

# Макроэкономический обзор

## 1 квартал 2026 года

Первый квартал 2026 года прошел под влиянием ряда разнонаправленных факторов. Геополитические конфликты в Персидском заливе поддержали цены на нефть и частично компенсировали снижение доходов на фоне падения добычи. Одновременно рост глобальной неопределенности усилил приток капитала в казахстанские долговые инструменты, оказав укрепляющее давление на тенге. На этом фоне налоговые поступления начали расти после повышения ставок, однако экономическая активность оставалась слабой: в первые месяцы наблюдалась стагнация, а мартовское восстановление оказалось ограниченным и ниже уровней прошлых лет.

### Ключевые моменты:

- Объемы добычи нефти снижаются, частично компенсируясь ростом цен, однако в дальнейшем нефтяные доходы будут сокращаться из-за действующих ограничений.
- Снижение роли нефтяных доходов частично компенсируется ростом поступлений по НДС и эмиссией ГЦБ.
- Расходы на обслуживание долга в 1-м квартале достигли около 20% (рекордный уровень) от общих затрат республиканского бюджета.
- Керри-трейд сохраняется, однако его динамика ослабевает: доля в торгах снизилась до ~15%, а доля среди держателей закрепилась на уровне около 7% и перестала расти.
- Экономика растет более слабыми темпами и в начале года фактически находилась в стагнации. Это формирует предпосылки для снижения базовой ставки и постепенного завершения цикла керри-трейда.
- Ожидаем снижение базовой ставки начиная с июля до 17% и далее до ~16,5% к концу года. Курс тенге — в сторону умеренного ослабления на фоне снижения ставок, снижения риск-премии по нефти, падения добычи и давления со стороны счета текущих операций.
- Инфляция замедляется на фоне снижения покупательной способности и охлаждения розничного кредитования.
- Однако высокий импорт не позволит ей быстро снизиться. Ожидаем инфляцию на уровне около 10% к концу года. Возможна временная просадка до ~9% в сентябре за счет сезонного фактора (удешевление овощей нового урожая).

22 апреля 2026 г.

Саденова Н.Г.  
Макроэкономист  
[nsadenova@bcc-invest.kz](mailto:nsadenova@bcc-invest.kz)

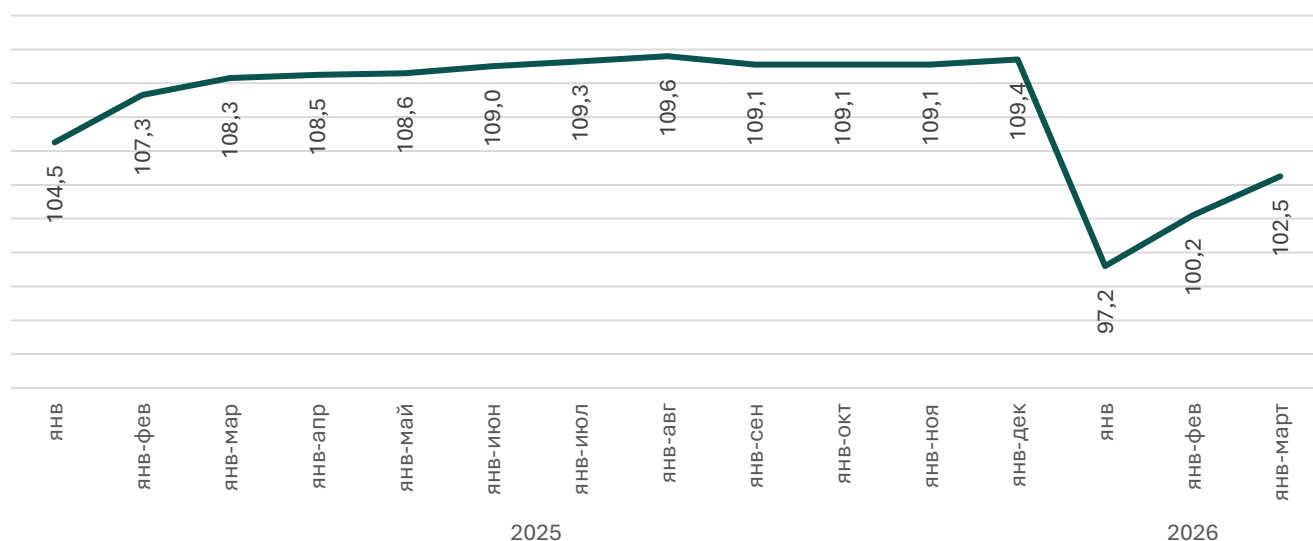
Тайбекұлы А.  
Ведущий Макроэкономист  
[ataibekuly@bcc-invest.kz](mailto:ataibekuly@bcc-invest.kz)

