп әрі нығайып отыр. Барлық МҚҰ-ның



Сырым Құттығұл, жетекші талдаушы

жиынтық активтері 2023 жылғы қаңтардағы 1,1 трлн теңгеден 2025 жылғы шілдеде 1,9 трлн теңгеге дейін ұлғайды. Бұл ретте жоғары шоғырлану сақталып отыр: 10 ірі компания барлық активтердің 74%-ға жуығын шоғырландырады. Кредиттік портфель активтер өсімінің негізгі драйвері болды, ол 2023 жылғы қаңтардан бастап 917 млрд теңгеден (активтердің 84%) 2025 жылғы шілдеге дейін 1,75 трлн теңгеге (активтердің 91%) дейін ұлғайды. Активтердің жылдық өсімі (2024 жылғы шілде – 2025 жылғы шілде) 29%-ды құрады.

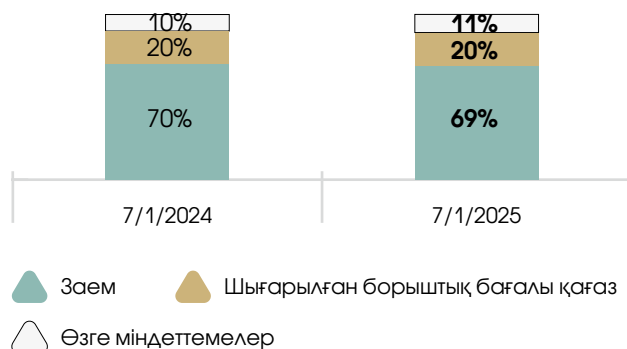
Барлық МҚҰ-ның жиынтық активі 2023 жылғы Қаңтар айындағы 1,1 трлн теңгеден 2025 жылғы шілде айында 1,9 трлн теңгеге артты

2-кесте. 2025 жылғы 1 шілдедегі жағдай бойынша Қазақстандағы ТОП МҚҰ (млрд теңге)

№	Атауы	Активтер	NPL 90+ / кредиттік портфель	ROA	ROE
1	«КМФ (КМФ)»	384	6%	1,3%	7,4%
2	«Тойота Файнаншл Сервисесз Қазақстан»	283	2%	1,9%	13,3%
3	«MyCar Finance»	163	7%	0,9%	5,2%
4	«ОнлайнҚазФинанс»	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	«Арнұр 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	«Азия кредиттік қоры»	45	4%	1,1%	9,3%
12	«ҚаржытехФинанс»	41	8%	7,2%	17,4%
13	«Mogo Kazakhstan (Мого Қазақстан)»	40	7%	5,8%	34,9%
14	«Робокэш.кз»	36	4%	25,4%	30,0%
15	«Credit365 Kazakhstan (Кредит365 Қазақстан)»	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 Сeven Қазақстан)»	10	15%	18,7%	27,4%

Дереккөз: ҚР Ұлттық Банкі, BCC Invest есептеуі

22-сурет. МҚҰ міндеттемелерінің құрылымы



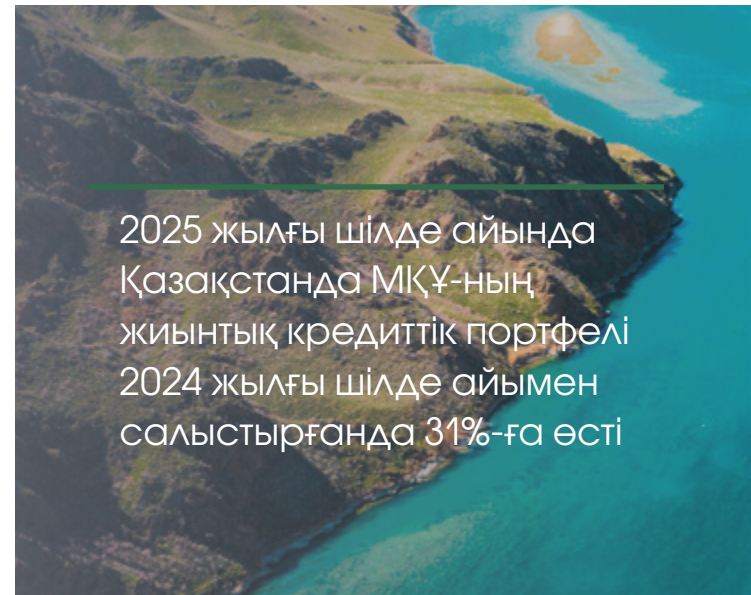
Дереккөз: ҚР Ұлттық Банкі, BCC Invest есептеуі

Активтердің өскеніне қарамастан, микроқаржы ұйымдарының жалпы балансы тұрақты құрылымды сақтайды: міндеттемелер шамамен 72%-ды, ал меншікті капитал шамамен 28%-ды құрайды. Міндеттемелер құрамының негізгі бөлігін алынған қарыздар құрайды – шамамен 70%, бұл ретте шығарылған борыштық бағалы қағаздар елеулі үлесін құрайды – шамамен 20%. Мұндай құрылым сектордың банктік кредит беру мен қор нарығы арқылы қаражат тартуды үйлестіруге бағдарлануын көрсетеді, бұл қорландыру көздерін ертарандыруды қамтамасыз етеді.

2025 жылғы шілде айында Қазақстандағы ХҚҰ-ның жиынтық кредиттік портфелі 2024 жылғы шілдемен салыстырғанда 31%-ға өсті. Бұл ретте микрокредиттер көлемінің жартысынан астамы (55%) нарықтың бес ірі ойыншысына шоғырланған, олар: КМФ, Тойота Файнаншл Сервисез Қазақстан, MyCar Finance, ОнлайнКазФинанс (*Solva* бренді) және Шинхан Финанс. Айта кетерлігі, бұл компаниялардың үшеуі көбінесе автокредит беруге маманданған, ал КМФ 2025 жылы банкке трансформациялау процесін аяқтады.

Кредиттік портфельдің сапасына қатысты жағдай да әртүрлі серпінді көрсетіп отыр. Артық мерзімі өткен берешектің үлесі 2024 жылғы қазандағы 9,2%-дан 90 күн 2025 жылғы шілдеде 6,8%-ға дейін, яғни 2,4 п.т. төмендеді. Алайда қысқа мерзімді бөліністе кері тренд байқалады: 2025 жылғы қаңтармен салыстырғанда көрсеткіш 0,3 пайыздық тармаққа өсті.

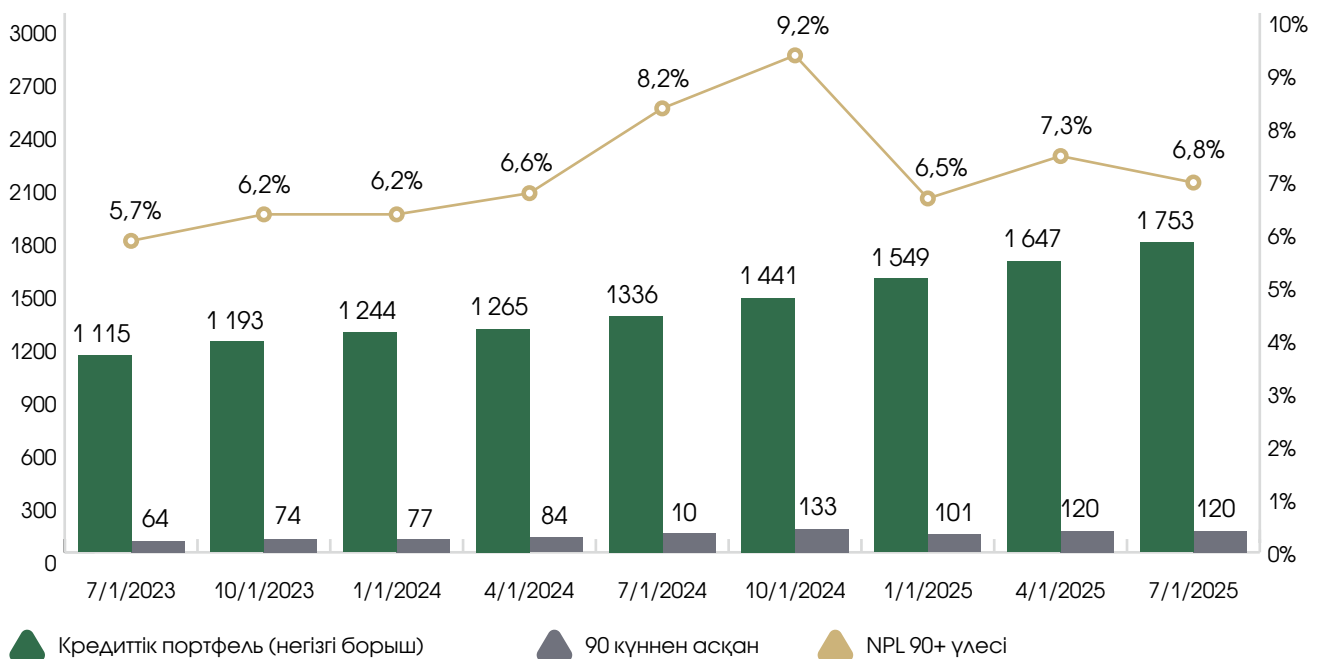
Жеке тұлғаларға берілетін микрокредиттер құрылымы бойынша басым – 2025 жылғы 1 шілдедегі жағдай бойынша оларға жалпы көлемнің 82%-ы тиесілі. Заңды тұлғалар мен жеке кәсіпкерлерге тек 17%-ы тиесілі, бұл сегменттің бағыттылығын және тұтынушылық ерекшелігін көрсетеді.



2025 жылғы шілде айында
Қазақстанда МҚҰ-ның
жиынтық кредиттік портфелі
2024 жылғы шілде айымен
салыстырғанда 31%-ға өсті

Соңғы жылдары МҚҰ нарығындағы өзгерістердің серпіні көп жағдайда мемлекет тарапынан реттеудің күшейтілуіне негізделген. ҚНРДА нарыққа қатысушыларға қойылатын талаптарды қатаңдату бойынша бірізді саясатты іске асырады. Бұл шаралардың мақсаты – нарықтың ашықтығын арттыру, қарыз алушыларға борыштық жүктемені, сондай-ақ микрокредит беру секторындағы жүйелік тәуекелдерді азайту.

23-сурет. МҚҰ-ның кредиттік портфелінің динамикасы, млрд теңге



Дереккөз: ҚР Ұлттық Банкі, BCC Invest есептеуі

МҚҰ нарығындағы қатайту шаралары

маусым 23	тамыз 24	ақпан 25	маусым 25	тамыз 25
МҚҰ капиталы: 2023 жылғы шілдеден – 150 млн 2024 жылғы қаңтардан – 200 млн ₸	СЖТМ 56%-дан 46%-ға дейін төмендетілді, 45 күнге дейінгі заемдар үшін – күндік мөлшерлеме 0,3%, СЖТМ 179% (бұрын 339%-ға дейін)	2026 ж. 1 мамырға дейін – жеке тұлғалардың берешегін беруге тыйым салу. Сондай- ақ борышкерлерге жиі телефон соғуға шектеу қойылды. 2026 ж. 1 мамырдан бастап – тек 24 айлық қарыздан және сотқа дейінгі реттеуден кейін ғана беруге болады	СЖТМ-ды және барлық комиссияны міндетті түрде ашу, қарызды қайта құрылымдау 6,29 млн ₸ дейін	Онлайн кредит берудің жаңа ережесі жоспарлануда: антифрод, ірі заемдарды 24 сағатқа кешіктіру, күніне бірнеше кредит беруге тыйым салу

Микроқаржыландыру нарығында реттеушілік талаптарды енгізу жалпы рентабельділікке әсер етеді. Шағын МҚҰ неғұрлым осал болды, олар үшін қатайтылған талаптар бизнестің шектеулі ауқымының салдарынан едәуір қысым көрсетеді. 2025 жылғы қаңтар айындағы жағдай бойынша бүкіл МҚҰ нарығы бойынша кірістіліктің негізгі көрсеткіштерінің қысқаруы тіркелді: ROA 2,9 п.т. төмендеп, 6,4%-ды құрады, ал ROE 2025 жылы 9,7 п.т., жылдық көрсеткіште 22,6%-ға дейін қысқарды.

Жалпы МҚҰ нарығында өзгерістер болып жатыр, олар таяу арада Қазақстанда кредит беруге ықпал етеді. Капиталға қойылатын талаптардың қатаюы шағын компанияларды серіктестер іздеуге немесе бірігуге итермелейді, ал ресурстары

шектеулі ойыншылардың бір бөлігі нарықтан кетуі мүмкін. Мөлшерлеме бойынша шектеу маржиналдықты төмендетеді және ұсақ МҚҰ үшін бизнесті тартымды етпейді. Дәстүрлі шағын кредит беруге бағдарланған ұйымдар үшін жағдай депозиттердің арқасында қорландыру құны 2-3 есе төмен банк секторымен жылдық тиімді сыйақы мөлшерлемесін теңестіруді қиындатады. Ірі МҚҰ мен банктердің тарапынан бәсекелестік қосымша қысым туғызады. Нәтижесінде нарық қатысушылар санының іріленуі мен қысқаруына қарай қозғалады: күшті компаниялар не банктерге айналады, не даму стратегиясын өзгертеді.

Мөлшерлеме бойынша шектеу маржиналдықты төмендетеді және ұсақ МҚҰ үшін бизнесті тартымды етпейді

BCC Invest-тің МҚҰ мен ломбардтарға арналған скорингтік матрицасы



Алуа Есбол, бас талдаушы



Ербол Бейбітов, жетекші талдаушы

Банктік емес қаржы ұйымдарының қазіргі заманғы нарығы – корпоративтік облигациялар шығарылымдарының негізгі үлесі микроқаржы ұйымдарына тиесілі Қазақстан Республикасының борыштық сегментінің белсенді дамуы жағдайында бірыңғай және кредиттік тәуекелді бағалаудың ашық құралдарын құруды талап етеді. МҚҰ-ның барлығы бірдей халықаралық рейтинг агенттіктерінен (*S&P, Fitch, Moody's*) кредиттік тәуекел бағасын ала алмайды және ұлттық рейтинг агенттігінің болмауына байланысты стандартталған рейтинг жүйесінің қажеттілігі инвесторлар үшін маңызды болып отыр. Бұл сын-қатерге жауап беру үшін біз микроқаржы ұйымдары мен ломбардтарға кредиттік рейтинг беру үшін өзіміздің скорингтік матрицамызды үнемі жаңғыртып отырамыз. Бұл құрал сандық және сапалық көрсеткіштерді кешенді бағалауға негізделген, бұл банктік емес қаржы ұйымдарының орнықтылығын барынша объективті бағалауға мүмкіндік береді.

Біз өзіміздің скорингтік матрицамызды тұрақты түрде жаңғыртып отырамыз



Бағалау әдістемесі

BCC Invest-тің скорингтік моделіндегі бағалау әдістемесі көбінесе бағаланатын компаниялардың (жалпы бағалаудың 70%) қаржылық өлшемдерінің айналасында құрылады. Бірінші кезекте төлем қабілеттілігіне назар аударылады, өйткені ол ұйымның борыштық міндеттемелерді уақтылы орындау және борыштық жүктеменің қолайлы деңгейін ұстап тұру қабілетін көрсетеді. МҚҰ-ның төлем қабілеттілігінің негізгі кіші факторлары: оның кредиттік портфелінің сапасы және меншікті капиталдың жеткіліктілігі. Талдаудың маңызды бағыты – активтердің кірістілігін бағалауды, сондай-ақ операциялық нәтижелердің тұрақтылығы мен сапасын қамтитын қызметтің тиімділігі. Өтімділікке – компанияның қысқа мерзімді міндеттемелерді жабу үшін ақшалай қаражатты жедел жұмылдыру қабілетіне ерекше көңіл бөлінеді, бұл әсіресе өзгермелі нарықтық конъюнктура жағдайында өте қиын. Бұл көрсеткіштер тек соңғы өзекті деректер негізінде ғана емес, сондай-ақ соңғы үш жыл кезеңінде де ескеріледі, бұл олардың тұрақтылығын бағалауға және түпкілікті бағалауға әсер ететін оң немесе теріс трендтерді анықтауға мүмкіндік береді. Сандық факторлардан басқа сапалық сипаттамалар да есепке алынады (жалпы бағалаудың 30%-ы).

