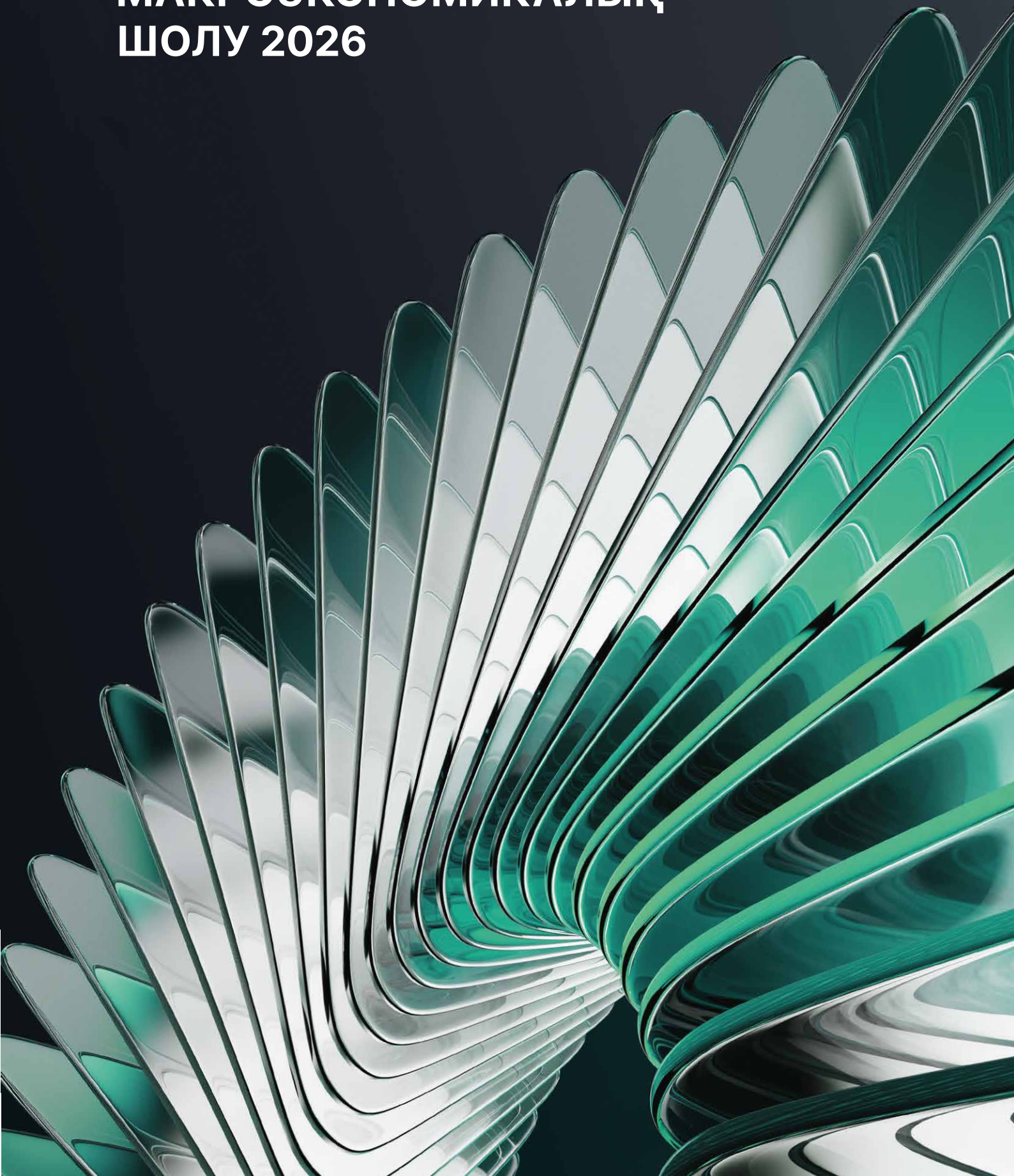


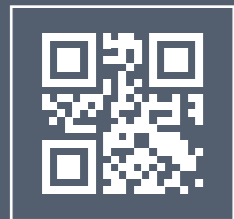
bcc  invest

# МАКРОЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУ 2026



# МАЗМҰНЫ

01	Кіріспе
08	Қазақстан экономикасы
20	ҚР эмитенттерін бағалау
30	ҚР-ның борыштық нарығы
60	Жаһандық нарықтар
87	Байланыс деректері



BCC Invest-тің  
2026 жылға арналған  
макроэкономикалық  
шолуының  
электрондық нұсқасы



**Шаяхметов Д.Н.**  
BCC Invest  
Басқарма Төрағасы

## Құрметті клиенттер мен серіктестер!

Бүгінгі таңда BCC тобы жеті стратегиялық тұрғыдан интеграцияланған бизнес бағытты біріктіреді, оның негізгі тірегі – Қазақстанның қаржы секторының көшбасшысы ЦентрКредит Банкі. 2025 жылдың соңына қарай Топтың жиынтық активтері 8,5 трлн теңгеден асты, ал кең ауқымды қатысуы мен клиенттік базасы бізге еліміздің барлық өңірінде бизнес пен халықтың қажеттіліктеріне барынша жақын болуға мүмкіндік берді.

BCC Invest – осы экожүйенің негізгі компанияларының бірі. Біз Қазақстанның ірі инвестициялық үйлердің қатарында көшбасшы орынға ие болып, капитал нарығындағы рөлімізді жүйелі түрде нығайтып келеміз. 2025 жылды біз нарық көшбасшысы мәртебесінде қорытындылаймыз:

- инвестициялық компаниялардың арасында таза пайда бойынша №1;
- ИИПҚ кірістілігі бойынша №1;
- басқаруындағы қаражат көлемі бойынша нарық көшбасшысы (нарық үлесі – 51%).

Біздің даму динамикамызды сыртқы ұйымдардың мойындауы да растайды:

- International Business Magazine басылымы бізге Best Investment Bank in Kazakhstan 2025 сыйлығын табыстады;
- Moody's корпоративтік рейтингімізді Ba2 (Stable) деңгейіне дейін көтерді;
- KASE Awards 2025 қорытындысы бойынша біз жылдың үздік андеррайтері мен маркетмейкері атандық.

Сонымен қатар біз нарықтық инфрақұрылымды дамытуға белсенді түрде қатысамыз. Бірлесіп біз KASE SME Qadam Bonds бағдарламасын іске қостық – бұл ШОБ компанияларына кепілсіз нарықтық қаржыландыру тартуға және қор нарығына шығатын кезде шығынды азайту мүмкіндік береді.

Біз 2026 жылға әлемдік экономиканың сақталып отырған сыртқы тәуекелдері мен құрылымдық өзгерістеріне қарамастан, сенімді әрі сындарлы көзқараспен қадам бастық. Экономикалық өсім сақталғанымен, оның көздері біркелкі емес, ал жаһандық қаржы жүйесі барған сайын оқшаулануда. Орталық банктердің саясаты, сондай-ақ геосаяси және технологиялық өзгерістер серпінді макроэкономикалық ортаны қалыптастырып отыр.

Осындай жағдайда BCC Invest-тің рөлі – нарықтағы жоғары құбылмалылық жағдайында салмақты әрі белсенді шешім қабылдауға мүмкіндік беретін орнықты бағдарларды қалыптастыру.

Біз қарқынды өзгеріп жатқан ортада ұзақмерзімді табыс талдаудың сапасына, тәртіпке және уақтылы бейімделу қабілетіне байланысты деп сенеміз. Клиенттеріміз бен серіктестеріміз үшін дәл осындай сенімді бағдар болуға ұмтыламыз. Осы макроэкономикалық шолу инвестициялық шешімдеріңізге қолдау көрсетеді деп үміттенеміз.



**Оразақов Ә.Н.**  
BCC Invest  
Басқарма Төрағасының  
орынбасары

### Құрметті клиенттер мен серіктестер!

Экономистердің бағалауынша, 2026 жылы жаһандық макроэкономикалық орта жүйелі тәуекелдердің өсу үрдісін сақтайды. Тарихи салыстыру ақша-кредит, саяси және экономикалық салалардағы теңгерімсіздіктердің күшейгенін көрсетеді, бұл даму сценарийлерінің сызықтық емес сипат алу ықтималдығын арттырады.

Сонымен қатар құбылмалылықтың арту кезеңдері аномалия емес және дұрыс саясат жүргізілген жағдайда экономикалық және институционалдық модельдерді қайта қалыптастырудың маңызды кезеңіне айналуы мүмкін.

Біздің есептеріміздің бірінде біз Солтүстік Америка мен Батыс Еуропадағы 1920 жылдар кезеңіне сілтеме жасап, «roaring 20s» деп аталатын дәуірді атап өткен едік. Бүгінгі 2020 жылдардағы әлем көп жағынан сол кезеңге ұқсайды: акция бағасы корпоративтік кіріске қатысты жоғары деңгейде қалып отыр, тарифтер өсті, ал экономикалық өсім біркелкі емес.

Біздің ойымызша, қалыптасқан жағдайда инвесторлар үшін ең сенімді қадам – әртараптандыру бойынша күш-жігерді күшейту. Осыға байланысты 2025 жылы ETF-терге қаражат ағыны жаңа рекорд орнатты. Бұл ретте тіркелген ETF саны да рекордтық деңгейге жетті, оның 83%-ын белсенді басқарылатын ETF-тер құрайды. Жаһандық үрдістер қазақстандық нарықта да көрініс тауып отыр: кәсіби командалар басқаратын әртараптандырылған құралдарға деген қызығушылық артып келеді.

#### ИИПҚ туралы ақпаратты ашу

«ЦентрКредит – Разумный Баланс» ИИПҚ – ISIN: KZPF00000231, тіркелген күні: 21.12.2006 ж. 12 айдағы кірістілік (19.01.2026 ж. жағдай бойынша): 21,77%\* «ЦентрКредит – Валютный» ИИПҚ – ISIN: KZPF00000058, тіркелген күні: 23.05.2017 ж. 12 айдағы кірістілік (19.01.2026 ж. жағдай бойынша): 19,07%\* BCC Elite ИИПҚ – ISIN: KZPF00000553, тіркелген күні: 28.01.2020 ж. Wardat al Hayat ИИПҚ – ISIN: KZPF00000900, тіркелген күні: 31.07.2024 ж. \*12 айдағы кірістілік төленген дивиденд ескеріліп, 19.01.2025–19.01.2026 аралығындағы кезеңге есептелген.