## Экономика: фаза замедления

По итогам первых месяцев 2026 года экономика Казахстана демонстрирует замедление. Так, в январе снижение составило  $-2,8\%$  г/г, что является минимальным значением за последние годы, даже с учетом традиционной сезонной слабости начала года. По итогам января–февраля динамика оставалась близкой к стагнации  $+0,2\%$ , а по результатам января–марта рост в ключевых отраслях составил  $2,5\%$  г/г, что существенно ниже средних темпов аналогичных периодов последних лет.

Основной причиной замедления стал нефтедобывающий сектор. В январе физические объемы добычи составили лишь  $68\%$  от уровня соответствующего периода прошлого года, в феврале —  $86\%$ , а в марте —  $80\%$ , что является следствием перебоев на крупных месторождениях. Таким образом, в отличие от предыдущих лет, нефтяной сектор из драйвера роста превратился в основной фактор его сдерживания.

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

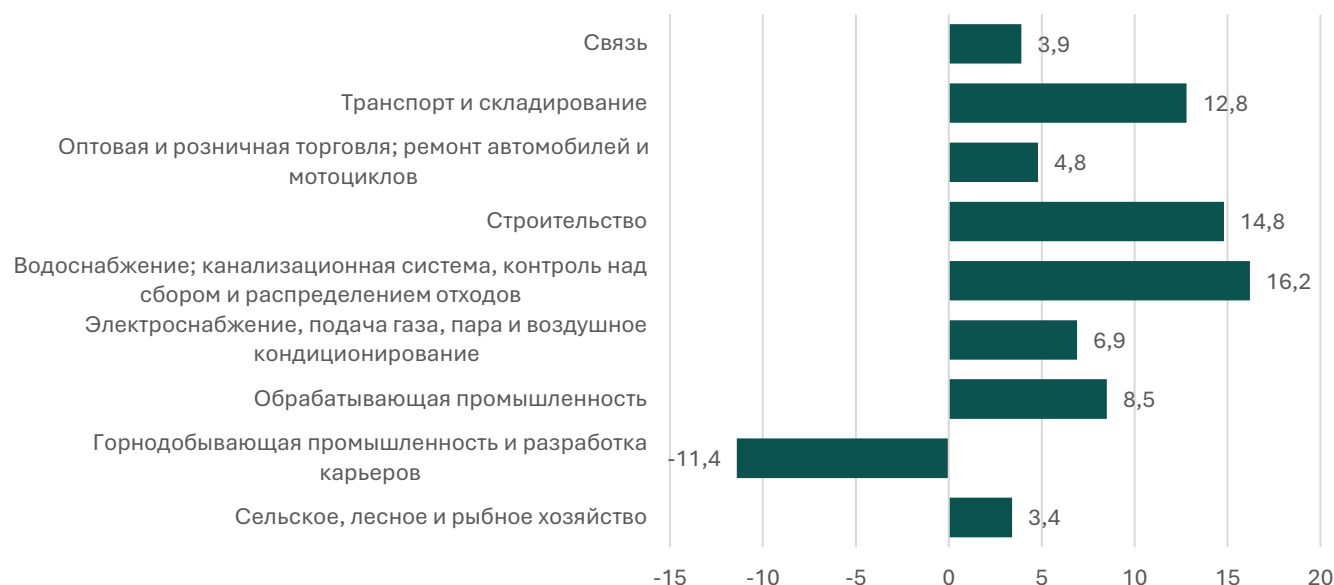


Источник: БНС АСПИИР РК

В то же время отдельные сектора продолжают демонстрировать положительную динамику, в первую очередь за счет сохраняющегося внутреннего спроса и реализации государственных инвестиционных программ. Однако их вклад оказывается недостаточным для компенсации снижения в сырьевом секторе, что формирует более слабую общую траекторию экономического роста.