Олар бизнес-модельдің ерекшелігін, компанияның бәсекелестер арасындағы орнын тереңірек түсінуге, кіріс көздерінің құрылымын, сыртқы күйзелістер мен реттеушілік өзгерістерге төзімділікті, сондай-ақ ішкі бақылау жүйелерінің және тәуекел-менеджменттің тиімділігін бағалауға мүмкіндік береді. Осы барлық параметрлердің жиынтығы компанияның ағымдағы жай-күйі мен оның болашағының тұтас көрінісін қалыптастырады.

Рейтинг шкаласы

Скорингтік матрица он деңгейді қамтиды – BCC_ A+ деңгейінен (сенімділіктің жоғары деңгейі) бастап BCC_D деңгейіне (дефолт) дейін. Жоғары санаттар (A +/A/A-) тұрақты ақша ағыны және ең аз тәуекелі бар компанияларға беріледі. Орташа деңгейлер (B +/B/B-) бақылаудың белгілі бір деңгейімен ынтымақтастыққа жол берілетін қалыпты тұрақтылықты көрсетеді. Төменгі санаттар (C +/C/C- / D) едәуір қаржылық проблемалар, дефолттың жоғары ықтималдығы немесе нақты төлем қабілетсіздігі туралы белгі береді. Мұндай сатылау инвесторлар мен кредиторларға борыштық құралдардың эмитенттерімен жұмыс істеу стратегиясын қалыптастыруға мүмкіндік береді. Егжей-тегжейлі скорингтік матрица 3-кестеде көрсетілген.

3-кесте. BCC Invest-тің скорингтік матрицасы

	Тәуекел сипаттамасы	BCC-Invest-тің рейтинг деңгейі	Сандық баға
Инвестициялық деңгей	Ең жоғары сенімділік деңгейі	BCC_A+	10
	Жоғары сенімділік деңгейі	BCC_A	9
	Орташадан жоғары сенімділік деңгейі	BCC_A-	8
	Орташа сенімділік	BCC_B+	7
	Орташадан төмен сенімділік	BCC_B	6
Инвестициялық емес деңгей	Алып-сатарлық санат	BCC_B-	5
	Тәуекелі жоғары	BCC_C+	4
	Тәуекелі өте жоғары	BCC_C	3
	Дефолт ықтималдығы жоғары	BCC_C-	2
	Дефолт	BCC_D	1

Қазақстанның көптеген МҚҰ мен ломбардтарының халықаралық және ішкі рейтингтері болмағандықтан, инвесторлар эмитенттердің деректеріне қатысты шешім қабылдаған кезде тәуекелді бағалауда қиындықтарға тап болады.

Біз инвесторларға инвестициялау барысында эмитенттерді таңдаған кезде шешім қабылдау барысын жеңілдету үшін неғұрлым ірі МҚҰ мен ломбардтарға кредиттік рейтинг бердік (4-кесте). Іріктемеге МҚҰ мен активтер мөлшері бойынша көшбасшы позицияда тұрған ломбардтар кірді.

Бағалау компаниялардың 2025 жылғы бірінші жартыжылдықтағы және 2022-2024 жылдардағы 12 айдағы қаржылық есептерінің, сондай-ақ ашық көздерден алынған деректердің негізінде жүргізілді. Бағалаған сәтте тізімдегі көптеген компаниялардың қолданыстағы

бірнеше облигация шығарылымдары болды. Біз әр компания бойынша ең соңғы облигация шығарылымдарын келтірдік. Мұндай рейтинг жүйесі ұсынылатын кірістілік пен әр эмитентпен байланысты тәуекел деңгейлерінің арақатынасын анық көрсетеді.

4-кесте. Қазақстандық МҚҰ мен ломбардтардың рейтингі

Компания	BCC Invest рейтингі	Соңғы орналастыру мысалдары			
		ISIN	Валюта	Өтеу	Купондық мөлшерлеме
Микроқаржы ұйымдары					
«TAS FINANCE GROUP» МҚҰ» ЖШС	BCC_A	KZ2P00014400	KZT	15.07.2027	21,00%
«R-Finance МҚҰ» ЖШС	BCC_A	KZ2P00014723	KZT	08.08.2027	22,00%
«Арнұр Кредит» МҚҰ» ЖШС	BCC_A	KZ2P00014434	KZT	30.07.2027	20,00%
«КМФ (КМФ)» МҚҰ» АҚ*	BCC_A	KZ2C00013779	KZT	30.05.2026	19,50%
«Тойота Файнаншл Сервисез Қазақстан» МҚҰ» ЖШС	BCC_A-	KZ2P00014442	KZT	28.08.2029	18,40%
«Азия кредиттік қоры» МҚҰ» ЖШС	BCC_A-	KZ2P00014640	KZT	20.02.2027	22,50%
«MyCar Finance» МҚҰ» ЖШС	BCC_A-	KZ2P00011968	KZT	14.11.2026	17,50%
«ОнлайнҚазФинанс» МҚҰ» АҚ	BCC_B+	KZ2C00013274	KZT	20.06.2028	21,65%
«Mogo Kazakhstan (Мого Қазақстан)» МҚҰ» ЖШС	BCC_B+	KZ2P00014590	USD	20.08.2027	11,00%
«ФРИДОМ ФИНАНС Кредит» МҚҰ» ЖШС	BCC_B+	KZ2P00010978**	KZT		
«Робокэш.кз» МҚҰ» ЖШС	BCC_B	KZ2P00010291	USD	15.05.2027	10,00%
«Swiss Capital (Свисс Капитал)» МҚҰ» ЖШС	BCC_B-	KZ2P00011638	USD	25.04.2027	10,50%
Ломбардтар					
«Сейф-Ломбард» ЖШС	BCC_A	KZ2P00014491	KZT	14.02.2027	21,00%
«Birinshi Lombard (Бірінші Ломбард)» ЖШС	BCC_A-	KZ2P00010010	KZT	10.10.2025	24,00%

* 2025 ж. тамыз айынан бастап «КМФ (КМФ)» МҚҰ» АҚ банктік лицензия алып, атауын «КМФ Банк» АҚ етіп өзгертті.

** жеке орналастыру.

Сонымен әзірленген скорингтік матрица бірден бірнеше функцияны орындайды. Бір жағынан, ол – қаржы институттары үшін тәуекелді ішкі талдау және басқару құралы. Екінші жағынан, ол корпоративтік облигациялардың едәуір бөлігі орналастырылатын МҚҰ сегментінде инвесторлар мен Қазақстанның борыштық нарығына қатысушыларды сенімді эмитенттерді таңдауда түсінікті бағдар ретінде қамтамасыз етеді.

Өзінің жүйелілігі мен ашықтығының арқасында бұл әдістеме нарыққа деген сенімді нығайтуға ықпал етеді, тиімсіз инвестициялық шешім қабылдау ықтималдығын төмендетеді және еліміздегі микроқаржы секторын тұрақты дамытудың іргетасын қалайды.



Акция нарығы

- 35 «ҚазАтомӨнеркәсіп» ҰАҚ» АҚ (КАР)
- 36 «Kaspi.kz» АҚ (KSPI)
- 37 «ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ (ҚМГ)
- 38 «KEGOC» АҚ (KEGC)
- 39 «Эйр Астана» АҚ (AIRA)
- 40 Кредиттік тәуелділіктен жинақ моделіне өту: Қазақстан ұзақ мерзімді инвестициялардың «моторын» қалай қосады

«ҚазАтомӨнеркәсіп» ҰАК» АҚ (KAP)

2025 жылғы I жартыжылдықтағы қаржылық нәтиже

KASE тикері: KZAP	Нысаналы баға (12M): 28 083₮	Әлеуеті: +13%
AIX тикері: KAP	*Ағымдағы баға: 24 886₮	Рейтингі: BUY

2025 жылғы қыркүйек айы

«ҚазАтомӨнеркәсіп» ҰАК» АҚ (бұдан әрі – «Топ») 2025 жылғы I жартыжылдықтағы қызметінің операциялық нәтижесін жариялады.

Топтың қаржылық көрсеткіштерінің өзгеруі және WACC өзгеруі салдарынан біз ағымдағы нарықтық бағадан 13%-ға әлеуетті өсіммен бір акцияның құнын 28 083 дейін жаңарттық, ұсыным – «Сатып алу».

2025 жылғы I жартыжылдықтағы шоғырландырылған қаржылық есептіліктің қорытындысы бойынша қаржылық нәтиже:

- 2025 жылдың 6А үшін 2024 жылдың ұқсас кезеңімен салыстырғанда түсімнің 6%-ға төмендеуі негізінен уран өнімін сатуды тоқтатуға және уран сату көлемінің қысқаруына байланысты.
- Уран өндіру көлемі өндірістік жоспардың ұлғаюының арқасында 13%-ға өсті. Бұл ретте «Инкай» БК бойынша нысаналы көрсеткіштің төмендеуі компанияның 2025 жылға арналған өндірістік жоспарына елеулі әсер етпейді деп күтілуде.
- Сату көлемі 2% ж/ж азайды. Сату көлемі тапсырыстардың түсу мерзіміне және жеткізу кестесіне байланысты айтарлықтай ауытқуы мүмкін.
- Бірлескен және қауымдасқан кәсіпорындардан сатып алынған уранды сату көлемі азайғаннан кейін сатудың өзіндік құны 2025 жылғы 6А-да 16%-ға азайды. Мұндай жеткізілімдер төмендеген кезде қорытынды өзіндік құн басым споттық бағаны және қолданылатын дисконттарды негізге ала отырып қалыптасты, бұл да көрсеткіштің азаюына ықпал етті.
- Борыштық жүктеме деңгейі 2025 жылғы 30 маусымдағы жағдай бойынша 192 млрд теңгені құрады, бұл 2024 жылғы көрсеткіштен 28%-ға артық.

Бағалау моделіндегі параметрлерді өзгерту және жаңарту

Үлгіде уранға споттық баға бойынша болжамдар Capital IQ және Bloomberg талдау базаларына сәйкес жаңартылды.

Дисконттау мөлшерлемесі (WACC) нарықтағы өзгерістерге байланысты 15,7%-ға дейін ұлғайды. Сондай-ақ уран өндіру және сату бойынша көлемдер жаңартылып, 2025 жылғы 6А қорытындысы бойынша таза қарыз құны түзетілді.

*ағымдағы баға – шолу жазылған сәттегі баға.

Қаржылық көрсеткіштер

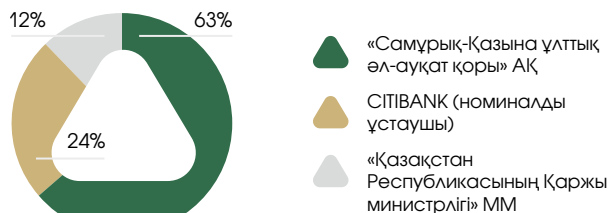
млрд ₮	6А 2025	6А 2024	Өзгеріс (%)
Түсім	660	701	-6%
Өзіндік құн	(374)	(443)	-16%
Жалпы пайда	287	258	+11%
Операциялық пайда	254	227	+12%
Таза пайда	263	573	-54%
Ақша қаражаты және оның баламалары	584	152	+284%

Маржиналдық

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

Дереккөз: Компанияның деректері, BCC Invest есептеуі

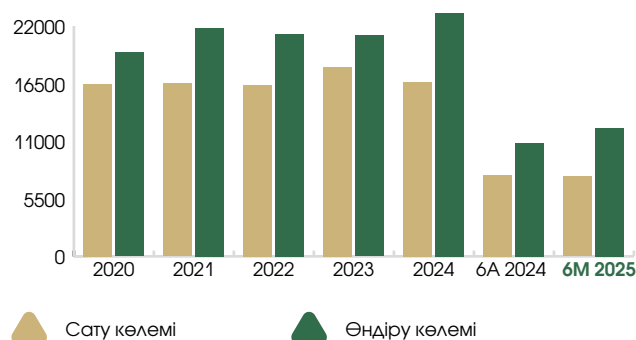
Акционерлер



Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дана)	259 356 608
Нарықтық капиталдандыру (млрд ₮)	6 438
52-апта мин./ макс. (₮)	16 080 – 24 999

Операциялық көрсеткіштер, тонна:



«Kaspi.kz» АҚ (KSPI)

2025 жылғы I жартыжылдықтағы қаржылық нәтиже

KASE тикері: KSPI	Нысаналы баға (12A): 57 922₸	Өлеуеті: +14%
NASDAQ тикері: KSPI	*Ағымдағы баға: 50 651₸	Рейтингі: BUY

2025 жылғы тамыз айы

«Kaspi.kz» АҚ (бұдан әрі – «Компания») 2025 жылғы жартыжылдықтағы қызметінің операциялық нәтижесін жариялады. Нәтижесі ретінде біз ағымдағы нарықтық бағадан 14% ықтимал өсіммен бір акцияның құнын 57 922 деп жаңарттық, ұсыным – «Сатып алу».

Түркияда сатылым көлемі өскен кезде Hepsiburada EBITDA-ның төмендегенін және кредит бойынша қосымша резервтер мен біржолғы шығынның салдарынан таза шығынды тіркеді. Қазақстан нарығында смартфондарға сұраныстың құлдырауы негізгі бәсеңдеу факторына айналды, бұл e-Commerce сегментіндегі GMV динамикасын шектеді. Дегенмен e-Grocery, жарнама және жеткізудің бәсеңді дамуының арқасында Kaspi.kz түсімнің тұрақты өсімін көрсетуді жалғастырды және 2025 жылы таза пайда болжамын шамамен +15% YoY деңгейінде сақтап қалды.

2025 жылғы I жартыжылдықтағы шоғырландырылған қаржылық есептіліктің қорытындысы бойынша қаржылық нәтиже:

Өткен жылмен салыстырғанда түсім 55%-ға ұлғайды. Бұл өсім көбінесе Marketplace кірісінің ұлғаюына байланысты.

Marketplace. 2025 жылғы 6 айда Marketplace бойынша таза пайда мен түсім өткен жылдың осы кезеңімен салыстырғанда 16% және 29%-ға өсті. Жалпы сатылым көлемі 1,4 трлн теңгені (+23% ж/ж) құрады.

Payments. Түсім мен таза пайданың өткен жылмен салыстырғанда 16% және 20% өсуі транзакция санының (TPV) 15% ж/ж ұлғаюына негізделген.

Fintech. Компания Fintech сегментіндегі кірісті 19%-ға ұлғайтты. 2025 жылғы I жартыжылдықта TFV-нің 40%-ы шағын чекті төменгі төуекелді BNPL-кредиттерге тиесілі болды, бұл қаржытех-платформаның негізгі өніміне айналды. Сатушылар мен микробизнеске кредит беру TFV-нің 18%-ын құрады және тұтынушылық заемдардан тезірек өсуді жалғастыруда.

2025 жылғы I жартыжылдықтың қорытындысы бойынша Hepsiburada көрсеткіштердің түрлі бағыттағы динамикасына тап болды. Түсімнің өсуіне қарамастан, EBITDA жылдық көрсеткіште 10%-ға қысқарды, ал таза нәтиже деңгейінде компания 1,1 млрд лирге жуық шығынды көрсетті. Негізгі себептер – кредиттер бойынша резервтердің ұлғаюы және біржолғы шығыстың болуы. Сонымен бірге жеткізуді оңтайландыруды, қаржылық шешімдерді дамытуды және мобильді қосымшаны жетілдіруді қоса алғанда, клиенттік сервисті жақсарту бойынша бәсеңді жұмыс жүргізілуде.

Бағалау моделіндегі параметрлерді өзгерту және жаңарту

Дисконттау мөлшерлемесі (WACC) нарықтағы өзгерістерге байланысты 17,4%-ға дейін ұлғайды. Сондай-ақ 2025 жылғы I жартыжылдықтың қорытындысы бойынша деректер жаңартылып, таза қарыз түзетілді.