**Дисклеймер:** «BCC Invest» АҚ олар туралы ақпарат беретін инвестициялық пай қорларының пайымен операция жүргізбес бұрын осы ақпаратты алушылар осы қаржы құралдарын сипаттайтын құжаттармен, инвестициялық пай қорының ережесімен және инвестициялық декларациясымен танысуға тиіс. Пайымен операциялар жүргізу туралы шешім қабылдағанда, қаржы құралдарына инвестициялау күтілетін кірісті алмау, инвестицияланған қаражаттың бір бөлігін, тіпті барлық қаражатты жоғалту, ықтимал шығыс пен шығын тәуекелін көтеретін ескерген жөн. • Пай құны көтерілуі немесе түсуі мүмкін. • Бұрынғы инвестициялау нәтижесі болашақта түсетін кірісті айқындамайды. • Мемлекет инвестициялық қорларға инвестицияның кіріс әкелетініне кепілдік бермейді. Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкінің бағалы қағаздар нарығында қызметті жүзеге асыруға берген 10.07.2018 жылғы № 3.2.235/12 мемлекеттік лицензиясы.

Осындай шешімдердің бірі – біздің инвестициялық пай қорларымыз. Олар белсенді басқарылатын бір қаржы құралының аясында қажетті әртараптандыруды қамтамасыз етеді. 2025 жылдың қорытындысы бойынша қорларымыз тағы да жоғары нәтиже көрсетіп, Қазақстандағы ең кірісті қорлардың қатарына енді. «Разумный баланс» ИИПҚ – теңгедегі флагмандық қорымыз 24,7% өсім көрсетті, ал «Валютный» ИИПҚ АҚШ долларымен есептегенде, төленген дивидендті қоса алғанда, 21,9% өсім көрсетті. Кәсіби басқару мен тұрақты нәтижелердің арқасында біз ИИПҚ нарығының 50%-дан астам үлесін иеленіп, басқарудағы қаражат көлемі бойынша сөзсіз көшбасшы атандық.

Біз сенімгерлік басқару нарығын дамытуды жалғастыра береміз, өткен жылы Қазақстанда шарифат қағидаттарына сәйкес келетін алғышқы қор – Wardat al Hayat инвестициялық пай қоры іске қосылды. Бұл қорға тек рұқсат етілген исламдық инвестициялық құралдар ғана (негізінен сукук) енгізіліп, ашықтық пен әдеп нормаларының сақталуы қамтамасыз етілді.

Қазіргі таңда біз тағы екі қорды іске қосуға дайындалып жатырмыз:

- KASE индексіне негізделген алғашқы қазақстандық ETF, ол еліміздің 10 ірі жария компаниясының нәтижелерін қадағалауға бағытталған;
- MBM Index KASE – мемлекеттік бағалы қағаздар мен ақша нарығының құралдарына басымдық беретін, неғұрлым консервативті модельге негізделген ETF.

Өзгермелі макроэкономикалық жағдайларда біз ұзақмерзімді тұрақтылыққа және тәуекелдерді күнделікті басқаруға бағытталған инвестициялық шешімдерді дамытуды жалғастырамыз. Сенім білдіргендеріңіз үшін алғысымыз шексіз, біз әрдайым ашық диалогқа дайынбыз.

Оқыған кезде көңіліңізден шығады деп сенеміз.

# BCC Invest-пен бірге инвестициялай бастаңыз

**BCC Invest** – Қазақстанның жетекші инвестициялық компанияларының бірі. Біз капиталыңызды тиімді басқаруға көмектесетін инвестициялық өнімдердің кең ауқымын ұсынамыз.

**Moody's рейтингі – «Ba2», болжам – «Тұрақты»**

### НЕГЕ БІЗДІ ТАҢДАЙДЫ

- Қазақстанның бағалы қағаздар нарығында **27 жылдан көп тәжірибесі** бар
- Жаңадан бастағандар мен кәсіпқойлар үшін қаржы құралдарының кең таңдауы
- Активтерді басқаруда көшбасшы\*

### BCC Invest – инвестиция әлеміндегі сенімді серіктесіңіз

- 📍 Қазақстан Республикасы, Алматы қ., Панфилов к-сі, 98, 2-қабат, «Old Square»
- ☎ Call center: 303
- ✉ E-mail: sales@bcc-invest.kz
- 🌐 Сайт: bcc-invest.kz

\* ҚР Ұлттық Банкінің деректеріне сай



ҚР ҰБ бағалы қағаздар нарығында қызметті жүзеге асыруға берген 10.07.2018 жылғы № 3.2.235/12 мемлекеттік лицензиясы



**Сұлтан Жұмағали**  
BCC Invest  
Талдау блогының басшысы

Біздің 2026 жылға арналған әлемдік және Қазақстан экономикасының даму болжамдары мен сценарийлері қамтылған жыл сайынғы Макроэкономикалық шолуымызды ұсынамыз. Құжатта BCC Invest компаниясы талдаушыларының негізгі макроэкономикалық параметрлерге, белгісіздік факторларына және алдағы жылы экономиканың дамуы мүмкін траекторияларына қатысты жинақталған көзқарасы берілген.

**2025 жылдың қорытындысы.** Біз үшін тек болжам жасап қана қоймай, белгілі бір уақыт өткен соң оған қайта оралу да маңызды. Болжамдарды нақты нәтижелермен салыстыру

қай элементтердің орнықты болғанын, ал қайсысының ақталмағанын және оның себептерін түсінуге мүмкіндік береді.

#### 1-кесте. Болжамдар мен нақты нәтижелер

Қазақстандағы макроэкономикалық көрсеткіштердің болжамдары	2025 жылға арналған болжам (қаңтар)	2025 жылға арналған жаңартылған болжам (қыркүйек)	2025 жылдың нақты нәтижелері	2026 жылға арналған болжам
ЖІӨ, %-бен	4,4	6,1	6,5	5,4
Инфляция, жыл соңында, %-бен	8,9	12,7	12,3	11,2
Базалық мөлшерлеме, жыл соңында, %-бен	15,25	17,00	18,00	16,50
Теңге-доллар бағамы, орташа жылдық	528,1	526,8	521,6	530
Теңге-доллар бағамы, жыл соңында (базалық сценарий)	533,4	547,4	511,5	553
Теңге-доллар бағамы, жыл соңында (оптимистік сценарий)	506,1	530,0		547
Теңге-доллар бағамы, жыл соңында (пессимистік сценарий)	561,9	541,1		570
Brent мұнайының бағасы	70	65	60,9	57

#### Қазақстандық акциялардың нысаналы бағасы, теңгемен

Қазатомөнеркәсіп (KZAP)	23 500	28 083	28 059	31 472
Kaspi.kz (KSPI)	88 054	57 922	40 390	57 955
ҚазМұнайГаз (KMGZ)	18 316	19 397	21 720	20 875
KEGOC (KEGC)	1 778	1 778	1 555	1 778

#### Жаһандық нарықтар мен тауарларға болжамдар

S&P 500	6 700	6 700-7 000	6 845	7 700
Алтын, троя унциясы	3 000-3 200	4 000	4 386	5 500
Bitcoin	200 000	160-180 00	87 711	100 000

**1. ЖІӨ.** Экономикалық өсімді бағалауда біздің тәсіліміз консервативті болды және халықаралық институттардың (Дүниежүзілік банк – 4,7%, ХВҚ – 4,8%) болжамдарына сәйкес келді. Алайда экономиканың нақты өсімі 6,5%-ды құрап, күтілген деңгейден, оның ішінде Үкіметтің бағалауынан (5,6%) асып түсті. Негізгі үлесті Теңіз кен орнындағы өндіру көлемінің ұлғаюы және ауқымды бюджеттік ынталандыру есебінен қамтамасыз етілді.

**2. Инфляция.** 2025 жылдың қорытындысы бойынша инфляция 12,3%-ды құрап, біздің қаңтар айындағы 8,9% деңгейіндегі болжамымыздан едәуір жоғары болды, бұл көрсеткіш басқа институттардың бағалауларымен салыстырғанда да жоғары (ҚРҰБ – 6,5-8,5%, ЕАДБ – 6,1%, ХВҚ – 6,9%, Дүниежүзілік банк – 6,7%). Жалпы алғанда инфляция динамикасының бағыты біздің болжамдарымызға сәйкес келді, оның ішінде жылдың екінші жартысында шарықтау шегінің қалыптасуы да бар. Деңгей бойынша ауытқу, негізінен, азық-түлік тауарлары бағасының айтарлықтай өсуімен байланысты болды. Бұл сегментте РФ-дан импортталатын азық-түлік өнімдерінің үлесі шамамен 70%-ды құрайды. Сонымен қатар валюта арнасы тарапынан қысым сақталды: жыл бойы теңге рубльге қатысты әлсіреді.

**3. Базалық мөлшерлеме.** Біз 2025 жыл бойы ҚРҰБ-ның қатаң ақша-кредит саясаты сақталады деген сценарийді негізге алдық. Негізгі инфляциялық көрсеткіштер бойынша бағаның жеделдеуі қосымша қатаңдатуға алып келді. Қазан айында базалық мөлшерлеме 16,5%-дан 18,0%-ға дейін көтерілді, бұл біздің қыркүйек айындағы болжамымыздан жоғары болып шықты. Ақша-кредит саясатын қатаңдатудың негізгі мақсаты – инфляциялық спиральдің қалыптасу тәуекелдерінің алдын алу.

**4. Теңге-доллар бағамы.** Жалпы алғанда, орташа жылдық бағам бойынша біздің болжамдарымыз ақталды, ал жыл соңында оптимистік сценарий жүзеге асты. Бағам динамикасы теңгеге тән жыл бойғы біртіндеп әлсіреу траекториясына сәйкес келді. Алайда базалық мөлшерлеменің 18,0%-ға дейін көтерілуі инвесторлардың мемлекеттік бағалы қағаздарға қызығушылығын арттырып, carry trade операцияларының жандануына ықпал етті.