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

Рис. 2. Рост отдельных отраслей за 1 квартал 2026

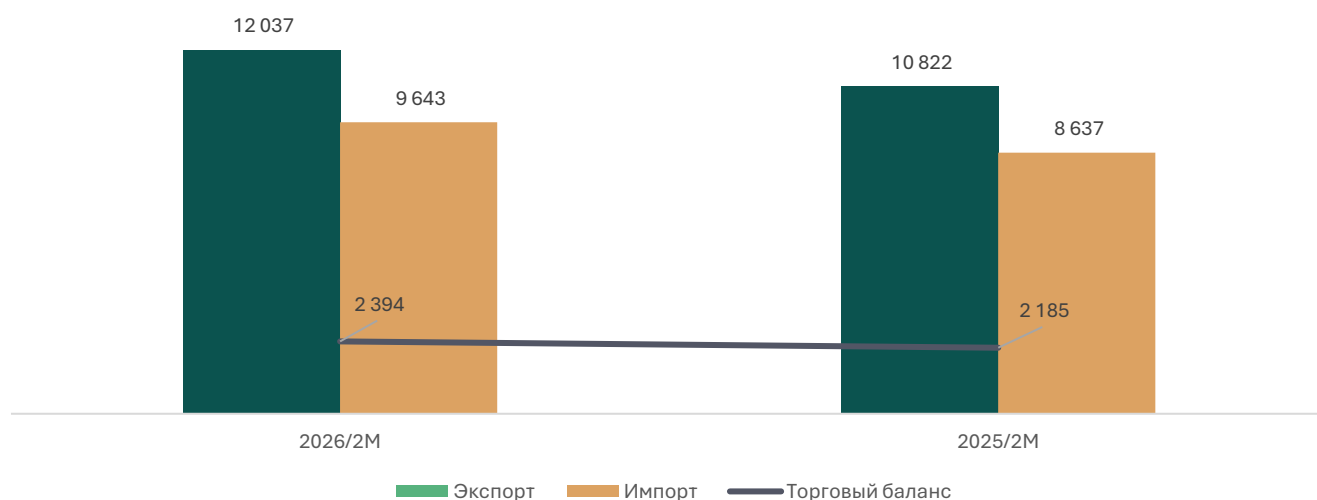


Источник: БНС АСПИИР РК

## Импорт вырос быстрее экспорта

По итогам января–февраля экспорт увеличился на 6,4% г/г, тогда как импорт вырос на 8,3%. По другим основным экспортным позициям наблюдается позитивная динамика. Экспорт урана демонстрирует наиболее высокие темпы роста (+141% по стоимости), что отражает как ценовой фактор, так и изменение структуры поставок. Экспорт рафинированной меди также показывает уверенный рост (+22,5%) на фоне рекордно высоких цен на мировых рынках, однако его доля в общей структуре остается существенно ниже нефтяного сектора.

Рис. 3. Внешняя торговля за 1 квартал 2026 года



Источник: БНС АСПИИР РК

Структура экспорта остается высоко концентрированной: ключевой вклад по-прежнему обеспечивает нефтяной сектор, на который приходится около 48%