*ағымдағы баға – шолу жазылған сәттегі баға

Қаржылық көрсеткіштер

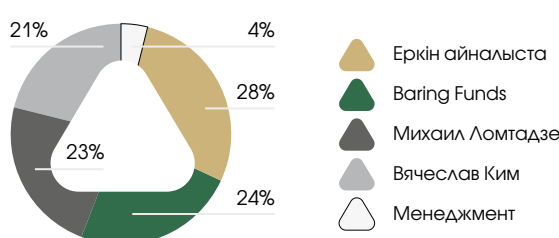
млрд ₸	6A 2025	6A 2024	Өзгеріс (%)
Payments	309	265	+16%
Marketplace	412	319	+29%
Fintech	714	598	+19%
Операциялық шығыс	(1 160)	(587)	+98%
Таза пайда	513	466	+10%
Ақша қаражаты және оның баламалары	1 078	619	+74%

Маржиналдық

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

Дереккөз: Компанияның деректері, BCC Invest есептеуі

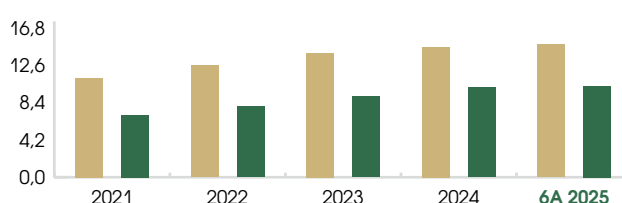
Акционерлер



Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дана)	216 742 000
Еркін айналыста (%)	34%
Нарықтық капиталдандыру (млрд ₸)	9 541
52-апта мин./ макс. (₸)	43 001– 63 619

Компанияның операциялық көрсеткіштері, млн



- Қосымшаны бәсеңді пайдаланушылар, ай сайын
- Қосымшаны бәсеңді пайдаланушылар, орташа бір күнгі

«ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ (ҚМГ)

2025 жылғы 6 айдағы қаржылық нәтиже

KASE тикері: KMGZ	Нысаналы баға (12A): 19 397 ₸	Әлеуеті: -2,8%
AIX тикері: KMG	*Ағымдағы баға: 19 946 ₸	Рейтингі: HOLD

2025 жылғы қыркүйек айы

21 тамызда ҚазМұнайГаз компаниясының (бұдан әрі – «Компания») 2025 жылғы 6А қорытындысы бойынша қаржылық есептілігі жарияланды, ол 2024 жылғы 6 аймен салыстырғанда таза пайда бөлігінде нашарлаған кезде операциялық және қаржылық көрсеткіштер.

2025 жылғы 6 айдың қорытындысы бойынша қаржылық және операциялық нәтиже:

Көрсеткіштер	6А 2025	6А 2024	Өзгерістер (%)
Brent маркалы мұнай	70,2\$/ барр.	83,5\$/ барр.	-15,9%
Орташа бағым	512,08₸/ \$	449,00₸/ \$	+14,0%

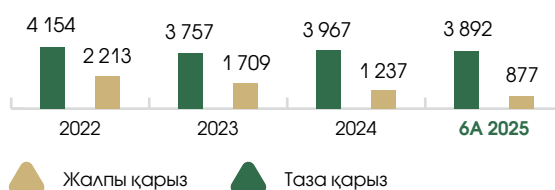
Нәтижесі ретінде біз бір акцияның құнын 19 397 деп бағаладық, ұсыным – «Ұстау».

- 2024 жылғы 6А салыстырғанда сатып алушылармен жасалған шарттар бойынша түсім мұнай, тасымалдау көлемі азайған кезде, мұнай мен газ өндіру көлемінің ұлғаю аясында 6,2%-ға өсті.
- Таза пайда өндірістік шығыстың өсуі және теріс бағамдық айырманың аясында 2,9%-ға төмендеді.
- 2025 жылғы I жартыжылдықта ҚМГ мұнай және газ конденсатын өндіру көлемі 13 043 мың тоннаны құрады, бұл өткен жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда 8,8%-ға жоғары. Газ өндіру көлемі 5 726 млн м³ (+18,3%) жетті. Көрсеткіштердің өсуі болашақ кеңейту жобасы аясында үшінші буын зауытын іске қосу есебінен Теңіз кен орнында өндірудің ұлғаюына, сондай-ақ Қарашығанақта тұрақты өндіруге байланысты.
- Мұнай тасымалдаудың жалпы көлемі (магистральды және теңіз) 41 616 мың тоннаны құрады, бұл 2024 ж. I жартыжылдыққа қарағанда 0,3%-ға төмен. Азаю «Тараз» және «Лива» танкерлерін жаңғыртуға шығарудан және ашық теңіздердегі Афрамекс партияларын қысқартудан теңіз тасымалының азаюына байланысты, ал құбырлар арқылы тасымалдау Теңізден КҚК жүйесіне мұнай өткізуді ұлғайту және МӨЗ-ге жеткізу есебінен өсті.
- Мұнай мен конденсат сату көлемі 13 021 мың тоннаны (+7,4%) құрады, оның 66,2% экспорт, ал 4 404 мың т ішкі нарықта (2 742 мың т АМӨЗ, ПМХЗ және ПКӨП қоса).
- МӨЗ-де көмірсутектерді өңдеу 16,5% -ға, 10 375 мың тоннаға дейін өсті. Қазақстандық МӨЗ 7 405 мың тоннаны (+5,0%), румындық (Petromidia и Vega) 2 969 мың тоннаны (+60,7%) қамтамасыз етті
- Мұнай өнімдерін өндіру 16,9%-ға ұлғайып, 9 685 мың тоннаға жетті, оның ішінде бензин – 3 023 мың тонна (+22,4%), дизель – 3 690 мың тонна (+22,6%).
- ҚР-да мұнай өнімдерін өткізу 2 671 мың тоннаны (+14,8%) құрады. Экспорт 26,9%-ға, 269 мың тоннаға дейін (негізінен өзге де өнімдерді сатуды қысқарту есебінен) төмендеді.
- KPI зауытында полипропилен өндірісінің көлемі 106,8 мың тоннаны (+62,9%), ал өткізу көлемі - 100,4 мың тоннаны (+63,2%) құрады. Ішкі нарықтағы сату екі еседен де көп, 9,5 мың тоннаға дейін өсті, ал экспорт 91 мың тоннаға дейін ұлғайды, негізгі бағыттары Түркия мен Еуропа елдері болды.

Қаржылық көрсеткіштер

млрд ₸	6А 2025	6А 2024	Өзгеріс (%)
Сатып алушылармен жасалған шарттар бойынша түсім	4 500	4 239	+6,2%
Таза пайда	534	550	-2,9%
EBITDA көрсеткіші	796	727	+9,5%
Күрделі шығын	259	282	-8,2%

Қарыз бойынша динамика, млрд ₸



Маржиналдық

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

Дереккөз: Компания деректері, BCC Invest есептеуі

Акционерлер

«Самұрық-Қазына»	
ұлттық әл-ауқат қоры» АҚ	67,83%
«ҚР Қаржы министрлігі» ММ	20,00%
ҚР Ұлттық Банкі	9,58%
Еркін айналыста	2,59%

Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дана)	610 119 493
Еркін айналыста (%)	2,59%
Нарықтық капиталдандыру (млрд ₸)	12 229,8
52-апта мин./ макс. (₸)	11 490 – 21 000

Мұнай мен газ конденсатын өндіру (ҚМГ үлесіне), мың тонна



*ағымдағы баға – шолу жазылған сәттегі баға

«KEGOC» АҚ (KEGC)

Едәуір пайданың салдары ретінде дивиденд төлемінің өсуі: 2025 жылғы I жартыжылдықтағы қаржылық нәтиже

KASE тикері: KEGC	Нысаналы баға (12A): 1 778 ₸	Өлеуеті: +22,9%
AIX тикері: KEGC	*Ағымдағы баға: 1 447 ₸	Рейтингі: BUY

2025 жылғы қыркүйек айы

«KEGOC» АҚ (бұдан әрі – «Компания») 2025 жылғы I жартыжылдықтағы қызметінің операциялық нәтижесін жариялады.

Есептік кезеңдегі компанияның операциялық көрсеткіштері кейбір бағыттар бойынша түсімнің орташа өсуімен сипатталады. Нәтижесі ретінде біз бір акцияның құнын 1 778 ₸ деңгейінде сақтап қалдық, ағымдағы нарықтық бағадан 22,9%-ға ықтимал өседі, ұсыным – «Сатып алу».

2025 жылғы I жартыжылдықтағы қаржылық есептіліктің қорытындысы:

- Түсім 183 млрд теңгеге жетті, бұл өткен жылмен салыстырғанда 25 млрд теңгеге жоғары. Шамалы 16%-ға өсу ағындардың мемлекетаралық сальдосын өтеу мақсатында электр энергиясын сатудан түсетін кірістің 89%-ға өсуіне, электр энергиясын беру қызметінен түсетін кірістің 18%-ға ұлғаюына, сондай-ақ ҰЭЖ пайдалану қызметінен түсетін түсімнің 14%-ға өсуіне негізделген.
- Өткізілген өнімнің өзіндік құны өткен жылмен салыстырғанда 24%-ға өсті. ҚР ТЭН-де теңгерімдеуші электр энергиясын сатып алуға кеткен шығын 99%, сондай-ақ 43%-ға өскен электр энергиясының технологиялық шығыны Өсімге негізгі үлес қосты. Бұл ретте ағындардың мемлекетаралық сальдосын өтеу мақсатында электр энергиясын сатып алу бойынша шығыс 8%-ға қысқарды.
- Шығыстың өсу қарқыны түсімнің өсуін басып озғандықтан, таза пайда қысқарды. Негізгі қысымды теңгерімдеуші электр энергиясын сатып алуға, технологиялық ысырапқа, амортизацияға және еңбекақы төлеу қорына кеткен шығыс көрсетті. Нәтижесінде қосымша түсім шығынның ұлғаюымен толығымен нивелирленді.
- 2025 жылғы I жартыжылдықта борыштық жүктеме деңгейі 163 млрд теңгені құрап, жыл басынан бері 1%-ға артты.
- Компания қомақты дивиденд төлемдерімен ерекшеленеді, бұл оның инвесторлар үшін тартымдылығын арттырады.

«KEGOC» АҚ-тың бір акциясының құнын бағалау

Жоғарыда көрсетілген нәтижені, дивиденд бойынша тарихи тұрақты төлемдерді назарға ала отырып, біз бір жай акцияның құнын 1 778 теңге деңгейінде **сақтап қалдық**, ұсыным – «Сатып алу».

Қаржылық көрсеткіштер

млрд ₸	6А 2025	6А 2024	Өзгеріс (%)
Түсім	183	158	+16%
Өзіндік құн	(132)	(106)	+24%
Жалпы пайда	51	52	-1%
Операциялық пайда	45	46	-1%
Таза пайда	34	35	-2%
Ақша қаражаты және оның баламалары	42	62	-0,3%

Маржиналдық

	6А 2025	6А 2024
ROA	5%	6%
ROE	8%	8%

Дерекз: Компанияның деректері, BCC Invest есептеуі

Акционерлер



Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дана)	275 294 118
Еркін айналыста (%)	15
Нарықтық капиталдандыру (млрд ₸)	399
52-апта мин./ макс. (₸)	1 415 – 1 534

Компанияның дивиденді



*ағымдағы баға – шолу жазылған сәттегі баға

«Эйр Астана» АҚ (AIRA)

2025 жылғы I жартыжылдықтағы қаржылық нәтиже

KASE тикері: AIRA	Нысаналы баға (12A): 853₸	Өлеуеті: +13,9%
AIX тикері: AIRA.Y	*Ағымдағы баға: 749₸	Рейтингі: BUY

2025 жылғы тамыз айы

5 тамыз күні «Эйр Астана» АҚ (бұдан әрі – «Компания») 2025 жылғы 30 маусымда аяқталған 6 айдағы қызметінің қаржылық және операциялық нәтижесін жариялады.

Біздің ойымызша, есеп позитивті болып шықты. «Эйр Астана» үшін маусымдық күшті екінші тоқсан Компанияның тоқсандық түсімінің 28%-ға өсуімен расталды. Air Astana мен Fly Arystan брендтерінің түсімі өткен жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда сәйкесінше 29%-ға және 32%-ға өсті.

Біз бір акцияның құнын 853 деп бағаладық, ұсыным – «Сатып алу».

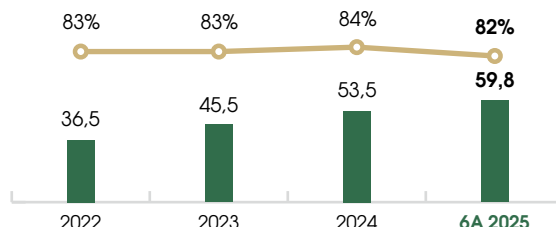
2025 жылғы бірінші жартыжылдықтағы қаржылық есептіліктің қорытындысы:

- Air Astana мен Fly Arystan брендтерінің түсімі өткен жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда сәйкесінше 29%-ға және 32%-ға өсті. Түсімнің негізгі өсімі 2024 жылдың ұқсас кезеңімен салыстырғанда жолаушылар тасымалынан түсетін кірістің 27%-ға ұлғаюына байланысты. Топтың жолаушылары санының 11,6%-ға – 4,5 млн адамға дейін өсуі тағы жаңа бес бағыттың қосылуымен сүйемелденді, нәтижесінде жалпы бағыт саны 20-ға жетті.
- 2025 жылғы маусым айының соңындағы жағдай бойынша «Эйр Астана» 61 флотты пайдаланды, бұл өткен жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда 4-ке көп. Компанияның жоспары бойынша 2025 жылдың соңына қарай флот 63 ұшақты құрауы мүмкін. Сондай-ақ 2029 жылға қарай флотты 84 ұшаққа дейін ұлғайту жоспарланып отыр.
- Топтың ASK (Available Seat Kilometers) өткізу қабілетінің коэффициенті 2025 жылғы I жартыжылдықта 17,8% ж/ж өсті: ішкі бағыттарда 9,3%-ға және халықаралық бағыттарда 25,2%-ға өсті. Бұл ретте тасымал сыйымдылықтары өсімінің 76%-ы халықаралық маршруттық желіге тиесілі болды. Халықаралық тасымал сыйымдылығының ең көп өсуі Қытай мен Қиыр Шығысқа ұшатын бағыттарда (+115%) тіркелді.
- Операциялық пайда 2025 жылдың 6 айында 23,2 млрд теңгені құрап, 2024 жылдың осы кезеңінен 54%-ға жоғары болды, операциялық маржа 21%-ға ұлғайып, 7%-ды құрады. Компания флотты оңтайландыру, отын шығынын оңтайландыру және жер үстінде қызмет көрсетуге және ілеспе қызметтерге шоғырланған «Air Astana Terminal Services» еншілес компаниясын құру есебінен шығысты оңтайландыру бойынша жұмысты жалғастыруда.
- 2025 жылғы 6 айда таза пайда 146%-ға артып, 2024 жылдың осы кезеңімен салыстырғанда 5,39 млрд теңгені құрады. Сондай-ақ компанияда ақша массасының 276 млрд теңгеге дейін өскені байқалады, бұл – рекордтық көрсеткіш. Компанияның таза қарызы флотты ұлғайту есебінен жалдау міндеттемелерін ұлғайту есебінен 244 млрд теңгеге дейін немесе 39% ж/ж ұлғайды.

Қаржылық көрсеткіштер

млрд ₸	6A 2025	6A 2024	Өзгеріс (%)
Түсім	337	264	+28%
Операциялық шығыс	(314)	(249)	+26%
Операциялық пайда	23	15	+54%
Таза пайда	5	2	+146%
Ақша қаражаты және оның баламалары	276	197	+40%

Көрсеткіштер



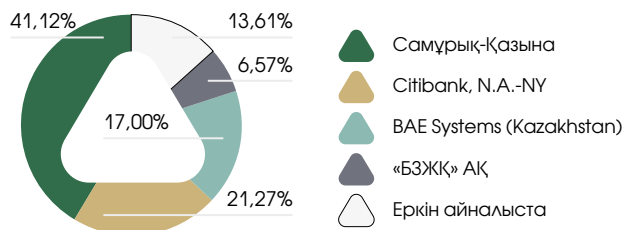
- Өлеу кемелерінің орташа саны
- Өлеу кемелерін жүктеу коэффициенті

Маржиналдық

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

Дереккөз: Компанияның деректері, BCC Invest есептеуі

Акционерлер



Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дана)	355 517 473
Еркін айналыста (%)	13,6
Нарықтық капиталдандыру (млрд ₸)	270,2
52-апта мин./ макс.(₸)	695 – 860,05

*шолу жазылған сәттегі баға

Кредиттік тәуелділіктен жинақ моделіне өту: Қазақстан ұзақмерзімді инвестициялардың «моторын» қалай қосады



Алуа Есбол, бас талдаушы

Қысқаша ғана

Проблема: ҚР-да кредит алу деңгейінің жоғары болуы және инвестициялаушы үй шаруашылықтарының төмен үлесі. Инвестицияларға/инвестициялық банктерге деген сенім төмен.