**5. Мұнай.** 2025 жылдың қорытындысы бойынша мұнай бағасы 18-19%-ға төмендеді: Brent маркалы мұнайдың орташа баррель бағасы \$82-ден \$69-ға дейін түсті. Негізгі факторлар ретінде отынға деген сұраныстың баяу өсуі және ОПЕК+ елдері тарапынан ұсыныстың қарқынды артуы аталды.

**6. Қазақстандық акциялар бойынша нысаналы бағалар.** 2025 жыл KASE индексі үшін тағы да табысты жыл болды, бұл кейбір болжамдарымыздың айтарлықтай жоғары орындалуына мүмкіндік берді. Kaspi.kz акциялары бойынша ортамерзімді көзқарасымыз оң күйінде сақталып отыр. Дегенмен компанияның Түркиядағы бағыты белсенді инвестициялар мен жоғары шығын кезеңінде қалып отыр, бұл баға белгілеуге қысым көрсетуде.

**7. S&P 500.** Біздің күткеніміздей, S&P 500 индексі жаңа тарихи максимумдарды жаңартты және жыл қорытындысы бойынша шамамен 15% өсім көрсетті.

**8. Алтын.** Біз алтынды тәуекелдерді хеджирлеудің негізгі құралдарының бірі ретінде қарастырдық. Алайда өсім ауқымы қаңтар айындағы болжамымыздан едәуір жоғары болды: жыл басынан бері баға 60%-дан астам өсіп, тарихи максимумдарды 50 реттен астам жаңартты.

**9. Bitcoin.** Криптовалюта нарығы бойынша болжамымыз оң болды. Жыл басындағы Bitcoin-ның қысқамерзімді түзетілуі және кейінгі өсім сценарийі жүзеге асты. Сонымен қатар қазан айында шарықтау шегіне жеткеннен кейін, 4-тоқсанда ең жоғары мәнге қол жеткізген соң, нарық ЖИ секторының қызып кетуі жөніндегі алаңдаушылық пен ФРЖ саясатын жұмсарту бойынша құтулардың төмендеуі аясында капиталдандыруды шамамен 24%-ға қысқартты.

➔ *Алдыңғы макроэкономикалық құжаттармен толық танысу үшін:*

#### Макроқаржы 2025 (қаңтар)



#### Жаңартылған макроэкономикалық шолу 2025 (қыркүйек)



## 2026 жылға арналған болжам

2025 жылға арналған болжамдардың іске асырылуын талдау 2026 жылға арналған бағалауымызды қалыптастыруда маңызды негіз болды. Атап айтқанда, біз бірқатар болжамдық модельдерді қайта қарастырдық, мысалы, Қазақстандағы инфляция моделінде ТКШ тарифтерінің уақытша тоқтатылуы факторын ескердік, ал USD/KZT бағамы моделі carry trade операцияларының ықпалын көрсететін параметрлермен толықтырылды.

Валюталық блок бойынша базалық сценарий USD/KZT бағамының бірқалыпты траекториясын көздейді: орташа жылдық бағам шамамен 530 теңгені, ал жыл соңына қарай бір доллар үшін 553 теңгені құрайды деп болжануда. Модельдерімізде 2026 жылдың желтоқсан айына қарай мұнай бағасының бір баррель үшін \$52 шамасында біртіндеп төмендеуі қарастырылған. Теңгеге қатысты іргелі қысым сақталып отыр, алайда базалық сценарийде күрт құлдырау нұсқасын қарастырмаймыз.

Өткен жылы баға деңгейінің өсуі нарықтық жағдайға айтарлықтай әсер етті. 2026 жылы қатаң ақша-кредит саясаты сақталады, ал нарық күтіп отырған мөлшерлемелерді төмендету циклі жыл ортасынан бастап инфляциялық тәуекелдерді бақылау кезеңінде жүзеге асуы мүмкін. Біздің пайымдауымызша, **2026 жылы Қазақстандағы**

**инфляция үшін негізгі тәуекел – валюталық тәуекел, яғни Ресей рублінің АҚШ долларына қатысты әлсіреуі.** Ресейлік инвестициялық үйлердің бағалауы бойынша, жыл соңына қарай рубль бағамы 85-100 рубль деңгейінде қалыптасуы мүмкін, бұл 10%-дан 28%-ға дейін әлсіреуді білдіреді. Рубльдің динамикасы мұнай-газ кірістерінің төмендеуі мен ақша-кредит саясатының жұмсаруы факторларының үйлесуімен айқындалуы ықтимал. Қосымша қысым экспорттаушылар үшін валюталық түсімді міндетті түрде сату нормаларының жойылуы, сондай-ақ сыртқы есеп айырысуды қиындатып, рубльдегі тәуекел үшін сыйақыны арттыратын санкциялық шектеулердің сақталуы салдарынан нарықтағы валюта ұсынысының қысқаруымен байланысты болуы мүмкін. Ресей Федерациясы Қазақстан үшін негізгі тауар жеткізушілердің бірі болғандықтан, инфляцияның жеделдеу қаупі сақталады, бұл ретте ақша-кредит саясатын қатаңдату баға деңгейіне толық әсер етпеуі мүмкін, өйткені бұл инфляцияның монетарлық емес арналарына жатады.

Жалпы алғанда 2026 жыл толыққанды макроэкономикалық күн тәртібін қалыптастыратын кезең болды. Негізгі оқиғалар мен қабылданатын шешімдердің әсері кейінге қалдырылған немесе екіұшты болуы мүмкін, сондықтан макроэкономикалық сигналдарды дұрыс түсіндіру ерекше маңызға ие.

Теңгеге жасалған іргелі қысым сақталып отыр, бірақ біз күрт құлдырау сценарийін болжамаймыз

bcc  invest

## ВСС компаниялар тобы туралы

«ВСС Invest» инвестициялық компаниясы – Қазақстан Республикасының жүйе құраушы банктерінің қатарына кіретін «Банк ЦентрКредит» АҚ еншілес компаниясы

ВСС КОМПАНИЯЛАР ТОБЫ БІРІКТІРІЛГЕН 7 СТРАТЕГИЯЛЫҚ БИЗНЕС-БІРЛІКТЕН ТҰРАДЫ

 centercredit

bcc  invest

Инвестициялық компания

bcc  life

Өмірді сақтандыру компаниясы

bcc  leasing

Лизинг компаниясы

bcc  project

Активтерді басқару және жобалық қаржыландыру

sabr  insurance

Жалпы сақтандыру компаниясы

bcc  hub

IT-компания

Әр еншілес компанияның ерекше кәсіби құзыреттері бар және қызметтің кең шоғырын көрсетеді

# 02



Айдос Тайбекұлы, макроэкономист

## Экономиканың өсуі

Жыл қорытындысы бойынша Қазақстанның ЖІӨ-сі күтпеген жерден жоғары өсім көрсетіп, 6,5%-ға артты. Мұнай өндіру секторы, құрылыс және көтерме-бөлшек сауда салалары өсімге

сүбелі үлес қосты, сонымен қатар экономикалық белсенділік айқын өңірлік шоғырланумен сипатталып, өсім негізінен ірі қалаларда байқалды.

### Құрылыс экономикалық өсу факторы ретінде

Құрылыс секторы жалпы еліміз бойынша негізгі өсу көздерінің бірі болып қалды: сала индексі жылдың басым бөлігінде 115%-дан асты. Өсім инфрақұрылымға мемлекеттік инвестициялармен қатар ең алдымен Астана, Алматы, Шымкент және Түркістан облысында ірі корпоративтік жобалармен де қамтамасыз етілді. Құрылыс

құрылымы республикалық деңгейде тұрғын жай емес нысандар мен құрылыстардың басымдығын көрсетеді (9 трлн теңгеден астам немесе 84%), бұл ағымдағы экономикалық өсімнің инфрақұрылымдық сипатын растайды.

1-сурет. Негізгі салалардың өсуі



Дереккөз: ҚР ҰСБ деректері бойынша

## Қазақстан экономикасы

- 09 Экономика өсімі
- 11 Бағалар
- 13 Теңгенің бағамы
- 16 Республикалық бюджет
- 17 Сыртқы сауда
- 19 Жалақы



2026 жылы экономикалық өсім қарқыны 5,4%-ға дейін бәсеңдейді деп күтілуде

## Сауда және баға факторы

Көтерме сауда мемлекеттік сатып алу көлемінің және инвестициялық сұраныстың ұлғаюуы есебінен едәуір өсті. 2025 жылдың қорытындысы бойынша көтерме сауда көлемі 53,5 трлн теңгені құрады, бұл ретте 82% азық-түлікке жатпайтын тауарлар мен өндірістік-техникалық мақсаттағы тауарларға тиесілі, олардың көлемі жылына 112,1%-ға өсті.

Әсіресе көтерме сауда Түркістан облысында (азық-түлік емес тауарлардың өсімі – 224,8% ж/ж), Ақмола облысында (173,3% ж/ж), Алматы қаласында (111,8% ж/ж) және Астана қаласында (106,8% ж/ж) жоғары қарқынмен өсті.

Сонымен қатар экономикалық өсімге көлік және қоймалау секторы сүбелі үлес қосты, онда нақты көлем индексі жыл бойы тұрақты түрде 120%-дан асты. Өсім бірден бірнеше нақты факторларға байланысты болды.

Біріншіден, мұнай өндіру көлемінің өсуі және экспорттық және транзиттік жеткізілімнің кеңеюі (15,0% ж/ж) аясында құбыр көлігінің көлемі ұлғайды, бұл отандық, сол сияқты транзиттің де көмірсутектерін айдаудың нақты көлемінің ұлғаюын тікелей көрсетеді.

Екіншіден, Қазақстан аумағы арқылы, ең алдымен Қытай – Өзбекстан бағыты бойынша Қытай тауарлары транзитінің ұлғаюуына байланысты теміржол тасымалдарының өсуі байқалды. Теміржол көлігімен тасымалданған жүк көлемі жылдан жылға 6,8%-ға артты, ал Түркістан облысында теміржол тасымалдары жылдан жылға 30,6%-ға өсті, бұл транзиттік ағындардың, сондай-ақ ішкі логистиканың да өскенін көрсетеді.