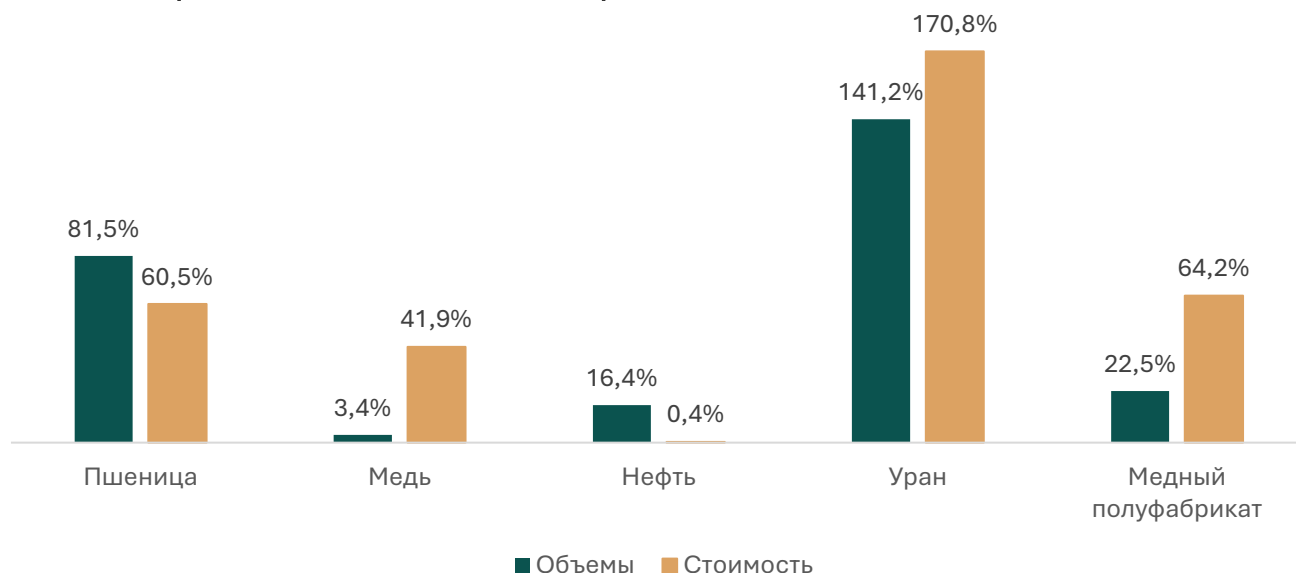
поставок, однако по сравнению с первым кварталом предыдущего года доходы от экспорта нефти не выросли.

В то же время по ряду товаров, включая пшеницу, фиксируется снижение стоимости (-18,5%), несмотря на рост физических объемов (+60,5%). Аналогичная ситуация наблюдается по отдельным металлургическим позициям, где ценовой фактор оказывает сдерживающее влияние на экспортную выручку.

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

Так, по итогам 2025 года дефицит счета текущих операций составил около 12 млрд долл., тогда как годом ранее дефицит составил порядка 6 млрд долл. Мы ожидаем дальнейшее сохранение дефицита счета текущих операций, однако его расширение будет более умеренным на фоне роста цен на нефть и возможного восстановления добычи.

Рис. 4. Экспорт основных позиций за 1 квартал 2026 года



Источник: БНС АСПИИР РК

## Бюджет: меньше зависимости от нефти, при растущих долгах.

В 1-м квартале 2026 года доходы бюджета практически не изменились (+0,3% г/г), составив 3,65 трлн тенге. При этом произошли значительные структурные изменения.

Рост налоговых поступлений (+29,4%), в основном за счет НДС и корпоративного подоходного налога, компенсировал резкое снижение нефтяных доходов (-54%) и трансфертов из Национального фонда (-45%).

Нефтяные доходы увеличились на 24,5%, что подчеркивает уже устоявшуюся тенденцию к постепенному снижению зависимости бюджета от нефтяного сектора. Однако на фоне роста расходов (+3,1% г/г) и сокращения трансфертов дефицит бюджета расширился до 106,9 млрд тенге.