Идея: үй шаруашылықтарының назарын «қарызға тұтынудан» «жинауға және инвестициялауға», ең алдымен ұжымдық қорлар (ИПК) арқылы – «шағын чектен» түсінікті әрі реттелетін құралға аудару.

Әлемдік тәжірибе: АҚШ салық бойынша ынталандыруларды, 401(k)/IRA зейнетақы жоспарларын үйлестіру және ашық реттеу арқылы жаппай инвестициялауға қол жеткізді. Бүгінгі таңда америкалық үй шаруашылықтарының жартысына жуығы қорларға иелік етеді, ал қорлар – акция нарығына отбасылардың қатысуының басты арналарының бірі.

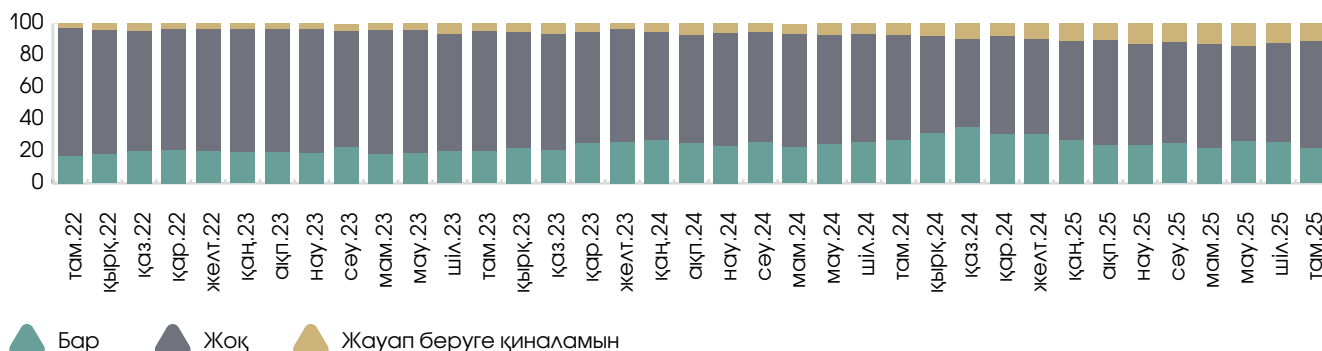
Неге «Жинақтау моделі» – жай ғана «үнемдеуге кеңес» емес, макроорнықтылық?

Үй шаруашылықтары кредиттен кредитке дейін тіршілік ететін экономика мөлшерлемелің көтерілуінен бастап валюта бағамының ауытқуына дейін – кез келген күйзеліске берілгіш. Жинақ моделі балама модель болып табылады, онда кірістің бір бөлігі үнемі жиналып, пайдаланылмаған күйінде қалмай, қаржы активтеріне айналады. Мұндай көшу кейбір отбасылардың әл-ауқатына ғана емес, ЖІӨ динамикасына да әсер етеді: жинақ ақша инвестицияға айналады, экономика сұраныс пен капиталдың тұрақты көзін алады.

Бұл логиканы макро деңгейде Вена халықаралық экономикалық зерттеулер институтының зерттеуі сипаттайды. Онда шығарылым көлемі тұтынушылық емес шығыстың жиынтығына – жеке инвестицияларға, бюджеттік теңгерімге және таза экспортқа, сондай-ақ жеке жинақ коэффициентіне байланысты екені көрсетілген.

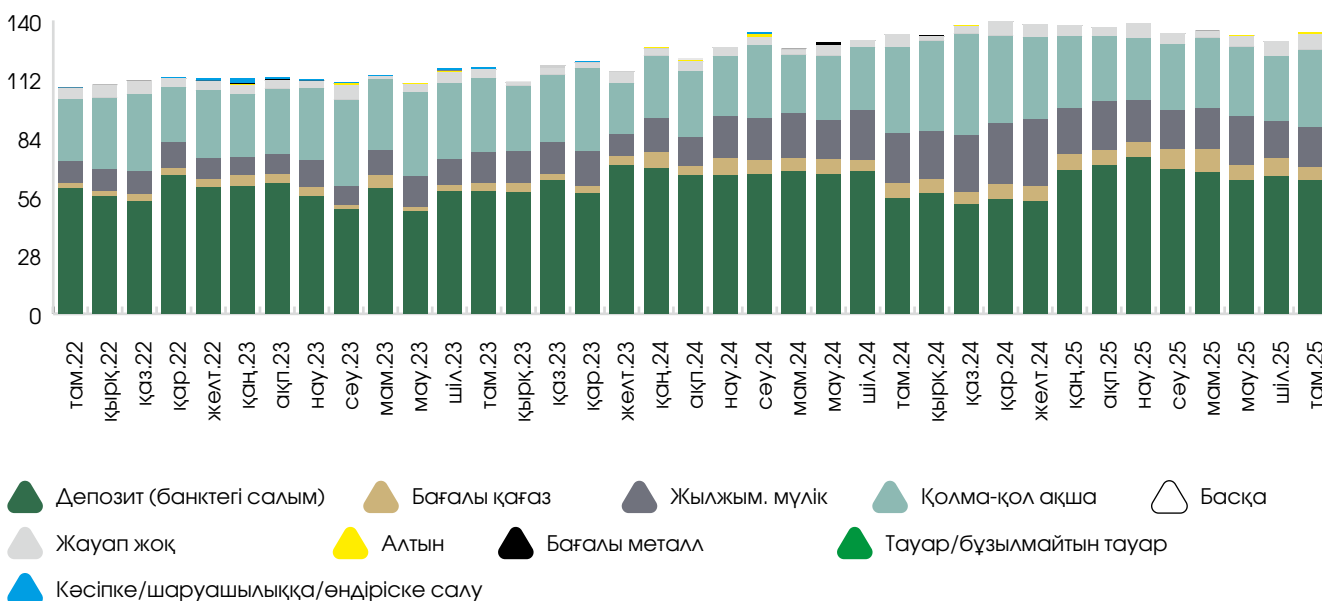
ҚР ҰБ деректері нені көрсетеді?

24-сурет. Жеке жинақ ақша және ақша жинақтары



Дереккөз: ҚР ҰБ

25-сурет. Жеке жинақтарды сақтау тәсілдерін бөлу



Дереккөз: ҚР ҰБ

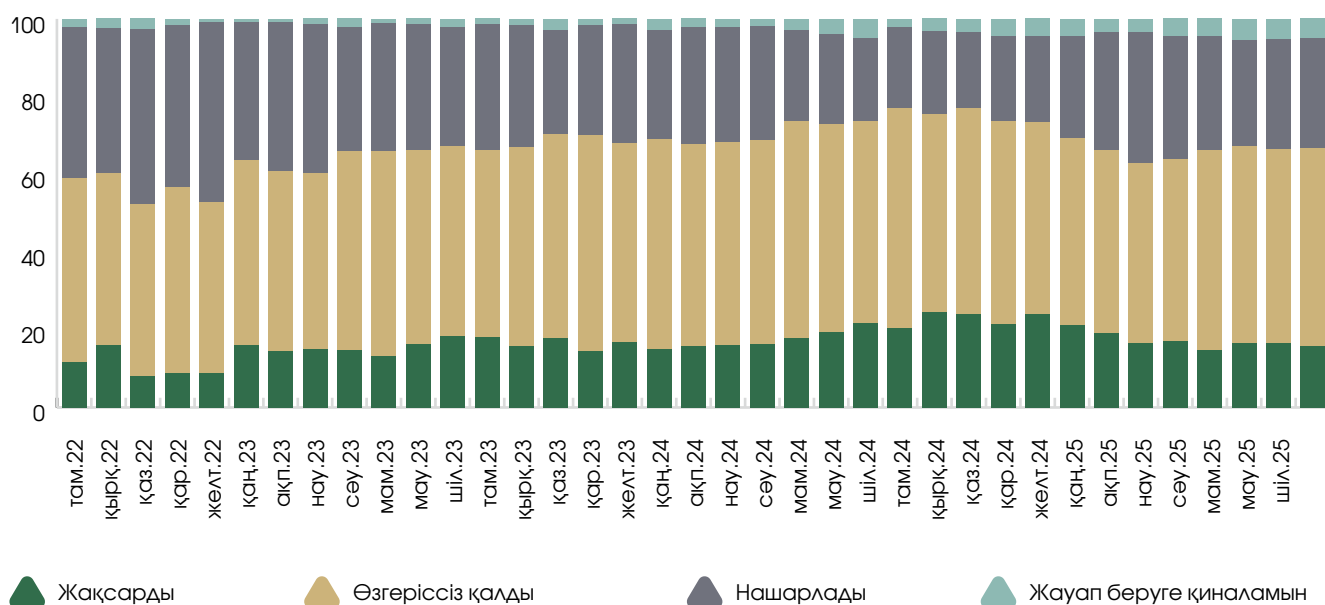
Егер жинауға бейімділік артса, онда басқа тең жағдайларда шығару қарқыны баяулайды; егер төмендесе – жеделдетіледі. Авторлар жинақ парадоксын бөлек атап өтеді: инвестицияға айнамайтын жинақ бір мезгілде экономиканы баяулатуы мүмкін. Сондықтан тұтыну көлемін қысқарту емес, жинақ ақшаны салымға айналдыру арнасы негізгі фактор болып табылады.

Біз үшін бұл маңызды көпір: арттыруға жұмыс істеу үшін жинақ инвестиция болуға тиіс – мұнда ИПҚ инфрақұрылымы орынды.

Ұлттық Банктің мәліметінше, Қазақстандағы көрініс өзiрге «инвестициялық нормадан» алыстау. 2025 жылдың қаңтар-тамыз айларында сауалнамаға қатысқандардың кезең басында 27%-ының, тамызда 21,8%-ының жинақтары болды; жинақтары жоқ адамдар 59,8-69,4%-ды, ал тамыз айында 67,2%-ды құрады (24-сурет).

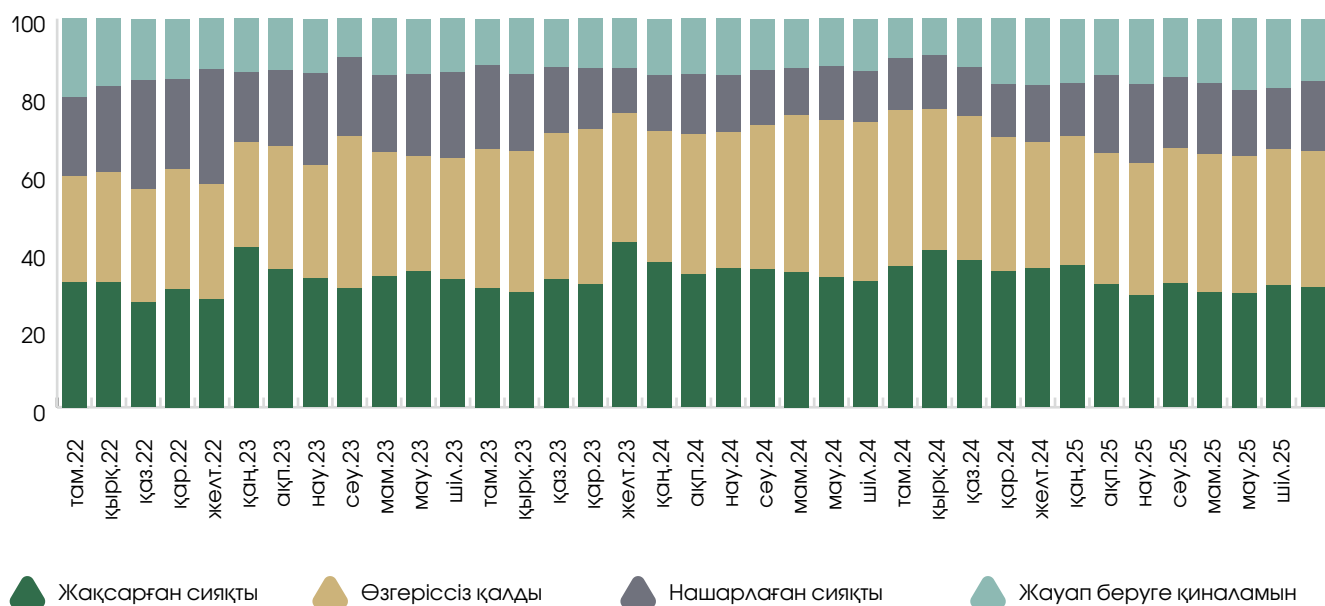
Жинақтары бар адамдардың арасында банктік депозиттер мен қолма-қол ақша басым болды: депозиттер үлесі 63,5-тен 74,5%-ға дейін, «кәште» сақтау үлесі 29,6-дан 37,2%-ға дейін ауытқыды. Бағалы қағаздарға инвестициялар тауашалы күйінде қалып отыр – жинаған ақшасы барлардың арасында 6,4%-дан 11,2%-ға дейін (25-сурет).

26-сурет. Соңғы 12 айдағы отбасының материалдық жағдайының динамикасы



Дереккөз: КР ҰБ

27-сурет. Жақын арадағы 12 айда отбасының материалдық жағдайындағы күтілетін өзгерістер



Дереккөз: КР ҰБ

2025 жылғы тамыз айында соңғы 12 айда материалдық жағдайының өзгергені туралы сұраққа 15,7% «жақсарған сияқты», 51,2% – «өзгеріссіз қалды», 28,2% – «Нашарлаған сияқты» деп жауап берді. Келесі жылға болжам оптимистік: 30,8% жақсаруды, 35,3% тұрақтылықты, 17,9% нашарлауды күтеді. Осы цифрлар екі нәрсені

түсіндіреді: отбасылардың басым бөлігінің «қауіпсіздік жастығы» жоқ, ал жинайтындар көбінесе депозиттерде және қолма-қол ақшамен ақшаны «бұғаттап тастайды» – активтері бар, бірақ олар инфляцияға қарсы жұмыс істемейді және капитал нарығына «көпір» жасамайды.

АҚШ инвестициялауды қалай «қалыпты жағдай» етті

Көптеген үй шаруашылықтарын жүйелі түрде инвестициялау жолына қалай шығару керектігін түсіну үшін ұжымдық инвестиция қорлары күнделікті қаржы құралына айналған ел – АҚШ-қа бой түзеген пайдалы.

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

Америкалықтардың инвестициялауға жаппай қатысуы тәуекелге деген сүйіспеншілікпен емес, ынталандыру мен институттардың қалай құрылғанымен түсіндіріледі.

Біріншіден, 401 (k) және IRA зейнетақы және жинақтау жоспарлары, олар 1980 жылдардан бастап жалақының бір бөлігін өзара қорларға жібереді және мұны автоматты түрде жасайды:

- жарна payroll-дан шегеріледі, жиі жұмыс берушіні қоса қаржыландыру арқылы;
- инвестициялық кіріске салынатын салық және капиталдың өсімі қаражат шығарылған сәтке дейін көйінге қалдырылады.

Мұндай дизайн басты өзін ұстау проблемасын – ай сайын инвестициялық шешім қабылдау қажеттігін жояды.