Өңірлік бөліністе жүк тасымалының барлық көлік түрлері бойынша өсу қарқыны ерекше жоғары болған өңірлер: Жетісу облысы – 142% ж/ж, Түркістан облысы – 130% ж/ж, бұл Қытайдан келетін транзиттік ағындардың шоғырлануымен және негізгі шекара өткелдерінің осы өңірлер арқылы өтуімен байланысты.

2026 жылы экономикалық өсу қарқыны 5,4%-ға дейін бәсеңдейді деп күтілуде. Болжам Ұлттық қордан трансферттердің едәуір қысқарғанын, Теңіз кен орнын кеңейту әсерінің біртіндеп таусылатынын, сондай-ақ мұнайға неғұрлым төмен бағалардың және Ұлттық Банктің сақталып отырған жоғары пайыздық мөлшерлемелерінің әсерін ескереді.

## Бағалар

2025 жыл бойы Қазақстан экономикасындағы инфляциялық қысым жоғары деңгейде сақталып, тұрақты сипатқа ие болды. Жылдық инфляция жыл басындағы 8,9%-дан қыркүйек айында 12,9%-ға дейін жеделдеп, одан кейін сәл баяулап, желтоқсан айының қорытындысы бойынша 12,3%-ды құрады. Инфляция құрылымы баға өсуінің монетарлық емес факторлардың басым екенін көрсетеді.

Атап айтқанда, азық-түлік тауарлары бағасының (шарықтау шегінде 13,5%-ға дейін) өсуі ең көп үлес қосты. Бұл ішкі нарықтың азық-түлік импортына, әсіресе Ресейден жеткізілімдерге жоғары тәуелділігін көрсетеді, өйткені азық-түлік импортындағы Ресейдің үлесі 70%-дан асты. Өз кезегінде, Ресейдегі өнім бағасының қымбаттауы әскери экономиканың классикалық әсерімен байланысты: мемлекеттік шығыстың ұлғаюуы экономикадағы артық өтімділікті арттырып, қалған салалардағы бағаның өсуін жеделдетеді. Бұдан бөлек қымбаттаған ресейлік өнімдер Қазақстан нарығына қосымша логистикалық шығынмен жеткізіледі.

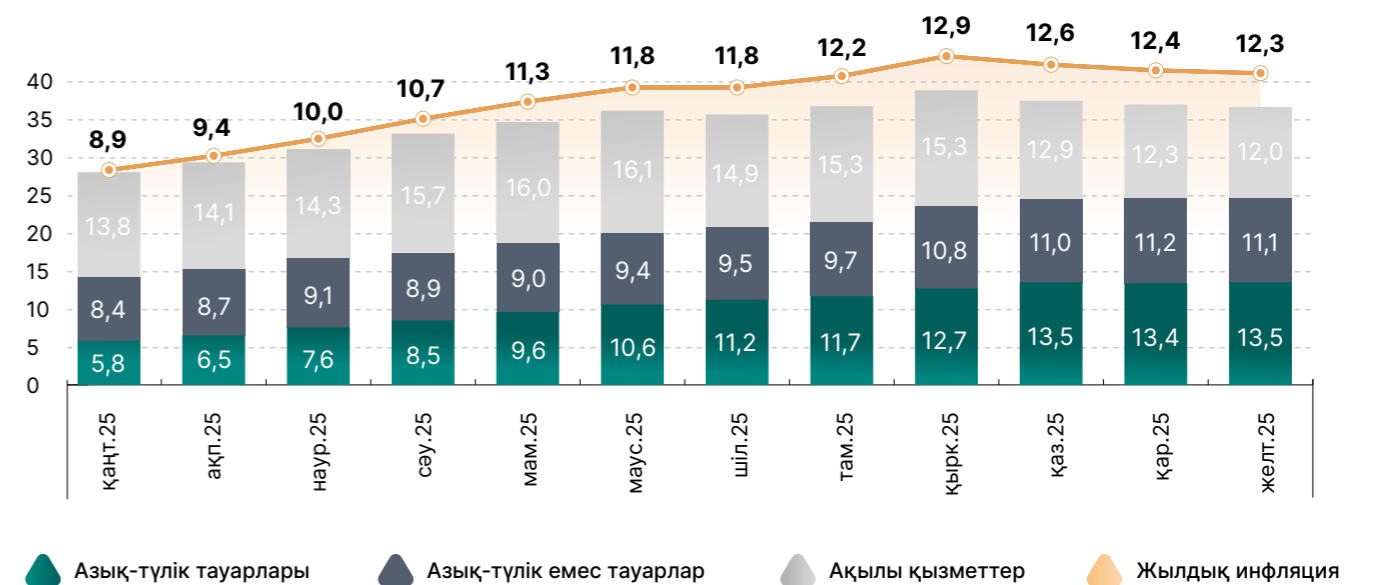
Сонымен қатар валюта арнасы арқылы қысым сақталды: бір жылдың ішінде теңге рубльге қатысты 21%-ға әлсіреді. Нәтижесінде осы сегменттегі бағаның өсуі тұрақты сипат алып, ақша-кредит саясатының қатаюуына әлсіз жауап берді.

Азық-түлікке жатпайтын тауарлардың инфляциясы да біртіндеп жеделдеп, желтоқсан айына қарай 11,1%-ға жетті. Ақылы қызметтер сегментінде жылдың бірінші жартысында айқын инфляциялық қысым байқалып, маусым айында 16,1%-ға дейін жетті. Ал жылдың екінші жартысында коммуналдық қызметтер тарифтерін 2026 жылдың наурыз айына дейін тоқтату бойынша әкімшілік шаралар нәтижесінде қызметтер инфляциясы бәсеңдеді.

Жалпы алғанда Ұлттық Банктің базалық мөлшерлемесі монетарлық инфляцияны және кредиттік сұранысты тежеудің тиімді құралы болып қала береді, алайда оның фискалдық ынталандыру мен құрылымдық теңгерімсіздіктермен күшейтілетін импортталатын инфляцияға әсері шектеулі. Бұл инфляциялық қысымның тұрақтылығын қалыптастырып, бағаның өсуіне қарсы күресте тек монетарлық шаралардың тиімділігін төмендетеді.

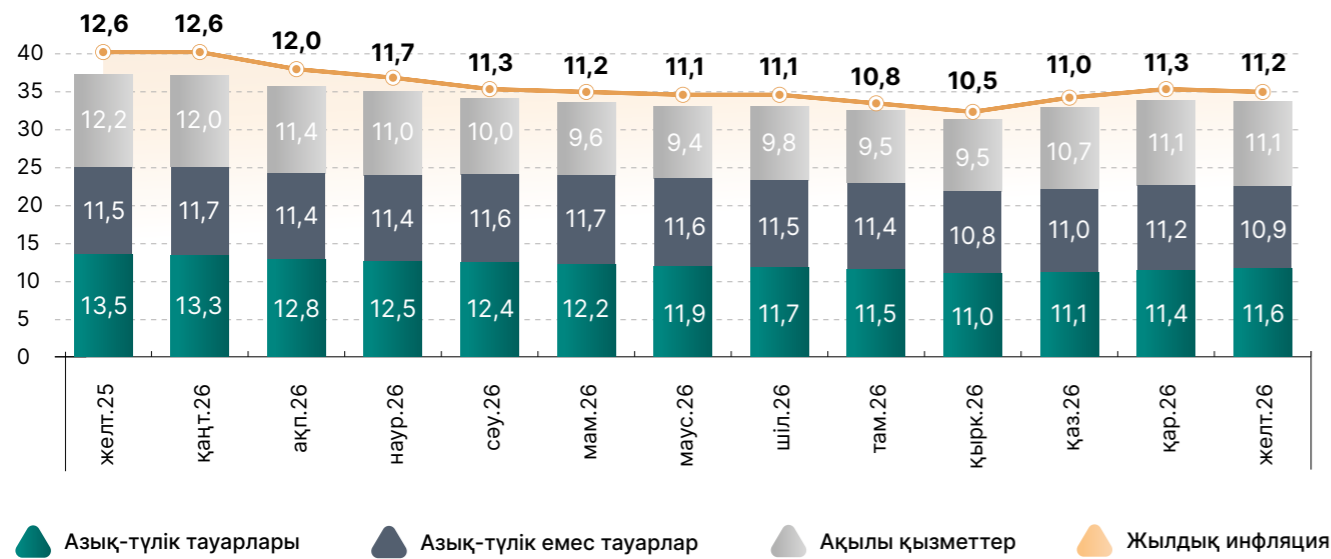
Біздің 2026 жылға арналған инфляция болжамымыз 2025 жылмен салыстырғанда бағаның өсу қарқыны біртіндеп және өте баяу бәсеңдеуді көрсетеді. Базалық сценарий бойынша 2026 жылдың желтоқсан айына қарай инфляция шамамен 11,2% деңгейінде бағаланады.

2-сурет. 2025 жылғы инфляция



Дереккөз: ҚР ҰСБ деректері бойынша

3-сурет. 2026 жылға арналған инфляция болжамы



Дереккөз: BCC Invest есептеуі

2026 жылы бағаның баяу өсуі, бір жағынан, 2024–2025 жылдармен салыстырғанда экономикалық өсудің бәсеңдеуі, екінші жағынан, салыстырмалы түрде қатаң монетарлық жағдайдың сақталуымен түсіндіріледі.

Инфляцияның баяулауына ықпал ететін факторлардың бірі – ҚҚС мөлшерлемесінің 16%-ға дейін көтерілуінің әсері болады. Сол уақытта біз бағаның күрт өскенін күтпейміз, өйткені фискалдық шығынның бір бөлігі бағаға 2025 жылы-ақ енгізіліп

үлгерген. Сонымен қатар мемлекеттік органдардың тарапынан бағаның кенет өсуіне жол бермеу бойынша әкімшілік шараларды ескерген жөн.