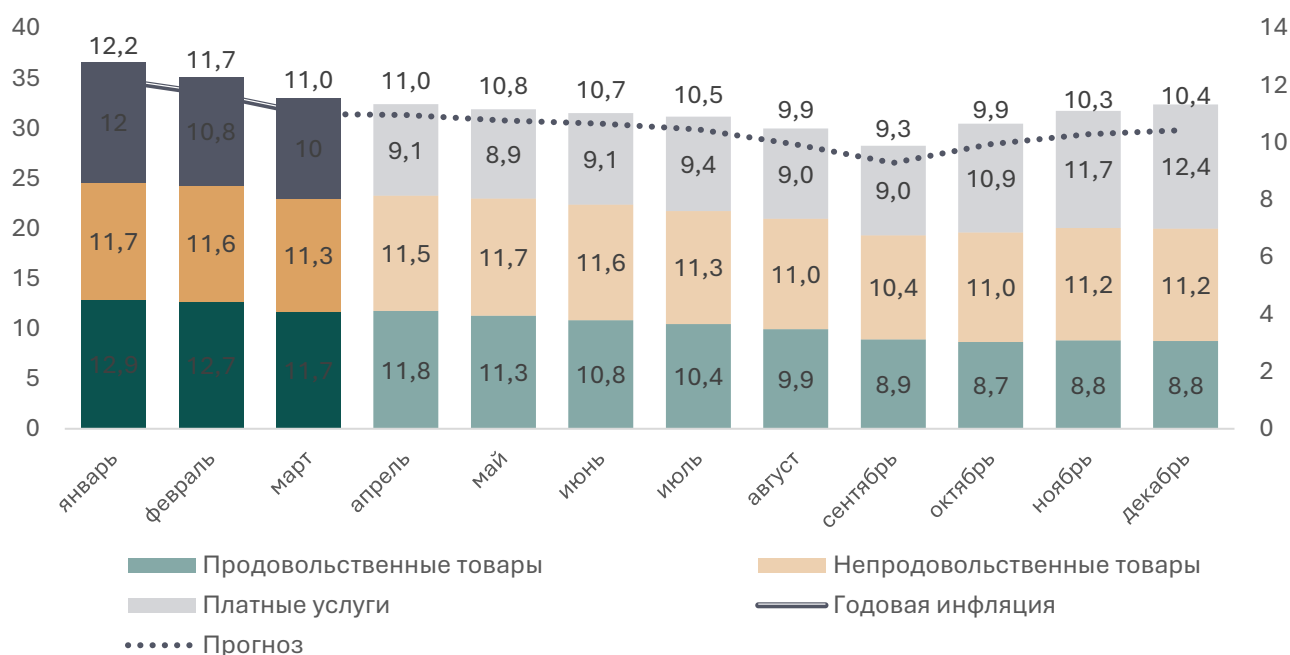
Роль нефтяных доходов замещается долговыми источниками. Однако это несет дополнительное давление оказывает рост расходов на обслуживание долга в бюджете (+16,2% г/г).

Объем размещения государственных ценных бумаг на 1 марта составил 870 млрд тенге (71% от плана), при этом впервые за длительный период отсутствовали прямые внешние заимствования.

## Инфляционное давление медленно ослабевает

В течение первого квартала 2026 года инфляционное давление в экономике Казахстана постепенно снижалось, что во многом связано с замедлением экономической активности и охлаждением кредитного рынка. Годовая инфляция замедлилась по сравнению с началом года, однако остается на повышенном уровне и по-прежнему носит устойчивый характер.

Рис. 5. Инфляция за 1 квартал и прогноз до конца 2026 года



Источник: расчеты BCC Invest

Основной вклад в рост цен продолжает вносить продовольственный сегмент, что отражает высокую зависимость внутреннего рынка от импорта, прежде всего из России. Дополнительное давление формируется через валютный канал. Ослабление

тенге по отношению к рублю приводит к удорожанию импортируемых товаров, что поддерживает инфляцию даже в условиях жесткой денежно-кредитной политики.