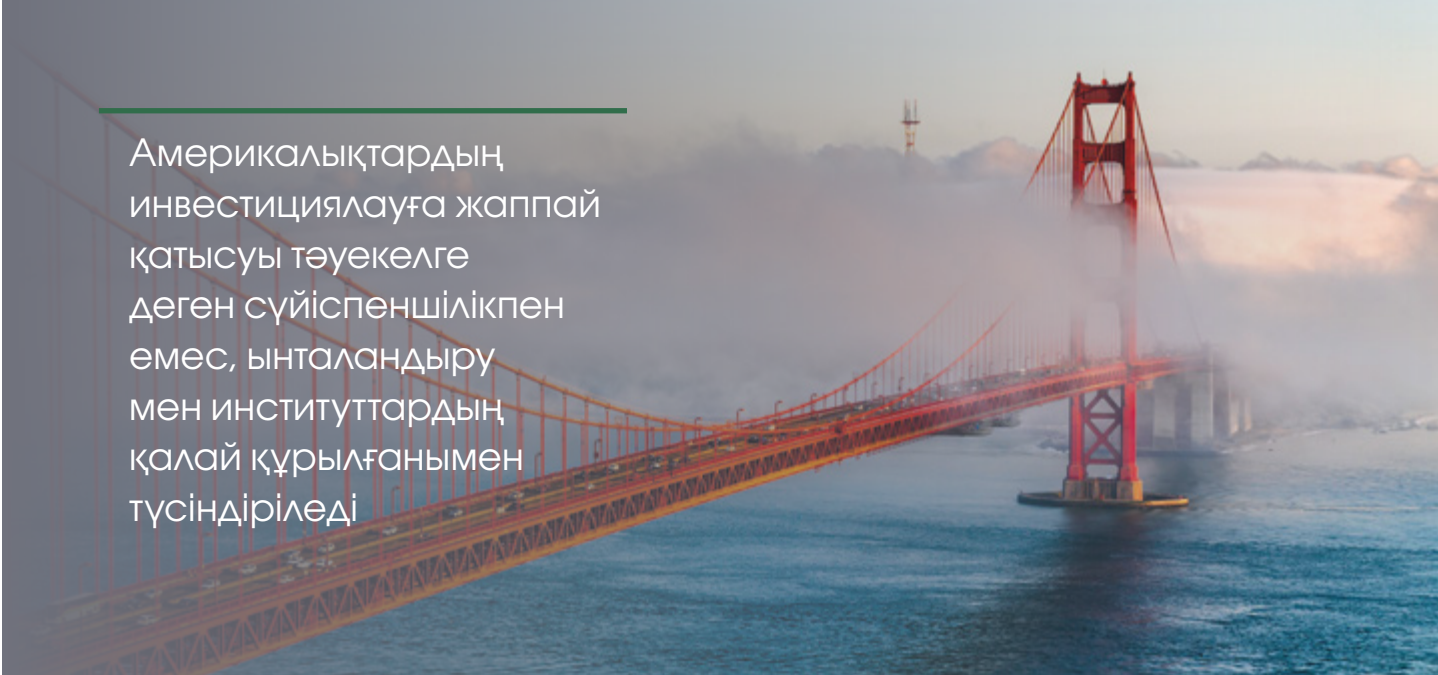
Екіншіден, реттеу сенім базасын жасап, транзакциялық кедергілерді жойды. Индустрия

Investment Company Act of 1940 аясында өмір сүріп жатыр, ол мүдделер қақтығысын азайтып, қорлардың жұмысын реттейді, ал 1996 жылы қабылданған Бағалы қағаздар нарығын жақсарту туралы ұлттық заң (NSMIA) федералдық және штаттық қадағалауды үйлестіріп, covered securities мәртебесін таратты, сөйтіп бүкіл елдегі банктер мен брокерлік желілер арқылы пайларды таратуды жеңілдетті.

Үшіншіден, рейтинг, салыстырмалы есептер, қорлардың көрнекі карточкалары және индустрия мен медианарықтан шексіз микробілім беру күн тәртібі рөл атқарды. Қорларға ақша ағыны туралы эмпирикалық жұмыстар инвесторлардың жақын арадағы кірістілікке, беделге, сатып алудың ыңғайлы болуына, сату арнасының сапасына назар аударатынын көрсетеді.

Нәтижесінде үй шаруашылықтарының қатысуы қалыпты жағдайға айналды. Инвестициялық компаниялар институтының жыл сайынғы Fast Book сай 2023 жылы қорларға 68,7 миллион америкалық үй шаруашылығындағы (елдегі барлық отбасылардың жартысынан сәл ғана көбі) 116 миллион адам ие болды. Қорлар ең алдымен ұзақмерзімді мақсаттар: зейнетақы, білім беру, ірі зат сатып алу үшін пайдаланылады.

Fast Book жеке тарауы үй шаруашылықтарының 54%-ға жуығы өзара қорлардың немесе басқа да тіркелген инвестициялық компаниялардың (ETF және жабық қорларды қоса алғанда) үлестеріне ие екенін атап өтеді.



Америкалықтардың инвестициялауға жаппай қатысуы тәуекелге деген сүйіспеншілікпен емес, ынталандыру мен институттардың қалай құрылғанымен түсіндіріледі

Қорлар нақты нені уәде етпейді және іс жүзінде не береді

Қарыздарға бір мезгілде кіріс, мөлшерлеме, кредиттің қолжетімді болуы, демография, тұрғын үйге өңірлік бағалар және ондаған өзін ұстау факторлары. Бірақ тұрақты әрі тексерілетін эмпирикалық екі нәрсе бар:

- Қорлар, әсіресе зейнетақы және жинақтау жоспарлары арқылы отбасы теңгеріміндегі қаржы активтерінің үлесін ұлғайтты, сөйтіп қолма-қол ақшамен емес, белсенді нысандағы жинақ ақшаға арналған кеңістікті кеңейтті.
- Дәл осы қорлар арқылы миллиондаған үй шаруашылығы капитал нарығына төмен шекті қолжетімділікке ие болды. Олар адамдардан алыпсатар жасамайды, бірақ тұрақты аударымдарды ертарандандырылған ұзақмерзімді портфельдерге айналдырады, бұл тұтыну кредиттерінің есебінен қаражаттың уақытша жетіспеушілігін жабу қажеттілігін азайтады.

Қазақстандық цифрлармен салыстыру айырмашылықты айқындайды. Егер америкалық отбасылар үшін қорларға қатысу жинақтаудың әдеттегі тәсіліне айналса, Қазақстанда негізгі құралдар депозиттер мен қолма-қол ақша болып қала береді және отбасылардың едәуір бөлігінің жинаған ақшасы жоқтың қасы.

Бұл моральдық бағалау мәселесі емес, ынталандыру мен арналар қалай жұмыс істейтінінің нәтижесі. Адамдардың жалақысының бір бөлігін қарапайым әрі түсінікті қорларға ауыстырудың автоматты тетігі болмаса, ашудың бірыңғай стандарты болмаса, ал жария салада инвестициялар жылдам табыспен не болмаса институттарға сенімсіздікпен жиі байланыста болса, ұтымды таңдау сауалнама көрсеткендей көрінеді: депозит, қолма-қол ақша, инвестициялау туралы шешімді кейінге қалдырылу.

Автопилоттағы әлем

Сингапур CPF жүйесіне міндетті аударымдар есебінен тәртіпке қол жеткізді, содан кейін осы қаражаттың бір бөлігін CPF Investment Scheme арқылы инвестицияға бағыттауға мүмкіндік берді. Міндетті жинақ ақша айналысты ұзақмерзімді портфельдерге айналды және халықты қолма-қол ақшамен емес, қаржы активтері арқылы жинақтауға үйретті.

Ұлыбритания жұмыскерлерді корпоративтік зейнетақыға автоқосу арқылы жеке жинақтарды қайта бастады. Қатысу өте жоғары деңгейге дейін өсті, өйткені «қалыпты» кез келген үгіттеуден күштірек болып шықты, ал жарна жай нысаналы портфельдері бар пай стратегияларына бағытталады.

Дәл осы қорлар арқылы миллиондаған үй шаруашылығы капитал нарығына төмен шекті қолжетімділікке ие болды



Түркия BES жүйесіндегі жарналарға мемлекеттік қосымша төлем ретінде тікелей ынталандыруды автоқосылуға қосты, бұл қатысушылардың базасы мен ұзақмерзімді жинақ көлемін тез ұлғайтты.

Польша РРК арқылы дәл сол жолмен жүрді – автоматты түрде қосылу, жұмыс беруші мен мемлекеттің қоса қаржыландыруы және өтеу күні көрсетілген мақсатты қорларға салымдар.

Үндістан SIP форматын танымал етті – банктер мен қаржытех-платформалар арқылы өзара қорларға шағын, бірақ жүйелі түрде салынатын жарналар. Бұл ақшаны дәстүрлі түрде қолма-қол ақшамен сақтау әдеті күшті елде тиімді болып шықты, өйткені SIP ай сайын шешім қабылдау қажеттілігін жояды және жинақтау процесін ретке келтіреді.

Қазақстан дәл қазір не істеуі керек?

Қазақстанда жинақтау моделін дамыту үшін айтарлықтай алғышарттар бар. Біріншіден, инвестициялық пай қорлары (ашық, интервалдық) салық салудан босатылған. Екіншіден, мысалы, BCC Invest-тегі сияқты салымдардың автоматты жүйесі бар. Жұмыс беруші жұмыскердің өтініші бойынша жалақының бір бөлігін таңдалған ИПҚ-ға аударып алады. Мұндай тетік кіргенде кездесетін кедергіні азайтады және инвестордың тарапынан қосымша күш салмай, ақша жинауды жүйелі процеске айналдырады. Келесі қадам – қаржылық сауаттылықтың ауқымды бағдарламаларын көбейту және қолданыстағы мүмкіндіктер туралы хабардар ету. Халықтың ИПҚ – бұл ұзақмерзімді мақсатты айқындауға мүмкіндік беретін төмен шекті, ертараптандырылған және реттелетін құрал екенін түсінуі маңызды.

BCC Invest не ұсына алады?

Инвестициялық пай қорлары (ИПҚ) – бұл жаппай инвестор үшін қолайлы «алғашқы қадам» және кәсіпқойдың портфеліндегі сенімді құрал.

- кіру шегі төмен – аз сомадан бастауға болады,
- тәуекелді тазайтатын дайын ертараптандырылған портфель,
- кәсіби тұрғыда басқару және талдаушылардың сараптамасы,
- жүйелі және ашық есептілік,
- активтерді іріктеуге және талдауда жұмсалатын уақытты үнемдеу,
- түрлі стратегияларда капиталды икемді бөлу мүмкіндігі.

 BCC Invest-тің әр қоры туралы bcc-invest.kz/ipif сайтында немесе QR-код бойынша толығырақ біле аласыздар.



Инвестициялық пай қорлары (ИПҚ) – бұл жаппай инвестор үшін қолайлы «алғашқы қадам»



Руслан Зерилов, BCC Invest компаниясының басқарушы директоры

Деректер көрсеткендей, жинаған ақшасы бар бағалы қағаздарға инвестициялаушылардың үлесі жекелеген пайыз деңгейінде сақталған жағдайда, дәл осындай қорлар депозиттер мен қолма-қол ақшадан инвестициялауға «көпір» бола алады. Біз BCC Invest компаниясының басқарушы директоры Руслан Зериловпен оның активтерді қалай басқаратыны туралы әңгіме ербіттік.

2025 жылдың бірінші жартысында қорларыңыз қандай кірістілік көрсетті және осы нәтижеге жетуге не көмектесті?

2025 жылдың бірінші жартысында «BCC Invest» АҚ басқаратын қорлар оң динамика көрсетті. 01.09.2025 ж. жағдай бойынша соңғы 12 айдағы инвестициялық пай қорларымыз бойынша кірістілік былай болды:

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

Инвестициялық портфельді қалыптастыру және кірістілікті уақтылы белгілеу бойынша бұрын қабылданған стратегиялық шешімдердің арқасында нәтижелерге қол жеткізілді. Кірістілігі тіркелген құралдар басқарудың негізін құрады, бұл тәуекел деңгейін төмендетуге және көрсеткіштердің тұрақтылығын қамтамасыз етуге мүмкіндік берді.

Белсенді басқару стилін қолдану нарықтық конъюнктураның өзгеруіне жедел ден қоюға және салымдардың тиімділігін арттыру үшін тактикалық мүмкіндіктерді пайдалануға мүмкіндік берді. Сонымен, консервативтік базаның және кірістілік пен тәуекелдің оңтайлы арақатынасына қол жеткізуге бағытталған белсенді басқарушылық тәсілді ұштастыру есебінен табысқа қол жеткізілді.

Нарықтың ауытқуы мен мөлшерлемелердің өзгеруіне жауап ретінде портфельді басқару стратегиясы өзгерді ме?

Біз әр қордың бұрын белгіленген стратегиясы мен принциптерін ұстанғанбыз, алайда активтерді басқарудың белсенді процесі нарықтық конъюнктураның құбылмалылығын негізге ала отырып, үздіксіз түзетулер енгізуді болжайды. Біз активтерді серпінді қайта бөлуге баса назар аудардық, монетарлық саясаттың жұмсаруын күту жағдайында неғұрлым жоғары дүрариялық сегменттегі облигациялардың үлесін ұлғайттық, алайда пайыздық мөлшерлемелердің өзгеруіне сезімталдықты да ескердік.

Қандай активтер өткен кезеңде кірістіліктің негізгі драйвері болды?

Кірістің негізгі бөлігі халықаралық нарықтарда пайыздық мөлшерлемелерді біртіндеп төмендетуге негізделген стратегиямен, сондай-ақ үлестік қаржы құралдары сегментіндегі кейбір инвестициялық идеяларды іске асыру есебінен қамтамасыз етілді. Номиналы ұлттық валюта болатын активтердегі қосымша позициялар тәуекелдің салыстырмалы төмен деңгейінде тартымды кірістілікті көрсетті.

Екінші жартыжылдыққа сіздің болжамыңыз қандай: ағымдағы макроэкономикалық жағдайда стратегияны қайта қарауды жоспарлайсыз ба?

Екінші жартыжылдық бойынша болжамға келетін болсақ, біз сақтық оптимизмін сақтаймыз. Біз мөлшерлемелерді төмендету трендінің жалғасын күтеміз. Бұл ретте біз портфельдерді ертаратандыруды ұлғайта отырып, тәуекелді неғұрлым консервативті басқару сценарийін, жасаймыз. Сонымен қатар біз жергілікті нарықтың болашағын оң бағалаймыз. Экономиканың

циклділігін ескере отырып, тежеу кезеңі ынталандыру кезеңімен ауыстырылады, сондықтан біз жоғары мөлшерлемелердің ағымдағы кезеңін уақытша деп қарастырамыз және кірістіліктің тартымды деңгейлерін белгілейміз.

Клиенттердің ИПҚ-ға қызығушылығы артып келеді деген сезім бар ма? Егер солай болса, қорлардың қандай санаттары ең көп сұранысқа ие?

Инвестициялық пай қорларына деген сұраныс шынымен де өсіп келеді, біздің «ЦентрКредит – Разумный Баланс» ИПҚ қоры анағұрлым танымал, ол бойынша пайшы саны 01.09.2025ж. жағдай бойынша 11 000-нан астам бірегей инвесторларды құрайды. Сондай-ақ номиналы АҚШ доллары болатын біздің инвестициялық пай қорларына қызығушылық тез артып келеді. Мысалы, біздің ірі «ЦентрКредит – Валютный» ИПҚ еурооблигация нарығына инвестициялауға бірегей мүмкіндік береді және тәуекел деңгейі неғұрлым төмен валюталық депозит деңгейінен бірнеше есе асатын кіріс алуға мүмкіндік береді. Мысалы, 2024 жылғы кірістілік 15,76%-ды құрады, ал 01.09.2025 ж. BBB- және одан жоғары деңгейдегі рейтингі бар облигациялардың ағымдағы деңгейі 60%-дан астамды құрайды. Сондай-ақ инвестициялық саясаты исламдық қаржыландыру нормаларына сәйкес келетін біздің жаңа бірегей «Wardat al hayat» ИИПҚ-ға сұраныс артып жатыр.

Жаһандық факторлар (ФРЖ, мұнай, валюта бағамы) қорлардың нәтижесіне қалай әсер етті және сіздер жылдың екінші жартысында олардың өзгеруіне қалай дайындалып жатырсыздар?