Жалпы алғанда, болжам 2026 жыл бойы құрылымдық тұрғыдан жоғары инфляцияның сақталатынын көрсетеді. Экономикалық өсудің бәсеңдеуі және салыстырмалы түрде қатаң ақша-кредит саясаты сақталған жағдайда да, базалық сценарий аясында инфляцияның бір таңбалы мәндерге оралуы күтілмейді.

## Теңге бағамы

2025 жылы USD/KZT айырбастау бағамының динамикасы жалпы алғанда теңгеге тән классикалық сценарийге сәйкес болды: жылдың бірінші жартысында біртіндеп әлсіреуі, тіпті ішінара нығаю байқалды. Бұл Үкіметтің бюджет параметрлері мұнайдың баррелі 60 АҚШ доллары және бір доллар үшін 540 теңге бағамы негізінде қалыптастырылатыны туралы жария мәлімдемелерінің аясында болды. Бұл мәлімдемені нарық әлсіз бағамға берілген белгі ретінде қабылдап, теңгенің күрт әлсіреуімен қоса жүретін қысқамерзімді дүрбелең тудырды. Осындай жағдайда Ұлттық Банк 125,6 млрд теңге көлемінде валюталық интервенция жүргізуге тура келді, бұл бағамдағы өзгерістерді бәсеңдетуге және ұлттық валютаның дүрлігін тоқтатуға мүмкіндік берді.

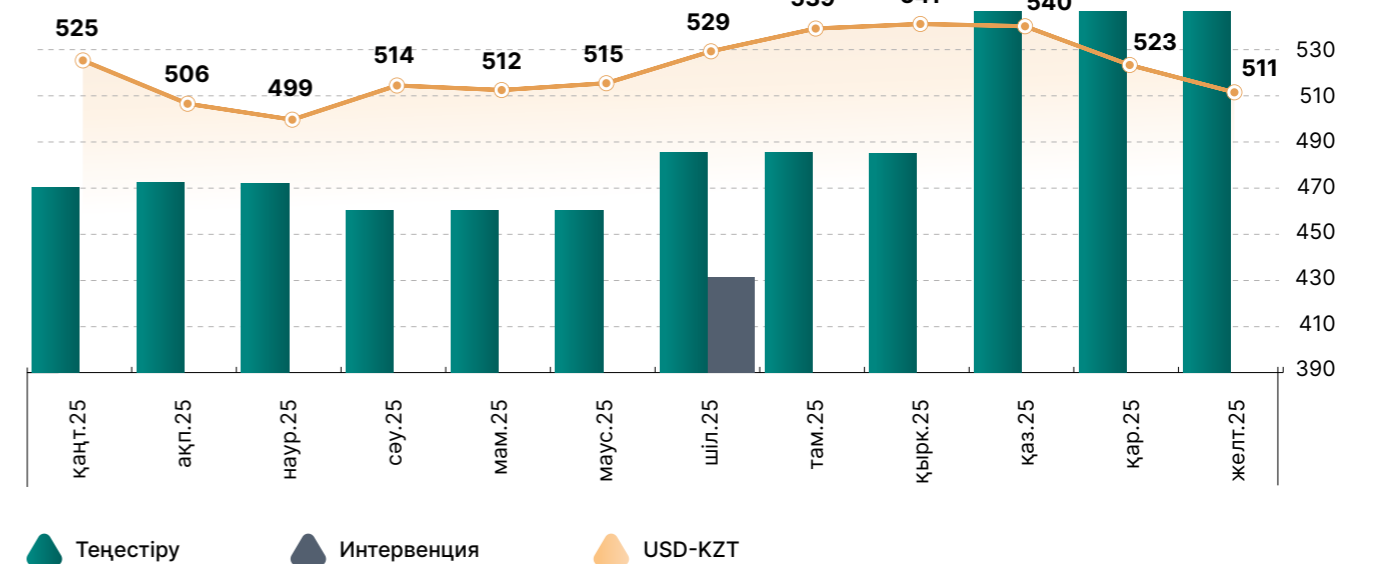
Кейіннен теңгеге ақша-кредит саясатының қатаңдатылуы қолдау көрсетті. Базалық мөлшерлеменің рекордтық 18,0%-ға дейін көтерілуі инвесторлардың мемлекеттік бағалы қағаздарға деген қызығушылығын арттырды. Ұлттық Банктің қатаң риторикасы сақталып, мөлшерлемені кемінде 2026 жылдың маусым айына дейін төмендетпеу ниеті туралы мәлімдемелер аясында бейрезидент капиталының ағыны күшейе түсті, бұл жылдың екінші жартысында теңгенің нығаюына ықпал етті.

Оның үстіне қазан айынан бастап Ұлттық Банктің алтынмен жүргізілетін теңестіру операцияларының көлемін ай сайын рекордтық 475 млрд теңгеге дейін ұлғайтуы маңызды фактор болды. Жалпы алтынның жоғары бағасы реттеушіге ұлттық валютаны қолдай отырып, нарықтан айтарлықтай көлемде өтімділікті алып қоюға мүмкіндік берді.

Сонымен қатар теңге бағамына іргелі қысым сақталды. Ол бюджет тапшылығының тереңдей түсуі, сондай-ақ әлемдік мұнай бағасының төмендеуі есебінен қалыптасты, бұл экспорттық валюталық түсімнің азаюына алып келді. Маусымдық фактор да маңызды болып қалды: жаз айларында әдеттегідей жабдықтар импортына, құрылыс жұмыстарының белсенді кезеңіне және шетелге саяхаттардың артуына байланысты бизнес пен халықтың тарапынан шетел валютасына сұраныс күшейеді.

Нәтижесінде 2025 жылы теңге бағамы әртүрлі бағыттағы факторлардың ықпалымен қалыптасты: бір жағынан, Ұлттық Банктің қатаң монетарлық саясаты мен операциялары әлсіреуді тежеуге және уақытша нығаюға ықпал етсе, екінші жағынан, іргелі макроэкономикалық теңгерімсіздіктер ұлттық валютаға қысым көрсетуді жалғастырды.

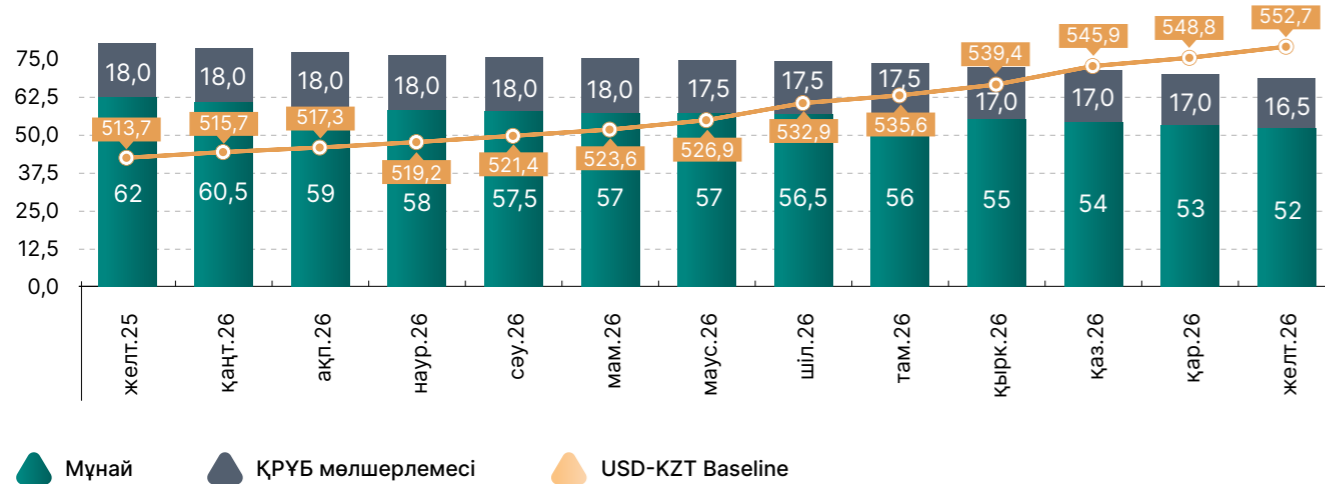
4-сурет. 2025 жылғы USD-KZT бағамы



Дереккөз: ҚРҰБ деректері бойынша



5-сурет. 2026 жылға арналған теңге бағамының болжамы



Дереккөз: BCC Invest есептеуі

## 2026 жылға арналған бағам болжамы

Базалық сценарийде мұнай бағасының 2025 жылдың соңында бір барреліне 62 доллардан 2026 жылдың желтоқсан айына қарай 52 долларға дейін біртіндеп төмендеуі болжанып отыр, сондай-ақ жылдың бірінші жартысында салыстырмалы түрде қатаң ақша-кредит саясатының сақталуы қарастырылады. Бұл инвесторлардың мемлекеттік бағалы қағаздарға деген қызығушылығын қолдайтын жоғары базалық мөлшерлеме (18,0%) есебінен теңгенің әлсіреуін тежеуге мүмкіндік береді.

Жылдың екінші жартысында, жаз айларынан бастап, мөлшерлемені төмендету циклінің басталуы, шетел валютасына маусымдық сұраныстың артуы және

мұнай бағасының одан әрі төмендеуі аясында теңге бағамының едәуір әлсіреуі күтілуде, алайда осы кезеңнің өзінде біз күрт девальвация сценарийін күтпейміз: мұнай факторы тарапынан қысым АҚШ долларының ұстамды, тіпті теріс динамикасымен, Қазақстан экономикасындағы мұнай секторының маңызының төмендеуімен және валюталық түсімдердің қосымша, әзірге шектеулі болса да, ағынын қамтамасыз ететін қызметтер экспорты мен кейбір шикізаттық емес салалардың біртіндеп дамуымен ішінара өтеледі.

Базалық сценарийге сәйкес 2026 жылы USD/KZT орташа жылдық бағамы шамамен 530 деңгейінде, ал жыл соңына қарай бір АҚШ доллары үшін 553 теңге деңгейіне жетеді.