## Высокие ставки и укрепляющийся тенге

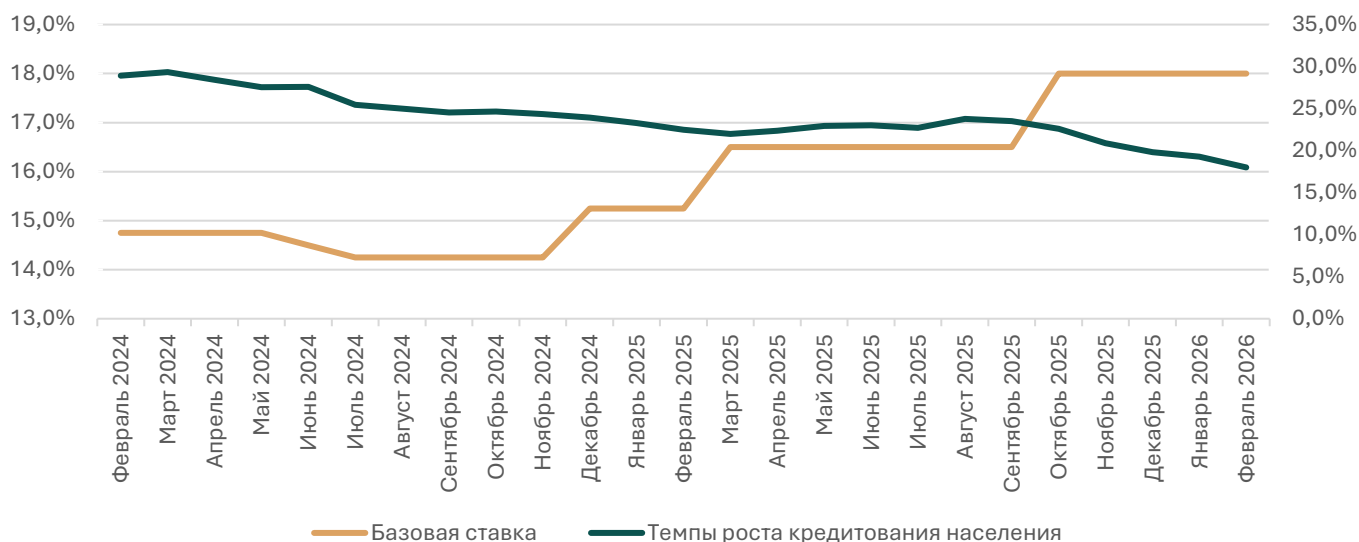
Национальный банк сохраняет базовую ставку на повышенном уровне, поддерживая жесткие денежно-кредитные условия.

Согласно нашим ожиданиям, ставка останется вблизи 18% в ближайшие два месяца второго квартала. Переход к постепенному снижению возможен во второй половине 2026 года при условии дальнейшего замедления инфляции.

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

В то же время ставка выступает в качестве дополнительного фактора снижения кредитования населения, наряду с падением реальных доходов населения.