Ықпал етудің негізгі факторлары – облигация нарықтарына қысым жасайтын АҚШ-тың ФРЖ әрекеттер және инфляция, ЖІӨ-нің өсуі және жұмыссыздық бойынша статистикалық деректерге негізделген мөлшерлемелер бойынша риторика, сондай-ақ АҚШ басшысының экономикалық саясаты. Сондай-ақ Ұлттық Банктің ҚР базалық мөлшерлемесіне қатысты саясаты зор ықпал етеді. Бұған дейін келтірілгеннен бөлек мұнай бағасының дәстүрлі түрде Қазақстан нарығына ықпалы зор. Нарықтарға әлемдегі геосаяси ахуал да түбегейлі әсер етеді. Валюталық ауытқулар инвесторлардың валюталық құралдарды хеджирлеу мен әртараптандыруға қызығушылығын арттырады. Екінші жартыжылдықта біз осы

факторлардың әрқайсысы бойынша сценарийлік үлгілерді сақтаймыз.

II жартыжылдықта ИПҚ-ға кіргісі келетін жеке инвесторларға қандай кеңес берер едіңіз? Неге назар аудару керек?

Жеке инвесторларға әртараптандыруға ерекше назар аудару керек және бір ғана қаржы құралына немесе активтер класына шоғырланбауға тиіс. Инвестициялаудың мақсаттары мен көкжиегін алдын ала анықтау, тәуекелдің рұқсат етілген деңгейін бағалау және қаржы құралдарын мұқият таңдау маңызды. Пассивті инвестициялау немесе алғашқы қадамдар кезінде бағалы қағаздар нарығында қорлардың пайларын сатып ала отырып, капиталды кәсіпқойларға сеніп тапсырған дұрыс. Айқын стратегиясы және дәлелденген басқару тиімділігі бар қорларға басымдық беріңіз.

2025 жылдың I жартысында қорларды басқаруға деген көзқарасыңызды өзгерткен сабақтар бар ма?

Басты сабақ – мөлшерлемелер мен жаһандық конъюнктураның өзгеруіне стратегияларды жылдам бейімдеу қажеттілігі. Инвесторлар күрт құлдырауға дайын болу, өтімділікті қолдау керектігіне көз жеткізді және шыдамдылық пен салқын қандылық таныта отырып, портфельді үнемі қайта теңестіріп отыру.

Пассивті инвестициялаған не бағалы қағаздар нарығында алғашқы қадам жасағанда қорлардың пайын сатып ала отырып, капиталды кәсіпқойларға сеніп тапсырған дұрыс





Жаһандық нарық

- 49 Кіріспе
- 50 Болжамдарымыздың нәтижесі
- 51 Нарықтар

Кіріспе

Күш-қуатты дұрыс бағытқа жұмылдыру керектігін тереңінен түсіне отырып, 2025 жылдың екінші жартыжылдығына аяқ бастық: саясат құбылмалы, бірақ экономика ақша құны, еңбек нарығының жағдайы және капиталдың қолжетімділігі арқылы өз ережелері бойынша қозғала береді. Жақын арада бұл қарапайым нәрсені білдіреді: ұзақ сценарийлерге қарағанда түсінікті драйверлер маңыздырақ. Біз тәуекелге сындарлы көзқараспен қараймыз, бірақ таңдау арқылы әрекет етеміз.

АҚШ-та іргетас бұрынғысынша пайда мен өнімділікке инвестициялар арқылы қалануда. ЖИ және жартылай өткізгіштер тақырыбы жаңа циклдің инфрақұрылымына айналды: бигтехтің күрделі шығыны ұлғайды, бұлтты шешімдер мен дата-орталықтар кеңеюде, ал P&L-дің тиімділігі оларды әзірлеушілер үшін жақын арадағы тоқсандарда айтарлықтай ашылады. Осының аясында 2025 жылға арналған S&P 500 бойынша біздің базалық бағдарымыз өршіл, бірақ қолжетімді болып қала бермек: оның кілті – компаниялардың табысының тұрақты өсуі, біркелкі макростатистика және жаңа күйзелістердің болмауы.

Еуропадағы жағдай біркелкі емес. Сауда күн тәртібі өнеркәсіп пен экспортқа қысым көрсетеді, бірақ индекстердің ішінде айқын жеңімпаздар бар: автоөндірушілер саланы трансформациялау жағдайында қайта бағалауды бастан кешуде, «фарма» семіздікке қарсы препараттардың есебінен құрылымдық қолдау алды, ал қорғаныс пен аэроғарыш қызметі геосаясаттың аясында сұраныстың дербес факторы ретінде орныққан. Ақша-кредит саясаты жұмсаруда, бірақ бұл жерде өсім «төмен және іріктелген» күйінде қалып отыр.

Қытай – сапа нарығы. Атаулы жұмсарту шаралары мен арнайы қарыз алу сұранысты тұрақтандырады, алайда жалпы өсу қарқыны ресми мақсаттарға қарағанда әлдеқайда қарапайым. Бірқатар сегменттердегі бағалар жаһандық баламаларға қарағанда тартымды болғанымен, сауда шектеулері мен әлсіз тұрғын үй тәуекелдері сақтықты сақтайды.

Тауар блогында көрініс кеш кезеңге сәйкес келеді. Мұнай орташа төмендетілген дәлізде ауытқып тұр: ұсыныстың көптігі мен өндірушілердің тәртібі жаңалық аясынан маңызды. Алтын стратегиялық хедждің рөлін растап отыр. Орталық банктер мен геосаясаттың сатып алу комбинациясы «сақтандыру» сыйлықақысын көтереді. Биткойн



Алдияр Әнуарбеков, талдаушы

қаржылық жағдайлардың индикаторы болып қала бермек: көктемгі түзетуден кейін институционалдық ағындар серпін береді, бірақ оның құбылмалылығы тәуекел бейінінің ажырамас бөлігі болып табылады.

Дамушы әлемде мүмкіндіктер терезесі Латын Америкасына және Азияның бір бөлігіне ауысады: онда бағалау, кірістілік және Орталық банктің неғұрлым жұмсақ саясаты үйлеседі. Бұл жаһандық өтімділікті қалыпқа келтірумен бірге олардың жергілікті облигацияларына және іріктемелі акцияларына сұранысты қолдайды.

Біздің көзқарасымыз прагматикалық күйінде қалып отыр: баяндаудың орнына фактіні тіркеп, бастапқы тезистерді нәтижемен алыстырамыз және қорытындыларды аллокация бойынша шешімдерге көшіреміз: тәуекелді қайда қабылдау керек, қайда хеджирлеу керек және құбылмалылық пен өтімділікті ескере отырып, позицияларды қалай ауқымды ету керек. Бұл шолу белгісіздік жағдайында қалай әрекет ету керектігін түсінуге, дәлелденетін алғышарттар, түсінікті көкжиек және тәуекелдің басқарылатын шоғырлануы арқылы әрекет етуге көмектеседі.

Болжамдарымыздың нәтижесі

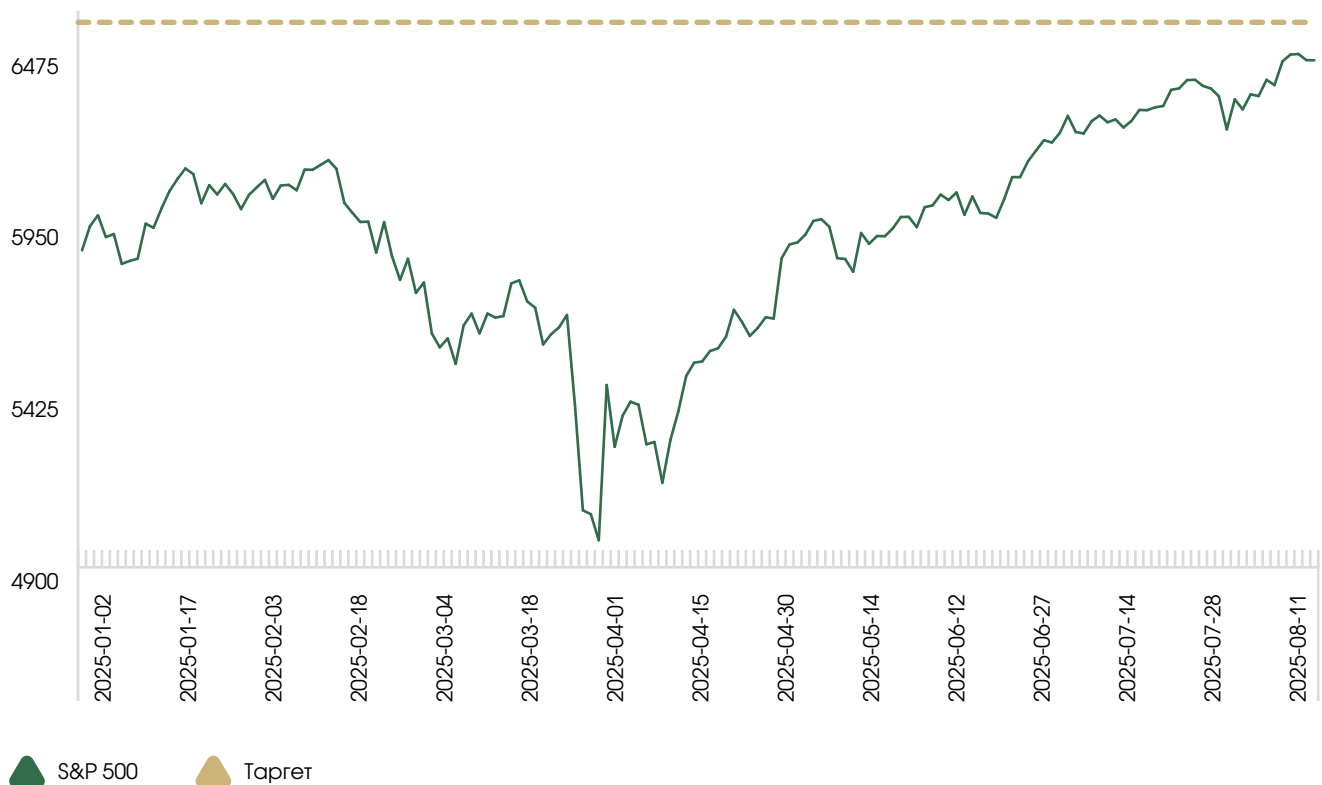
5-кесте.

Тақырыбы	Біздің тезис/болжам (2025 ж. басындағы)	19.08.2025ж. жағдай бойынша факт	Кесім
S&P 500	2025 жылы 6 700 дейін өсу	Жаңа рекорд, ең көп жабылу 6 468,54 (14 тамыз), мақсат жақын	Процесте
Buybacks (CША)	Сатып алудың жалғасы/рекорды акцияларды қолдайды	Q1'25 рекордтық \$293,5 млрд; жоғары көлемге тренд сақталып отыр	Айтқанымыз келді
Мұнай (Brent)	2025 ж. орташа бағасы – \$70 (2024ж. төмен)	25 тамыздағы спот бағасы \$69	Айтқанымыз келді
Алтын	БҚ/инвесторлар сұранысында өсім \$ 3 000-3 200/oz	Алтын \$3 300 шамасында саудаланып, \$3 000-нан сәл жоғары сақталып отыр; инвестициялық сұраныс/ETF және БҚ – негізгі драйверлер	Айтқанымыз келді
Уран	Өрлеу көзқарасының құрылымы (декарбонизация/АЭС)	Сұраныс факторлары күшейе түсті, бірақ спот \$73/фунт	Жартылай
Еуроаймақ/ЕОБ	2025 жылдың ортасына DFR – 1,75%; өсім – 1,2%; 2025 жылдың соңына қарай инфляция – 2%	11 маусымнан бастап DFR – 2,00%; 2025ж. өсім – 0,9-1,1%; инфляция – 2%	Жартылай
Биткойн	2025 жылдың басында \$70-75 мыңға түзету; 2025 жылдың соңына қарай \$200 мыңға одан өрі өсу	Түзету кезінде баға \$75 мыңнан өсіп кетті (7 сәуір); қазір \$115 мыңнан саудаланады	Жартылай
			Процесте



2025 жылы
Американың
қор нарығы
қарқындырақ
дамуда және
күтілгеннен де
өзіне сенімді

28-сурет. Жыл басынан бері S&P 500 динамикасы және біздің нысаналы бағамыз



АҚШ нарығы

2025 жылы Американың қор нарығы серпінді және күтілгеннен де сенімді дамып келеді.

Жылдың басында біз *инфляция* ФРЖ-ның қатаң саясатының арқасында, көбінесе жоғары мөлшерлеменің сақталуы мен энергия тасымалдағыштар бағасының төмендеуі бақыланып, бәсеңдеуді жалғастырады деп болжаған едік. ФРЖ бағаның өсуін экономиканы «тұншықтырмай» тежеді: АҚШ көптеген сарапшылардың қауіптенуіне қарамастан, рецессиядан құтылды, тіпті ЖІӨ болжамнан асып түсті. Ақша-кредит саясаты инфляцияның тежелуі аясында 2025 жылы ФРЖ мөлшерлемесінің алғашқы төмендеуін сценарийге енгізген сарапшылар болжағандай, жылдың ортасына қарай жұмсартуға дайындығын көрсете бастады. Реттеуші абайлап әрекет етті, қол жеткізілген прогресті үркітіп алмауға тырысты, бірақ мөлшерлемелерді төмендетуге бұру фактісінің өзі нарықтардың көңіл күйін қолдады.

2025 жылдың басында акциялар үшін базалық сценарий өте оптимистік болды: Big Tech өсімі акцияларды рекордтық кері сатып алу және жаңа әкімшіліктің салық бойынша жеңілдіктері индекстерді көтереді деп күтілген еді. Дәл осылай болды. 2023-2024 жылдары инвесторларға негізгі

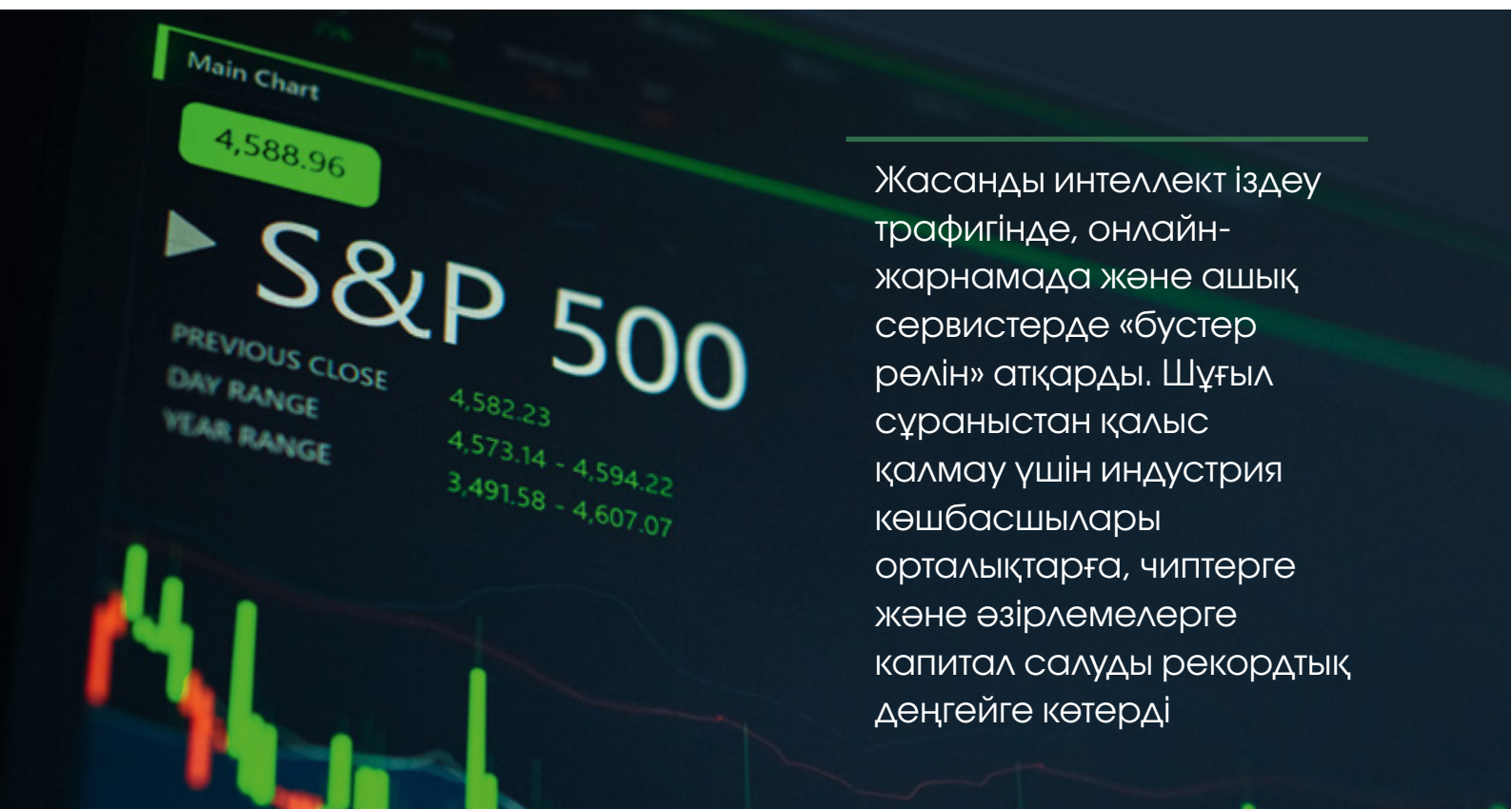
пайданы жасанды интеллект технологиялары басқаратын «*көремет жетілік*» компаниялары әкелді және 2025 жылы бұл алыптар S&P 500-тің басты драйвері болып қала береді деп болжанған еді, бірақ қалған нарық саясатты жұмсарту және инфляцияны төмендету арқылы қуып жете бастайды. 2025 жылдың алғашқы айларында Nasdaq және S&P 500 шын мәнінде **ЖИ дүрбелеңін** монетизациялайтын IT-сектордың мегакорпорацияларын көтерді.