## BCC Invest-тің валюталық лицензиясы – KASE-де валюта сауда-саттығына шығатын тура жол

2024 жылы BCC Invest валюталық лицензия алды, ол KASE-нің валюта алаңында шетел валютасымен

айырбастау операцияларын жүргізуге мүмкіндік береді. Компания клиенттеріне валюталық лицензия қандай пайда әкелетіні туралы толығырақ «Капитал» басылымына BCC Invest Сауда операциялары департаментінің директоры Дәулет Бейіс айтып берді.

### - Дәулет, валюталық лицензия дегеніміз не және оның артықшылығы қандай?

Валюталық лицензия – бұл Қаржы нарығын реттеу және дамыту агенттігі беретін ресми рұқсат, ол бағалы қағаздар нарығының кәсіби қатысушыларына қолма-қол емес шетел валютасымен операциялар жүргізуге құқық береді. Біз үшін бұл бірінші кезекте KASE-нің валюта алаңына қол жеткізу, онда мәмілелер делдал банктердің қатысуынсыз тікелей өтеді.

Лицензия клиенттер үшін валютаны сатып алуға және сатуға ғана емес, сондай-ақ неғұрлым күрделі шешімдерді – валюталық тәуекелдерді хеджирлеуді, сыртқы сауда келісімшарттары бойынша есеп айырысуды оңтайландыруды, валюталық операцияларды инвестициялық стратегияларға интеграциялауды ұсынуға мүмкіндік береді. Нәтижесінде клиенттер неғұрлым тиімді бағамдарға, өтімдерді жедел орындауға және валютамен тиімді жұмыс істеу үшін құралдардың кең жиынтығына ие болады. Валюталық лицензия біз үшін жай ғана жаңа мәртебе емес, клиенттердің мүддесі үшін тікелей жұмыс істейтін құрал. Ол жаңа нарықтарға есік ашады, үдерістерді жеделдетеді және бізге кеше қолжетімсіз болып көрінетін шешімдерді ұсына отырып, бір қадам алға шығуға мүмкіндік береді.

### - Оны алуға қанша уақыт жұмсадыңыз? Бұл үшін қандай қадамдар жасалды?

Ол бір жылға жуық уақыт алды. Біз инфрақұрылымды құрудан бастадық: АТ-жүйелерін жаңғырттық, валюталық операцияларға арналған жаңа модульдерді интеграцияладық. Сонымен қатар құжаттарды жинап, ресімдеу үшін, қажетті аудит және ішкі регламенттерді реттеушінің талаптарына толық сәйкестендіру үшін тынымсыз жұмыс істедік.

Валюталық бақылау мәселелеріне ерекше назар аудардық – есептілікке және мәмілелерді растауға байланысты барлық міндеттемені дәл және уақтылы орындауға мүмкіндік беретін жүйе құрдық. Біз бәрі нақты әрі ашық жұмыс істеуі үшін мәміле жасаудан бастап комплаенс-тексеруге дейін – әрбір процесті ойластырдық. Ең соңында реттеушінің келісімін алып, жаңа форматта жұмыс істеуге дайын екеніміздің растауын алдық.

### - Жергілікті және халықаралық нарықтарда лицензия алу арқылы компанияда қандай артықшылықтар пайда болады?

Ішкі нарықта біз ірі банктермен бір деңгейде жұмыс істеуге мүмкіндік алдық, бірақ бұл ретте икемділікті және жеке тәсілді сақтау мүмкіндігіне ие болдық. Халықаралық бағытқа келетін болсақ, лицензия шетелдік нарықтарға одан әрі шығудың және валюталық құралдар шоғырын кеңейтудің іргетасын қалайды. Бұл болашақта, ал қазір оған жету үшін біз болашақта клиенттерге одан да кең шешімдер ұсыну үшін жұмысты бастап кеттік.

### - Алынған лицензия компанияның клиенттеріне қалай ықпал етеді?

Клиенттер үшін бұл ең алдымен – жайлылық пен пайда. Біз процестен артық буындарды алып тастаймыз, демек, операциялар жылдам әрі нарықтық бағаммен өтеді. Егер клиент халықаралық экономикаға қатысса – шетелдік эмитенттердің облигацияларына инвестиция салса, ол үшін бұл маңызды бәсекелестік артықшылыққа айналады. Ішкі нарықта қалатындар үшін бұл – капиталды басқарып, инвестицияларды әртараптандыру үшін жаңа мүмкіндіктер.



Компания мен оның қызметтері туралы толығырақ мына сайттан білуге болады: <https://www.bcc-invest.kz>

ҚР Ұлттық Банкі бағалы қағаздар нарығында қызметті жүзеге асыруға берген 10.07.2018 жылғы № 3.2.235/12 мемлекеттік лицензия.

2026 жылы USD/KZT орташа жылдық бағамы бір АҚШ долларына шаққанда шамамен 530, ал жыл соңына қарай 553 теңге деңгейінде бағаланады

## Республикалық бюджет

2025 жылы республикалық бюджет тапшылығы 11,4%-ға ұлғайып, 4,0 трлн теңгеге немесе ЖІӨ-ге шаққанда 2,5%-ға жетті. Негізгі себептердің бірі – кіріске қарағанда бюджеттік шығынның асып кетуі: шығын жылдық есепте 8,0%-ға артса, кіріс 7,5%-ға өсті.

Қосымша фактор ретінде экономика салаларын бюджеттік кредиттеу көлемінің күрт артқанын атап өтуге болады. Таза бюджеттік кредиттеу көлемі (алынған сыйақыны шегергенде) 149 млрд теңгені құрап, жылдық есепте 28%-ға ұлғайды, бұл да тапшылық параметрлеріне қысым жасады.

Мұнайлық емес тапшылық ұлғая түсіп, 10,8 трлн теңгеге жетті, бұл 2024 жылғы деңгейден 2,1%-ға жоғары. Бұл ретте оның өсу қарқыны жалпы тапшылыққа қарағанда төмен күйінде қалып отыр, бұл бюджет кірістерін қалыптастыруда мұнай секторының маңыздылығының біртіндеп азайғанын көрсетеді. Атап айтқанда, бюджет құрылымындағы мұнай кірістерінің үлесі 37%-дан 33%-ға дейін қысқарды, бұл негізінен Ұлттық қордан жыл сайынғы трансферттер көлемінің 6,3%-ға азаюы есебінен орын алды. Дегенмен мұнай түсімдерінің тағы бір арнасы – шикі мұнай экспортына салынатын кедендік баж салығы (тікелей бюджетке түсетін) 10%-ға айтарлықтай өсім көрсетті.

Мұнай көздерінен қаржыландырудың әлсіреуі аясында бюджет тапшылығын жабуда қарыз алудың рөлі едәуір артты. Мемлекеттік қарыз алу көлемі жылдық есепте 17,5%-ға ұлғайды, ал негізгі борыш бойынша міндеттемелерді өтеу төлемдері одан да жоғары қарқынмен 22%-ға өсті. Бұл мемлекеттік қарызға қызмет көрсетуге кеткен шығыстың жедел өсуімен қатар жүрді.

Атап айтқанда, негізгі борышқа есептелген пайыздық төлемдер бюджет шығысының жалпы көлемінің 10,4%-ына жетті, бұл көрсеткіш 2024 жылы 9,4% болған. Салыстыру үшін айтсақ, 2022 жылы бұл көрсеткіш 7,4%-ды құрады. Борыштық жүктеменің өсуі біртіндеп бюджеттік икемділікті шектейді және басқа басым бағыттарды қаржыландыру мүмкіндігін төмендетеді.

Білім беру саласына жұмсалатын шығыс 1,5 трлн теңгеге дейін қысқарып, бюджеттің жиынтық шығысының үлесі 5,8%-ды құрады, ал өткен жылдың сәйкес кезеңінде бұл көрсеткіш 6,3% болған. Бұл ретте Инчхон декларациясына сәйкес мемлекеттік тарапынан білім беруге жұмсалатын шығыс бюджет шығысының жалпы көлемінің 15-20%-ын құрауға тиіс.

Жалпы алғанда бюджет шығысының құрылымы әлеуметтік бағдарланған сипатта сақталуда: ең жоғары үлес әлеуметтік көмек пен әлеуметтік қамсыздандыруға (шығыстың 24%-ы), сондай-ақ жергілікті бюджеттерге берілетін субвенцияларға (23%) тиесілі.

6-сурет. Бюджеттің негізгі көрсеткіштері, % ж/ж



Дереккөз: ҚР ҚМ деректері бойынша

## Сыртқы сауда

Тауар экспорты 2024 жылдың осындай кезеңімен салыстырғанда 4%-ға – 74 млрд АҚШ долларынан 71 млрд АҚШ долларына дейін азайды. Құлдыраудың негізгі себебі – мұнай секторы: жеткізу 7%-ға (36 млрд АҚШ долл. дейін) қысқарды, ал физикалық көлемдер керісінше 7%-ға өсті. Басқаша айтқанда, мұнай экспортының төмендеуі негізінен әлемдік бағаның құлдырауына байланысты болды.

**Тауар импорты керісінше 6%-ға өсіп, 54,6 млрд АҚШ долларына жетті. Нәтижесінде сауда балансының профициті 31%-ға қысқарып, 19,6 млрд доллардан 13,4 млрд АҚШ долларына дейін төмендеді. Мұнайды экспорттан шартты түрде алып тастағанда, баланс тапшылыққа айналады – минус 23 млрд АҚШ доллары.**

Көпжылдық өсімнен кейін импорттағы Қытайдың үлесі 29,1%-ға жетті, бұл Ресейдің (соңғысының ЕАЭО аясында бірқатар тарифтік және тарифтік емес преференцияларының болуына қарамастан) 29,6%-дық көрсеткішіне жақын. Бұл үрдіс ұзақ мерзім бойы сақталған жағдайда, юаньға деген сұраныстың артуын және оның валюталық есеп айырысудағы рөлінің күшейетінін күтуге болады.

Мұнайдан бөлек Қазақстанның басқа да негізгі тауарлары бойынша экспорттың төмендеуі теріс әсер етті: тазартылған мыс (құны бойынша 3% және физикалық көлемі бойынша 8%), уран концентраты (құны бойынша 10% және көлемі бойынша 5%-ға өскен кезде) және мыс рудасы (құны бойынша 11% және көлемі бойынша 23%).