Рис. 6. Базовая ставки и темпы прироста кредитования населения в динамике



Источник: НБ РК

## Реальные зарплаты снизились

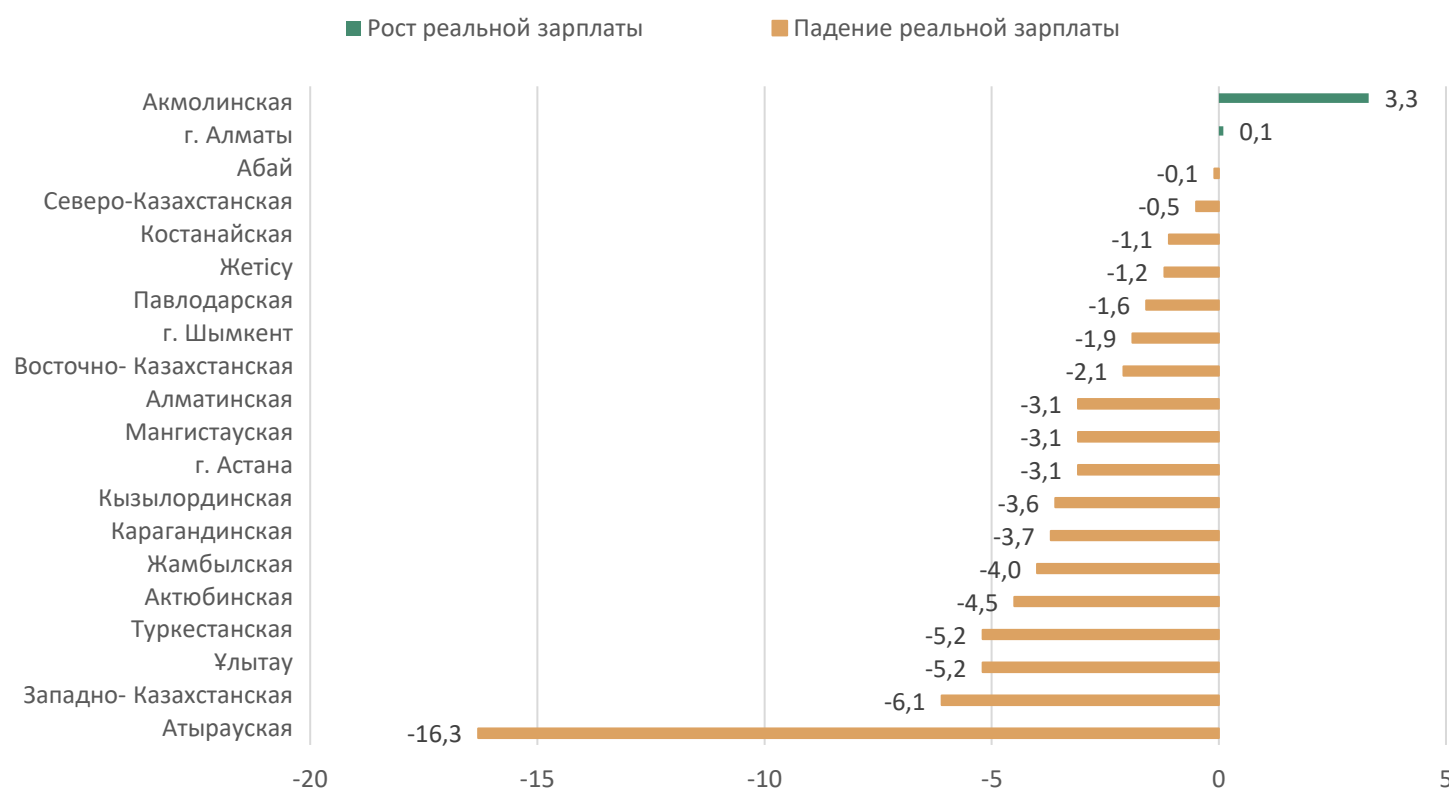
Курс тенге в 2026 году будет формироваться под влиянием внешнеторговых условий, динамики нефтяных цен и состояния платежного баланса.

Ухудшение счета текущих операций и рост импорта оказывают давление на валютный рынок. Дополнительным фактором выступает высокая фискальная активность, поддерживающая внутренний спрос.

В базовом сценарии ожидается постепенное ослабление тенге к концу 2026 года.

В 2025 году рынок труда Казахстана сохранял стабильность по занятости, однако реальные доходы продолжили снижаться. Средняя заработная плата в IV квартале составила 473 тыс. тенге (+8,8% г/г), однако в реальном выражении снизилась на 3,2% на фоне опережающей инфляции. По итогам года номинальный рост составил около 9,8%, тогда как реальная динамика оставалась отрицательной (-1,4%). Фонд оплаты труда вырос на 9,8% г/г при увеличении занятости лишь на 0,9%.

Рис. 7 Реальный рост зарплат по регионам - IV кв. 2025 (тыс. тенге)



Источник: БНС АСПИИР РК

Структурно сохраняются значительные дисбалансы: разрыв в оплате труда между регионами превышает двукратный уровень, а между секторами — достигает трехкратного значения. Наиболее высокие зарплаты наблюдаются в добывающем и финансовом секторах, тогда как в образовании, здравоохранении и сельском хозяйстве уровень оплаты существенно ниже среднего. Дополнительным фактором неравенства остается разрыв между городом и селом (около 37%), а также более слабая динамика доходов в малом бизнесе.

Рис. 8 Топ-отрасли по зарплате - IV кв. 2025 (тыс., тенге)



Источник: БНС АСПИИР РК