Кремний алқабының компаниялары түсімнің қомақты өсуі туралы есеп берді – *жасанды интеллект* іздеу трафигінде, онлайн-жарнамада және бұлтты сервистерде «бустер» рөлін атқарды. Жарылғыш сұраныстан қалыс қалмау үшін индустрия көшбасшылары дата орталықтарына, чиптерге және өзірлемелерге капитал салуды рекордтық деңгейге көтерді. Big Tech-тың AI-инфрақұрылымына жұмсалатын жиынтық шығысы (2025 жылы, бағалау бойынша, **330 млрд-тан** асады) – теңдессіз сома. Инвесторлар бастапқыда осындай шығынға алаңдаушылықпен қарады, бірақ *Microsoft, Alphabet, Meta* және басқалардың тамаша нәтижелері нарықты миллиардтаған қаржының ақталатынына сендірді – жаңа AI-сервистерге деген сұраныс шын мәнінде орасан зор.

Оның үстіне қуатты технологиялық тренд жылдың басында басты қауіп деп саналған факторларды өтеуге көмектесті: мысалы, 2025 жылы енгізілген сауда баждары (*тарифтер*) экономиканың кейбір секторларын біршама салқындатты, бірақ қарқынды AI-өсім жоғары технологиялық компанияларды осы түбегейлі өзгерістерден қорғады. Нәтижесінде жазға қарай Уолл-стриттегі кеңіл күй көтеріңкі болды. Акция құны өсіп қана қоймай, компаниялар акционерлермен кіріспен бөлісті. Жарияланған **buyback** бағдарламаларының жиынтық көлемі бұрынғыдан да жылдамырақ тамыз айының өзінде **\$1 трлн** белгісінен өтті. Тек бірінші тоқсанда ғана S&P 500 компаниялары тарихи рекордты жаңартып, өз акцияларын шамамен **\$293,5 млрд-қа** сатып алды. Бұл нарыққа корпоративтік салық жеңілдігін және қайта реттеуді күтумен тұспа-тұс келіп, қосымша серпін берді.

Жаз айларында маңызды сапалық өзгерістер болды: бұрын фавориттердің тар тобына шоғырланған ралли анағұрлым кеңірек болды. АҚШ экономикасы тосын сый жасады – негізгі көрсеткіштер (*мысалы, PMI және тапсырыстардың өсу қарқыны*) болжамнан жақсы шықты және инвесторлар сүйеністің мықты екенін сезініп, қызып кеткен жоғары технологиялық акциялардан неғұрлым «арзан» секторларға ағыла бастады. Тамыз

айында кенеттен **ротация** болды: күтпеген жерден күшті статистикалық деректер мен Федералдық резерв мәлшерлемесінің тез төмендеуіне деген сенім шағын және циклдық компанияларға капитал ағынын тудырды. S&P 500 индексі жаздың соңына қарай **жаңа биікке** көтерілді – 28 тамыз күні ол алғаш рет **6 500 тармақтан асты**. Осы сәтте өсу тұрақты болды: техникалық индикаторлар бойынша индекске кіретін акциялардың 67%-ға жуығы шілде айындағы қағаздардың шамамен жартысына қарағанда өздерінің орташа мерзімді жылжымалы орташа (*50 және 200 күндік*) акцияларынан жоғары сатылды. Басқаша айтқанда, компаниялардың көбі раллиге кірісіп кетті. Көшбасшылардың ауысуы жаздың жарқын белгісі болды: тамыз айында жақсы динамиканы IT-фавориттер емес, дәстүрлі қорғау немесе циклдік салалар – материалдар (*бір айда +5,6%*), денсаулық сақтау (+5,3%), коммуникациялық сервистер (+3,6%) көрсетті, ал технологиялық сектор символикалық **+0,3%** ғана қосты. Қаржы секторы мен энергетикалық сектор да жақындап қалды, ал коммуналдық және индустриялық компанияларда кейбір бағаның өзгергені көрінді. Мұндай ротация қызып кеткен сегменттердегі шамадан тыс қызығушылықты салқындатып, нарықтың өсуін **неғұрлым теңгерімді етті**.



Жасанды интеллект іздеу трафигінде, онлайн-жарнамада және ашық сервистерде «бустер релін» атқарды. Шұғыл сұраныстан қалыс қалмау үшін индустрия көшбасшылары орталықтарға, чиптерге және әзірлемелерге капитал салуды рекордтық деңгейге көтерді

Ағымдағы нарық
инвесторлардың
нақты нақты тұрақты
көрсеткіштері бар
компанияларға ақша
салуымен ерекшеленеді



2025 жылы геосаяси факторлар басты назарда болды, бірақ олардың әсері қатты болған жоқ.

Шығыс Еуропада жалғасып жатқан қақтығыс, Америка мен Қытайдың арасындағы сауда қақтығысы – осының бәрі ақпараттық шу және жергілікті құбылмалылық туғызуға қабілетті болды, бірақ АҚШ нарығының жалпы оң динамикасын өзгерткен жоқ. Көбі қауіптенген энергия тасымалдаушылар нарығы салыстырмалы түрде тыныш болды. Жылдың басында сарапшылар өндіріске шектеулер алынып тасталғаннан кейін ОПЕК+ елдері мұнай ұсынысы сұраныстан асып түседі және бағалар төмендейді деп болжаған болатын. Шынымен де, күзге қарай мұнай бағасы ең жоғары деңгейден сәл ауытқыды – жазғы автомаусымның аяқталуына қарай сұраныс төмендеді, ал әлемдік өндіру деңгейі өсті. Алайда ешқандай құлдырау орын алған жоқ; ОПЕК+ өндірісті ұқыпты басқарып, тәртіпті сақтады, нарық та теңгерімде болды. Мұнай бағасы *бір орында тұрып қалды* деуге болады – операторлар өндірісті арттыруға асықпайды, бірақ геосаяси шиеленіс баррельдің күрт арзандауына жол бермейді.

Біз өрлеу трендінің 2025 жылдың соңғы айларында жалғасуының әлеуеті бар деп есептейміз.

Көтерілуге бірден бірнеше фактор ықпал етеді. Біріншіден, акциялардың өсуі енді **неғұрлым кеңірек компаниялар тобына** – тек IT-алыптардың ғана емес, күшті нәтиже көрсеткен көптеген секторлардың өкілдеріне сүйенеді, сондықтан

нарық нүктелік құлдырауға әлсіз. Екіншіден, **АҚШ-та экономикалық саясат бизнеске әлдеқайда достық** сипатта болды: тарифтік жанжал кезеңінен кейін әкімшілік қайта реттеу және салық бойынша жеңілдік арқылы жеке секторды ынталандыруға бағыт алды. Үшіншіден, технологиялық драйвер жоғалған жоқ – **жасанды интеллект** тақырыбына деген қызығушылық орасан зор болып отыр, жаңа өнімдер мен сервистер капитал тартуды жалғастыруда. Ағымдағы нарық инвесторлардың **нақты тұрақты көрсеткіштері бар компанияларға** арқа сүйеуімен ерекшеленеді.

Quality stocks деп аталатын, яғни сапалы акциялар – мықты теңгерімі мен тұрақты пайдасы бар бизнес осы жылы **кірістілігі жағынан сенімді көш бастап келеді**, бұл сапаға деген төбетті көрсетеді. Осының бәрі америкалық нарық табысты дамыта алатын **қолайлы жағдай жасайды. Жыл соңына дейін** экономика мен саясаттың тарапынан кеңінен қолдау көрсетілуіне байланысты **S&P 500 индексі 6 700-7 000 тармаққа жетуі** ықтимал. Мұндай аяқталу Уолл-стрит скептиктердің күткенінен әлдеқайда асып түсетін жылдың лайықты аяқталуы болар еді.

АЛТЫН

2025 жылдың екінші тоқсанында алтын бағасы жоғары сұраныс пен геосаяси шиеленістің аясында **жаңа тарихи максимумға** жетті.

Қыркүйек айының басында белгіленген баға алғаш рет бір унция үшін \$ 3 600-ге жетті, іс жүзінде үш жыл бұрынғы \$1 800 деңгейлерімен салыстырғанда екі есе өсті. Маусым айының соңына қарай алтын бір унциясы үшін \$3 275 шамасында болды, бұл тоқсанның басынан шамамен 7% жоғары және өткен жылман салыстырғанда төрттен бір есе қымбат. Сонымен алтын өсім көшбасшыларының бірі болып шықты: жыл басынан бері ол рекордтарды бірнеше рет жаңарта отырып, шамамен 25%-ға өсті. Тұрақсыз геосаяси жағдай және монетарлық саясаттың өзгеруі Раллидің негізгі қозғаушы күші болды.

Атап айтқанда, **геосаяси тәуекелдердің шиеленісуі** қауіпсіз активтерге сұранысты ынталандырды: мысалы, маусым айында Таяу Шығыстағы қақтығыс туралы хабарлар бағаның бір унциясы үшін \$3 435 дейін көтерілуіне әкелді. Керісінше, шиеленістің бәсеңдеуі және ФРЖ-ның қалыпты қатаң ұстанымы нарықты уақытша салқындатты: ФРЖ мөлшерлемелерді өзгеріссіз қалдырғаннан кейін және Таяу Шығыста атысты тоқтату туралы жариялағаннан кейін алтын тоқсанның соңына қарай бір унция үшін \$3 310-3 275 деңгейіне қайта оралды. Баға динамикасына **АҚШ долларының әлсіреуі** де әсер етті – бірінші жартыжылдықта DXY индексі 10%-ға дерлік

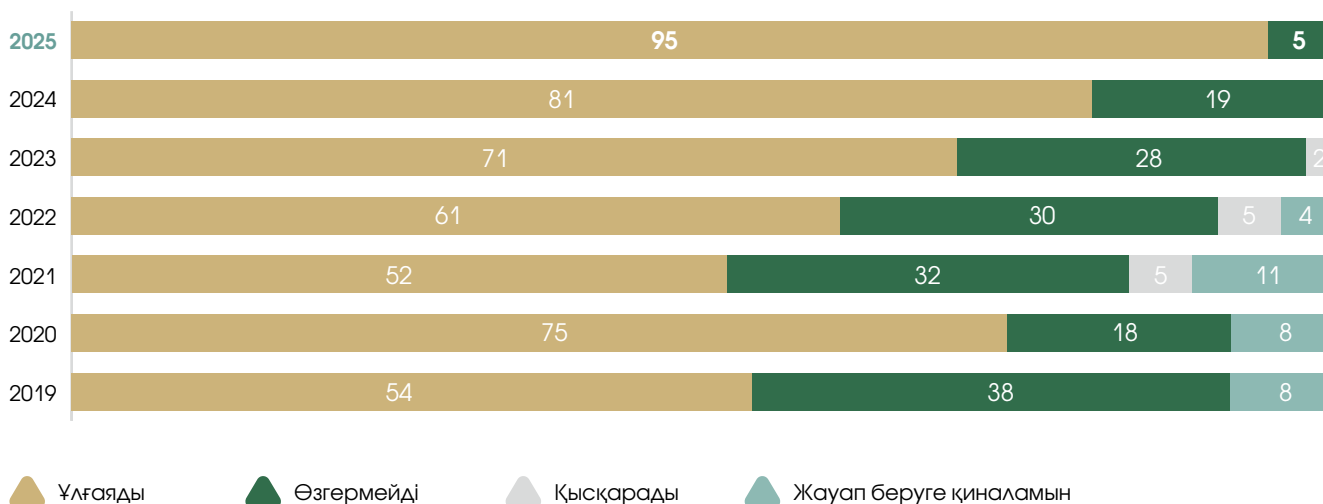
төмендеді, бұл дәстүрлі түрде балама актив ретінде алтын бағасын қолдайды.

Баға өсуінің негізгі факторларының бірі – **орталық банктердің** рекордтық сатып алу тәртібі болды. Дүниежүзілік алтын кеңесінің (WGC) мәліметінше, 2022-2024 жылдары орталық банктер жиынтығында жыл сайын 1000 тонна алтын сатып алып отырды. Бұл өткен онжылдықтағы орташа жылдық деңгейден (*400-500 тонна*) екі есе артық. Ресми сектордың тарапынан мұндай теңдессіз сұраныс өрлеу трендін нығайта отырып, уақыт бойынша металл бағасының қарқынды өсуімен тұспа-тұс келді. Орталық банктердің резервтердегі алтын үлесін ұлғайтуға ұмтылуы бірнеше себептермен түсіндіріледі.

Біріншіден, соңғы жылдардағы дағдарыстан басталған **геосаяси және экономикалық белгісіздік жалғасуда** (*пандемиядан бастап қақтығыстарға дейін, Украинадағы соғысты қоса*), бұл сенімді активтерді көбірек ұстап тұруға итермелейді.

Екіншіден, **макроэкономикалық факторлар** маңызды: инфляцияның өсуі мен пайыздық циклдардың құбылуы жағдайында алтын валюталық және пайыздық тәуекелден сақтандыру ретінде қарастырылады. 2025 жылғы WGC сауалнамасына сай орталық банктердің басым көпшілігі **дағдарыс кезеңдеріндегі алтынның тиімділігін және құнның сақталу рөлін** алтын резервтерінің өсуінің басты себептері деп атайды. Алтын да портфельді ертаратандыру және инфляцияны хеджирлеу қабілеті үшін бағаланады.

29-сурет. Әлемдік орталық банктердің алтын резервтерінің 12 ай деңгейінде өзгеруін күту



Дереккөз: World Gold Council, Central Bank Gold Reserves Survey 2025, 17 маусым 2025 ж.

Таңданатыны жоқ, сауалнамада **Орталық банктердің 95%-ы** таяу 12 айда әлемдік алтын резервтерінің одан әрі өсуін күтеді (*бір жыл бұрын 81% осылай деп есептеген*). Әсіресе респонденттердің рекордтық **43%-ы** бір жылдың ішінде **өздерінің** алтын-валюта резервтерін ұлғайтуды жоспарлап отырғаны ерекше байқалады – қатысушылардың біреуі де оларды қысқарту туралы ойын білдірмеді.

Реттеушілердің ұзақмерзімді стратегиясы да алтынның пайдасына ығысады. Орталық банктердің **76%-ға** жуығы бес жыл деңгейінде (*2024 жылы – 69%*) өз резервтеріндегі алтын үлесінің ұлғаюын болжап отыр. Бұл трендтің кері жағы да бар – біртіндеп **резервтерді долларсыздандыру**: сұралғандардың шамамен 73%-ы бес жылдан кейін әлемдік резервтердегі АҚШ долларының үлесі қалыпты немесе ағымдағы деңгейден едәуір төмен болады деп есептейді.