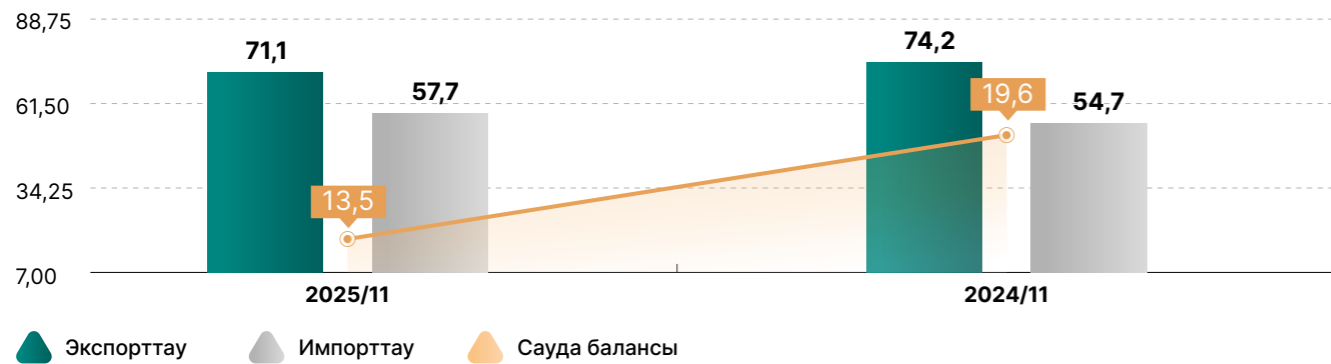
Тауар саудасынан айырмашылығы, 2025 жылдың 9 айының қорытындысы бойынша қызмет көрсету экспорты 5%-ға (8,8 млрд АҚШ долларынан 9,2 млрд АҚШ долларына дейін), ал импорты 5,8%-ға (9,6 млрд АҚШ долларынан 10,2 млрд АҚШ долларына) артты. Көрсеткіштердің жақсаруына көлік және іскерлік қызметтерден түсетін кірістердің өсуі негізгі үлес қосты. Көрсетілетін қызметтер импортының құрылымы салыстырмалы түрде тұрақты болып қалды: туристік және көлік қызметтеріне жұмсалатын шығыс басым.

ӘЭДБ-ның базалық сценарийіне сай 2026 жылы Қазақстан экспорты 77 млрд АҚШ долларын құрауға тиіс. Алайда қазіргі динамика өсімнің неғұрлым баяу болу ықтималдығы жоғары екенін көрсетеді. Біздің бағалауымызша, 2026 жылдың қорытындысы бойынша тауар экспорты 72 млрд АҚШ долларын, ал импорт 61 млрд АҚШ долларын құрайды. Сауда балансы 11 млрд АҚШ долларына жетуі мүмкін.



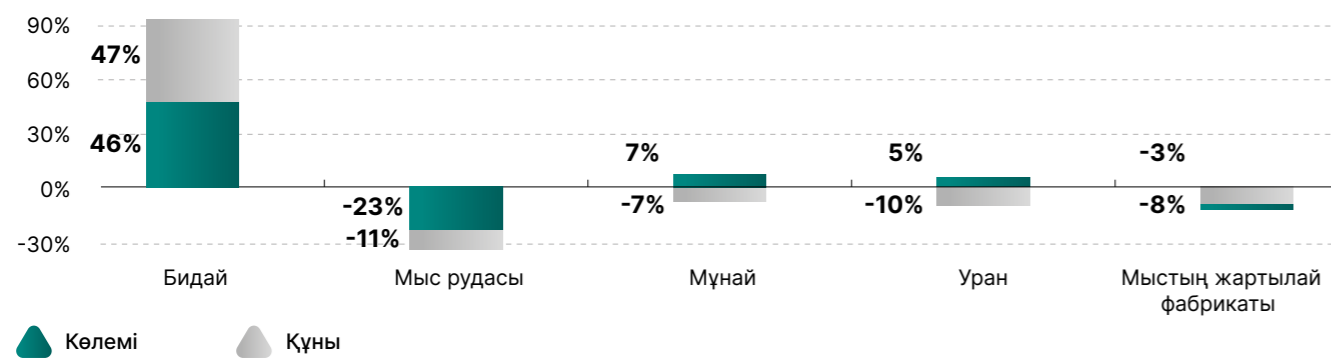
Біздің бағалауымызша, 2026 жылдың қорытындысы бойынша тауар экспорты 72 млрд АҚШ долл., импорт 61 млрд АҚШ долл. құрайды. Сауда балансы 11 млрд АҚШ долл. құрауы мүмкін

7-сурет. 2025 жылдың 11 айындағы сыртқы сауда, млрд долл.



Дереккөз: ҚР ҰСБ деректері бойынша, BCC Invest есептеуі

8-сурет. 2025 жылдың 11 айындағы экспорт құрылымы



Дереккөз: ҚР ҰСБ деректері бойынша, BCC Invest есептеуі

## Азық-түлікті экспорттау туралы

Сыртқы сауда құрылымының өзгеруі аясында экспортта агроөнеркәсіптік кешеннің рөлі артып келеді. Бидай экспорты рекордтық 1,4 млрд АҚШ долларына жетті, бұл 2024 жылдың сәйкес кезеңімен (11 ай) салыстырғанда 47%-ға жоғары. Бұл ретте жалпы экспорт көлеміндегі бидайдың үлесі шамамен 2%-ға дейін ұлғайды.

Жалпы алғанда АӨК өнімдерінің экспорты 6 млрд АҚШ долларынан асты, бұл еліміздің жиынтық экспортының шамамен 9%-ына сәйкес келеді. Бұл көлем әлі де мұнай экспортынан түсетін түсімдерден шамамен алты есе төмен болғанымен, мұнай мен аграрлық экспорт арасындағы алшақтық айтарлықтай қысқарды.

Салыстыру үшін, 2018 жылы мұнай экспорты АӨК өнімдерінің экспортынан шамамен 14 есе артық болған, бұл сыртқы саудадағы аграрлық сектордың рөлінің және экспорт құрылымын әртараптандырудың біртіндеп, алайда қалыпты түрде артып келе жатқанын көрсетеді.

## Мұнайды экспорттау туралы

Мұнай нарығы бойынша біздің болжамдарымыз ортамерзімді перспективада жаһандық ұсыныс сұраныстан асып түседі деген болжамға негізделген. Бұл, бір жағынан, жаңа кен орындарында өндірудің жандануына және Оңтүстік Американың бірқатар елдерінде өндірістің кеңеюіне, ал екінші жағынан – Қытай тарапынан сұраныстың өсімінің баяулауына байланысты.

Осы жағдайда біз Brent маркалы мұнайдың орташа жылдық бағасы барреліне шамамен 57 АҚШ долларын құрайды деп күтеміз.

Еліміздің ішінде мұнай өндіру, біздің бағалауымызша, ең алдымен ірі жобаларды іске асыру есебінен ұлғая береді. Алайда баға деңгейінің төмендеуі аясында мұнай секторының бюджет пен жалпы экономика үшін маңыздылығы біртіндеп азаюы мүмкін, бұл оның алдыңғы жылдармен, соның ішінде биылмен салыстырғандағы үлесінің төмендеу үрдісін күшейтеді.

## Жалақы

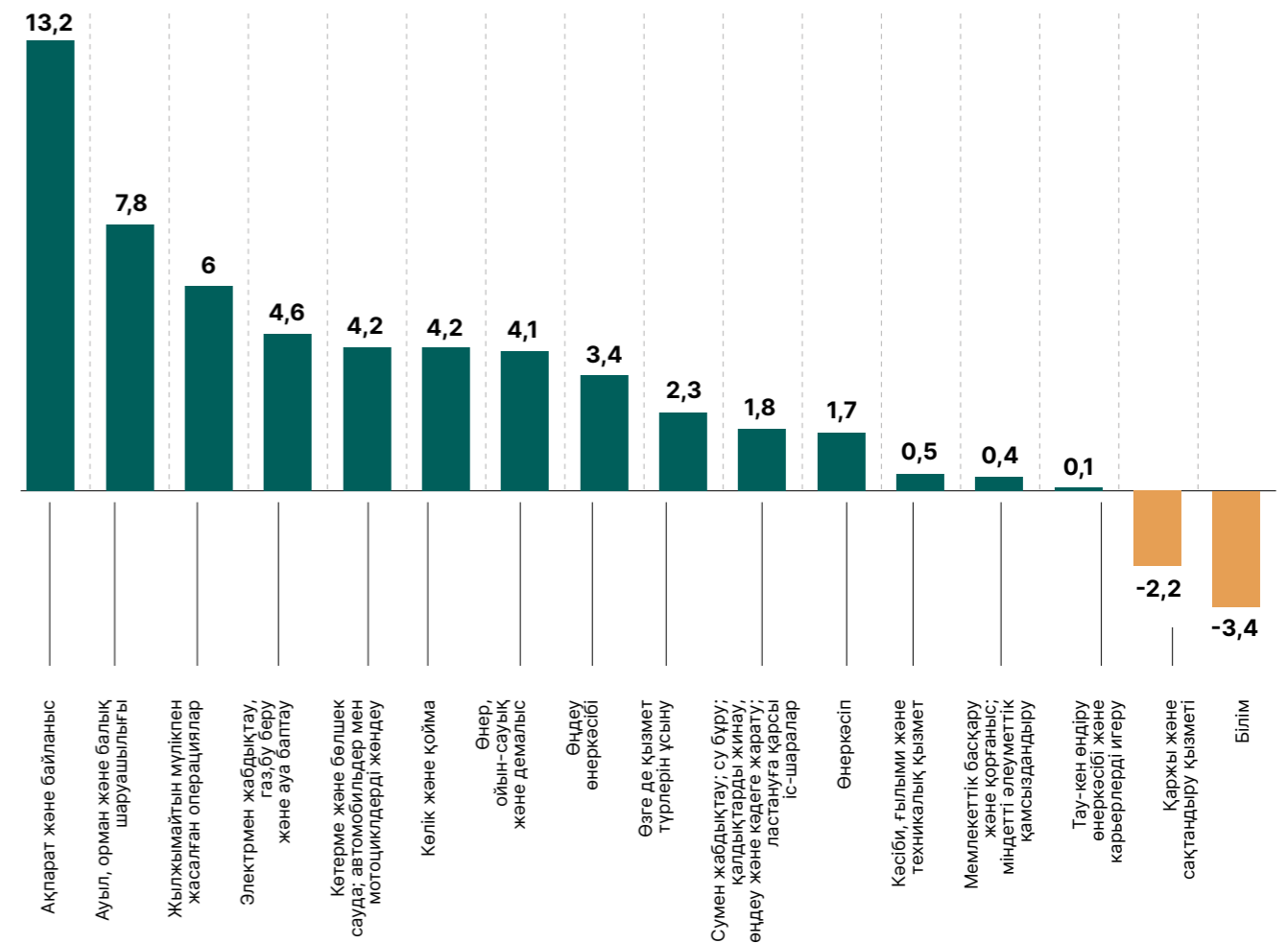
9 айдағы орташа атаулы жалақы 433 мың теңгені құрады, бұл өткен жылмен салыстырғанда 10,6%-ға жоғары. Алайда нақты мәнде 0,4%-ға төмендеді, бұл инфляцияның халықтың табысына әсерін көрсетеді.