Бұл долларлық активтерден алынған резервтерді алтын мен баламалы валюталардың (*евро, юань және т.б.*) пайдасына қайта бөлудің жалғасып отырғанын растайды. Алтынды басқарудың кәсібилігінің өсуі қосымша қызығушылық туғызады: орталық банктердің **44%-ы** өздерінің алтын қорларын белсенді түрде басқарады, ал бір жыл бұрын мұндайлар 37% болған. Осы факторлардың барлығы ресми сектордың алтынға деген тұрақты сұранысының сақталып отырғанын көрсетеді. WGC атап өткендей, **орталық банктер алтынның қордағы артықшылықтарын мойындауды жалғастыруда**, демек, олардың сұранысы «жақын болашақта сау болып қалуы мүмкін».

6-кесте.

Аймақ	Жалпы AUM (млрд)	Қорларға ағын (млн АҚШ долл.)	Активтегі көлемі (тонна)	Сұраныс (тонна)	Сұраныс (активтен %)
Солтүстік Америка	196,3	7 826,0	1 857,2	72,9	4,09%
Еуропа	144,4	1 420,5	1 366,5	24,1	1,79%
Азия	34,5	7 403,2	320,7	69,9	27,87%
Басқалар	7,6	334,1	71,5	3,6	5,23%
Жиыны	382,8	16 983,9	3 615,9	170,5	4,95%
Жаһандық ағын/Оң сұраныс		38 410,7		408,6	11,86%
Жаһандық жылыстау/Теріс сұраныс		-21 426,8		-238,2	-6,91%

Дереккөз: 2025 жылғы 2 тоқсандағы World Gold Council (2025 жылғы 30 маусым)

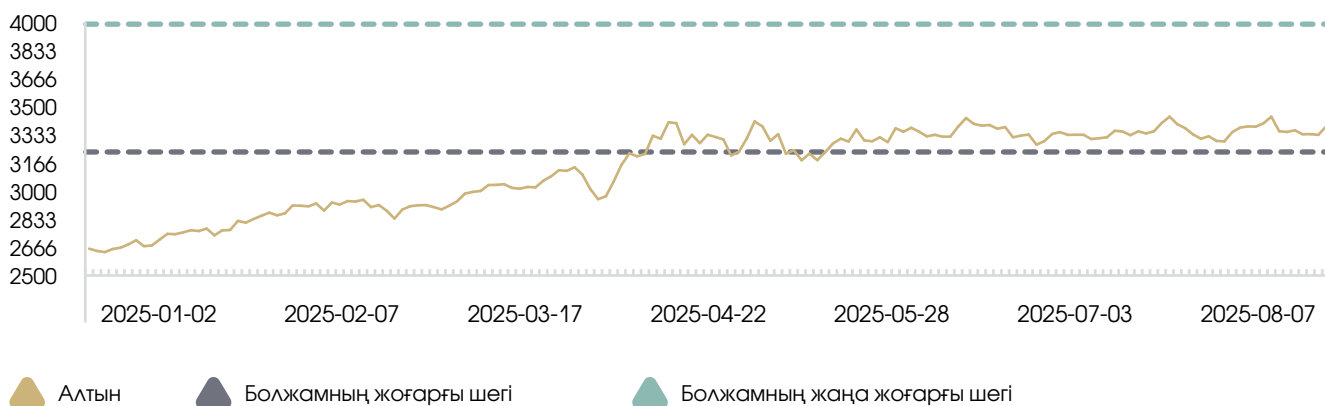
Ағымдағы үрдістерді негізге ала отырып, алтынның болашағы оңтайлы көрінеді, бірақ түзетулерді жоққа шығармайды. Іргелі факторлар нарықты қолдайды: орталық банктер алтынның пайдасына резервтерді әртараптандыруды жалғастыра отырып, **тұрақты ірі сатып алушылар** болып қалады. Геосаяси тәуекелдердің (өңірлік қақтығыстардан ірі державалардың арасындағы сауда дауларына дейін) шешімінің ауылы өлі алыс, сондықтан сұраныс алтын түріндегі *«тыныш айлаққа»* әлсіреу мүмкін емес. Оның үстіне жаһандық орталық банктердің ақша саясатын жұмсартуға (*мөлшерлеменің төмендеуі, қатаңдатуды тоқтата тұру*) көшкен кезде **алтынды сақтау құны төмендейді**, бұл тарихи тұрғыдан қымбат металл бағасының өсуіне алып келеді. Сонымен қатар ағымдағы деңгейлер **максимумда**, сондықтан құбылмалылық сақталуы мүмкін. Геосаяси жағдай

уақытша жақсарған не доллар нығайған жағдайда маусымның аяғында байқалғандай бағаның өзгеретінін жоққа шығаруға болмайды.

Алтын қазірдің өзінде бұрын айтылған траекторияға жетті. Жылдың басында \$3 000- \$3 200-ге өсу болжанған, ал жарты жылдықтың қорытындысы бойынша белгіленген баға аздап түзетілгеннен кейін бір унция үшін **\$3 500-re** қайтады деп күтілген – қазір нарықта **\$3 600**. Жыл соңына қарай, егер мемлекеттік институттар мен инвесторлардың тарапынан ағын комбинациясы, ОБ-ның жұмсақ риторикасы және жоғары геосаяси белгісіздік сақталса, бір унция үшін шамамен **\$4 000 унция** болады деп күтудеміз.

Жалпы тренд өрлеп келеді – жиынтық сұраныс нарықты берік қолдауды қалыптастырады, ал 2025

30-сурет. Алтын динамикасы



жылғы екінші тоқсан қорытындысы бойынша алтын **сенімді қорғаныс активі** мәртебесін нығайтты.

Биткойн

BTC бойынша бұрын айтылған сценарийді, өрлеу көзқарасын жыл **соңына дейін сақтаймыз**. Біздің логика бұрынғыдай: циклдік *пост-халвинг* плюс споттық ETF арқылы институционалдық сұраныс нарық құрылымын қолдайды. Маңызды жаңарту – **көктемгі түзету** орын алды және позициялауды «тазартып» және өрлеу трендін бұзбай, қызып кеткен күтулерді азайтып, біздің сценариймен сәйкес келді.

Сегмент споттық қорлар арқылы капиталдың тұрақты ағынын алды. «Жеңілдетілген қолжетімділік» әсері жұмыс істейді, институционалдардың үлесі өсуде. **BlackRock компаниясынан iShares Bitcoin Trust (IBIT)** – қазір бұл қаражат көлемі бойынша ірі споттық биткойн-ETF. 2025 жылдың жазында ол **\$70 млрд AUM** асып шығылды және өсуін жалғастырды (*шілде айындағы салалық бағалау бойынша шамамен \$750-80 млрд*). Спот пен деривативтердің өтімділігі жақсарды, құбылмалылық құрылымдық емес, анағұрлым «циклдық» болды.

Шілде айында АҚШ-та инфрақұрылымдық тәуекелдерді азайту және желідегі төлемдерді заңдастыру, резервтерге, аудиттерге және қадағалауға қойылатын талаптарды белгілейтін бірінші федералды стабилкоин заңы (**GENIUS Act**) қабылданды. Бір мезгілде Конгрессте цифрлық активтердің нарықтық құрылымы бойынша бастамалар пакеті ілгерілетілуде.

Ақ үйдің риторикасы прокриптавалюталық күйінде қалып отыр, сондықтан әкімшілік индустрияны дамыту мен достық нормативтік базаны көпшілік

алдында қолдайды; тақырыптың айналасында өсіп келе жатқан бизнес белсенділігі байқалады және ірі компаниялардың бастамалары.

Теңгерім нүктесі «сапалы бұқа» сценарийінің пайдасына ауысады: ETF, пост-халвинг және реттеушілік айқындылық апсайдты жалғастыруға жағдай жасайды.

Алайда, біздің ойымызша, **122-125 мың BTC бойынша** негізгі қарсылық болып қала бермек – базалық болжам езекті, бірақ **жыл соңына дейін біздің болжамдарымызды 160-180 мыңға төмендетеміз. 122-125 мың** аймақтан жоғары тесу және бекіту кезінде бұқа трендін жаңа мақсатқа жалғастыру сценарийі іске қосылады, ал бұл аймақтан төмен диапазондық шоғырлану қаупі сақталады.

Қытай

2025 жылдың екінші жартысында тұтыну ескі техника мен автомобильдерді жаңасына айырбастау бағдарламалары, жеңілдікті кредит пен отбасыларға нақты төлем есебінен артады. Бұл шаралар ірі зат сатып алуға итермелейді және сұранысты алға жылжытады, содан кейін, әрине, қарқын саябырсыды. Онлайн-бөлшек сауда және q-commerce (quick commerce): жеткізу «осында және қазір» әлеуметтік платформалармен байланыста трафик пен айналымды ұстап тұрады, бірақ тұрақты жеңілдік пен логистика сатушылардың маржасын қысып тұрады. Туризм мен қызметтер қалпына келтірілуде, шығынның бір бөлігі ел ішінде қалып отыр, бұл мейрамханаларды, қонақүйлерді және жергілікті брендтердің премиум масс-сегментін қолдайды. Автосегмент электромобильдерді қоса алғанда, ынталандыруға сүйенеді: көлемдері тұрақты, бірақ баға соғысы салдарынан пайдаға

қысым жасалуда. Бұл өсім сонымен қатар AI айналасындағы өтімділік пен ажиотаждан, оның ішінде AI қызметінде жоғары өсу қарқынын көрсеткен DeepSeek және Alibaba сияқты ойыншылардың табысымен байланысты.

Сонымен бірге Қытай үкіметі шамадан тыс және жойқын бәсекелестікке қарсы мақсатты күрес жүргізіп, anti-involution саясатын бастады. EV, күн энергиясы және азық-түлікті жеткізу сияқты салаларда маржиналды пен бизнес тұрақтылығын жақсарту үшін демпинг пен нарықтың қызып кетуіне тосқауыл қою шаралары енгізілуде.

Әлсіз тұстары да түсінікті. Жылжымайтын мүлік нарығы баяу қалпына келеді, бұл үй шаруашылықтарының жинақтарын сақтықпен жұмсауға мәжбүр етеді. Саудадағы шиеленіс кейбір экспортты ішкі нарыққа шығаруға мәжбүрлейді, бәсекелестік пен баға қысымын арттырады. Қолдау неғұрлым ұзағырақ болса, соғұрлым «субсидиядан шаршау» байқалады: әрбір жаңа пакет азырақ табыс әкеледі. Сайып келгенде, траектория оң және басқарылатын, бірақ күрт жеделдетусіз; 2026 жылы тұрақты жаңарту жеке сектордағы жұмыспен қамту мен кірістің өсуін, тұрғын үй қорын тұрақтандыруды және болжамды сыртқы сұранысты талап етеді.

Еуропа

Еуропалық нарықтың жағдайы жақсы, бірақ көрініс біртекті емес. Euro Stoxx 50 соңғы шыңдарға жақын болып қалды, дегенмен EPS динамикасы әлі

де төмендеп, кірісті қалпына келтіру қарқыны 2026-2027 жылдарға ауысуда: дәл осы «ұзақ мерзімді көкжиекке» қазіргі уақытта өрлеу тренді тақап қалды. Бұл ретте еуродағы ұзақмерзімді кірістілік өсті, бұл мультипликаторларға қысым жасайды, бірақ кірістілік қисығының қысқа ұшына қарай Еуропаның сезімталдығы жоғары: жыл басынан бері 2 жылдық мөлшерлеме аздап төмендеді, ал 30 жылдық мөлшерлеме айтарлықтай өсті. Ауқымды көрініске қосымша дерек: композиттік PMI 51-ге оралды, ал жаңа тапсырыстар 2024 жылдың көктемінен бастап алғаш рет экономиканың біртіндеп «оянғанын» көрсетіп, өсім көрсетті.

Есеп беру маусымында екінші тоқсан күтпеген жерден жақсы болды: жиынтық кіріс болжанған – 6%-бен салыстырғанда бар болғаны 1%-ға төмендеді, ал өсудің негізгі үлесін банктер қамтамасыз етті, мұнда талдаушылардың нәтиже бойынша консенсус болжамдарынан асып кетудің өте жоғары деңгейі тіркелді, ал автоөнеркәсіп және тұтыну секторының бір бөлігі төмендеді. Жаз айларында күту салқындады: екінші жартыжылдықта кірістің өсуіне қатысты консенсус, ең алдымен, циклдік тауарлардың тұтынушылық секторындағы, материалдар мен энергетикадағы даунгрейдке байланысты шамамен 40%-ға қысқарды, жалпы көріністе қаржы секторы ерекше болып қала береді, ал индекс бойынша бағалау денсаулық сақтау, технология немесе тұтыну секторындағы жаңа қозғаушы күшсіз созылмалы болып көрінеді. Сондай-ақ АҚШ-тың 15% тарифтері мен күшті еуроға байланысты қысым күшейіп жатыр, бұл сезімтал секторлардағы маржаны қысуы мүмкін.

31-сурет. Bitcoin/USD динамикасы, біздің түзету болжамымызбен



Қысқартылған сөздер тізімі

Акроним	Толық атауы
АБР	Азия даму банкі
АРРФР	Қазақстан Республикасының Қаржы нарығын реттеу және дамыту агенттігі
ЕДБ	Қазақстан Республикасы екінші деңгейдегі банктері
БНС	Қазақстан Республикасы Стратегиялық жоспарлау және реформалар агенттігінің Ұлттық статистика бюросы
б.т.	Базистік тармақ
ДБ	Дүниежүзілік банк
ЖІӨ	Жалпы ішкі өнім
ЕДБ	Еуразия даму банкі
ТҚШ	Тұрғын үй-коммуналдық шаруашылығы
ТБИ	Тұтынушылық бағалар индексі
ФКИ	Физикалық көлем индексі
КТС	Корпоративтік табыс салығы
ХВҚ	Халықаралық валюта қоры
МҚҰ	Микроқаржы ұйымы
ҰБ	Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі
ОПЕК+	Мұнайды экспорттайтын елдер ұйымы
п.т.	Пайыздық тармақ
ӘӘДБ	Қазақстан Республикасының Әлеуметтік-экономикалық дамуының болжамы
РБ	Республикалық бюджет
ҚР	Қазақстан Республикасы
АҚШ	Америка Құрама Штаттары
ОЭК	Отын-энергетикалық кешен
NPL 90+	90 күннен асқан мерзімі өткен берешек
ROA (Return on Assets)	Активтердің рентабельділігі
ROE (Return on Equity)	Меншікті капиталдың рентабельділігі

Қысқаша жазбалар үшін

BCC Invest Талдау және зерттеу департаменті
research@bcc-invest.kz

Сұлтан Жұмағали – Талдау және зерттеу
департаментінің директоры
szhumagali@bcc-invest.kz

Алуа Есбол – Талдау және зерттеу департаментінің
бас талдаушысы ayesbol@bcc-invest.kz

Ербол Бейбітов – Талдау және зерттеу
департаментінің жетекші талдаушысы
beibitov@bcc-invest.kz

Сырым Кұттығұл – Талдау және зерттеу
департаментінің жетекші талдаушысы
skuttygul@bcc-invest.kz

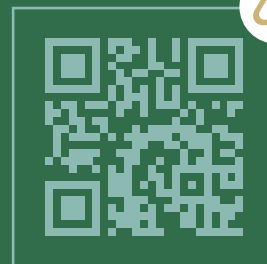
Алдияр Өнуарбеков – Талдау және зерттеу
департаментінің талдаушысы
aanuarbekov@bcc-invest.kz

Бақберген Тоқтасын – Талдау және зерттеу
департаментінің макроэкономисі
btoktasyn@bcc-invest.kz

Айдос Тайбек – лы – Талдау және зерттеу
департаментінің жетекші макроэкономисі
ataibekuly@bcc-invest.kz

Бөлшек сауда департаменті
sales@bcc-invest.kz

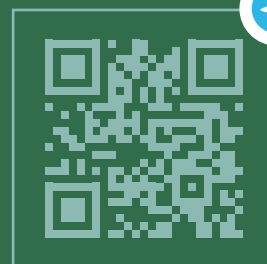
Корпоративтік сату департаменті
customers@bccinvest.kz



www.bcc-invest.kz



www.instagram.com/bcc.invest



t.me/bcc_invest