Секторлар бойынша жалақы динамикасы әркелкі болды. Ең ірі өсім дәстүр бойынша ақпарат және байланыс саласында байқалды – +25%, яғни 835 мың теңгеге дейін жетті. Ауыл шаруашылығында нақты жалақы рекордтық 71%-ға өсті, бұл төмен базаның әсерімен түсіндіріледі, өйткені бұл салада жалақы көлемі әлі де ең төменгі деңгейде – 299 мың теңге.

Ең үлкен түсім әкімшілік және қосалқы қызмет көрсету секторында тіркелді: нақты жалақы 10,1%-ға азайып, 2024 жылдың басынан басталған стагнация жалғасуда. Бұл корпоративтік сектор мен шағын және орта бизнесте шығынды қысқарту немесе оңтайландыру жүргізіліп жатқанын көрсетеді.

Сонымен бірге білім беру саласында – 3,4%, ал денсаулық сақтау саласында – 3,8% табыс төмендеуі байқалды, бұл салалардың бюджеттік шығыстағы үлесінің қысқаруымен байланысты. Құрылыс саласында жағдай ең күрделі: жалақы нақты 10,6%-ға, ал номиналды көрсеткіште 0,8%-ға төмендеді.

9-сурет. Сала бойынша нақты жалақы индексі



Дереккөз: ҚР ҰСБ деректері бойынша, BCC Invest есептеуі

# 03



## ҚР эмитенттерін бағалау

- 21 «ҚазАтомӨнеркәсіп» ҰАК» АҚ (KAP)
- 22 «Kaspi.kz» АҚ (KSPI)
- 23 «ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ (ҚМГ)
- 26 «KEGOC» АҚ (KEGC)
- 27 «Air Astana» АҚ (AIRA)
- 28 Solidcore Resources PLC (CORE)

## «Қазатомөнеркәсіп» ҰАК» АҚ (KAP)

### 2025 жылдың 9 айындағы қаржылық нәтиже

<b>KASE тикері:</b> KZAP	<b>Нысаналы баға (12A):</b> 31 472Т	<b>Әлеуеті:</b> +11%
<b>AIX тикері:</b> KAP	<b>Қазіргі баға:</b> 28 350Т*	<b>Рейтингі:</b> BUY

### 2025 ж. желтоқсан айы

«Қазатомөнеркәсіп» ҰАК» АҚ (бұдан әрі – «Топ») 2025 жылдың 9 айындағы қызметінің операциялық нәтижелерін жариялады.

Топтың қаржылық көрсеткіштерінің өзгеруі және WACC өзгеруі салдарынан біз ағымдағы нарықтық бағадан 11%-ға ықтимал өсіммен бір акцияның құнын 31 472 Т дейін жаңарттық, ұсынымымыз – «Сатып алу».

### 2025 жылдың 9 айындағы шоғырландырылған қаржылық есептіліктің қорытындысы бойынша қаржылық нәтиже:

- 2025 жылдың 9 айындағы түсімнің 2024 жылдың ұқсас кезеңімен салыстырғанда 5%-ға өсуі, негізінен, уранның спот бағасының түсіп кетуінен кейін орташа сату бағасының төмендеуіне қарамастан, уранды сату көлемінің ұлғаюына байланысты.
- Уран өндіру көлемі 12%-ға өсті, бұл өткен кезеңмен салыстырғанда 2025 жылға арналған өндірістік жоспардың жоғарылауымен түсіндіріледі. Бұл ретте «Инкай» БК бойынша жылдық индикативтің төмендеуі компанияның қорытынды өндірістік жоспарларына айтарлықтай әсер етпейді.
- Сату көлемі жылдық есепте 10%-ға ұлғайды. Сату тапсырыстардың түсу мерзіміне және жеткізу кестесіне қарай айтарлықтай ауытқуы мүмкін.
- 2025 жылдың 9 айында сатудың өзіндік құны 7%-ға түсіп кетті. Материалдарға, шикізатқа және қайта өңдеу қызметіне жұмсалатын шығынның азаюына байланысты түсіп кетті, бұл өзіндік құнның жалпы деңгейінің қорытынды қысқаруын қамтамасыз ете отырып, жалақы, амортизация және салық бойынша шығыстың өсуін өтейді.
- 2025 жылдың 9 айындағы жағдай бойынша қарыз жүктемесінің деңгейі 209 млрд теңгені құрады, бұл 2024 жылғы көрсеткіштен 62%-ға артық.

### Бағалау моделіндегі параметрлерді өзгерту және жаңарту

Модельде уранның спот бағасы бойынша болжамдар Capital IQ және Bloomberg-тің талдау базаларына сәйкес жаңартылды.

Дисконттау мөлшерлемесі (WACC) нарықтағы өзгерістерге байланысты 15,6%-ға дейін төмендеді. Сондай-ақ уран өндіру және сату бойынша көлемдері жаңартылып, 2025 жылдың 9 айының қорытындысы бойынша таза қарыз құны түзетілді.

### Инвестициялық ұсыным емес

\*Бағалау сәтінде

АЛҰА ЕСБОЛ, бас талдаушы

ayesbol@bcc-invest.kz

### Қаржылық көрсеткіштер

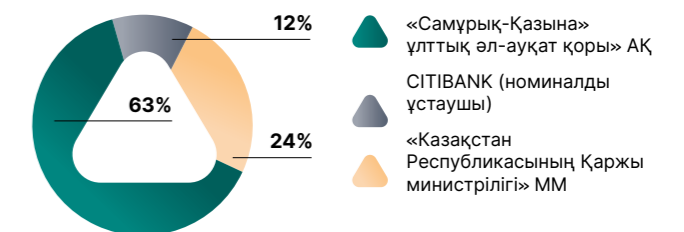
млрд, Т	9А 2025	9А 2024	Өзгеріс (%)
Түсім	1 193	1 139	+5%
Өзіндік құн	(643)	(693)	-7%
Жалпы пайда	550	446	+23%
Операциялық пайда	498	399	+25%
Таза пайда	533	745	+28%
Ақша қаражаты және оның баламалары	379	238	+59%

### Маржиналдық

	9А 2025	9А 2024
ROA	23%	31%
ROE	30%	39%

Дереккөз: Компания деректері, BCC Invest есептеуі

### Акционерлер



### Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дн)	259 356 608
Нарықтық капиталдандыру (млрд, Т)	7 331
52-апта, min/max (Т)	16 080–30 958

### Операциялық көрсеткіш, тонна



## «Kaspi.kz» АҚ (KSPI)

## 2025 жылдың 9 айындағы қаржылық нәтиже

KASE тикері: KSPI

Нысаналы баға (12A): 57 955₸

Әлеуеті: +44%

NASDAQ тикері: KSPI

Қазіргі баға: 40 299₸\*

Рейтингі: Сатып алу

## 2025 ж. қараша айы

«Kaspi.kz» АҚ (бұдан әрі – «Компания») 2025 жылдың 9 айындағы қызметінің операциялық нәтижелерін жариялады. Нәтижесінде біз бір акцияның құнын 57 955 ₸ деп жаңарттық, ықтимал өсімі қазіргі нарықтық бағадан 44%, ұсынымымыз – «Сатып алу».

Компанияның нәтижелеріне смартфондарды жеткізудегі іркіліс, ҚРҰБ базалық мөлшерлемесінің өсуі, мемлекеттік бағалы қағаздардан түсетін кіріске салынатын салық, міндетті резервтердің ұлғаюы және теңгенің әлсіреуі әсер етті, соның салдарынан қосымша резервтер қалыптастыруға тура келді. Сыртқы факторлардың ықпалы сақталғанына қарамастан, Kaspi.kz позицияларын берік ұстап отыр. 2025 жылдың 9 айының қорытындысы бойынша компанияның түсімі жылдық мәнде 61%-ға өсті, ал таза пайдасы 9%-ға артып, 791 млрд теңгеге жетті (Түркиядағы нәтижелерді қоса алғанда).

## 2025 жылдың 9 айындағы шоғырландырылған қаржылық есептіліктің қорытындысы бойынша қаржылық нәтиже:

## Kaspi.kz

Алдыңғы жылмен салыстырғанда компанияның түсімі 20%-ға өсті, бұл негізінен Marketplace сегменті кірісінің одан әрі кеңеюімен байланысты.

**Marketplace.** 2025 жылдың 9 айының қорытындысы бойынша сегменттің түсімі жылдық мәнде 27%-ға, ал таза пайдасы 13%-ға артты. Жалпы сату көлемі 4,7 трлн теңгеге жетті (+15% ж/ж).

**Payments.** 2025 жылдың 9 айының қорытындысы бойынша төлем сегментінің түсімі мен таза пайдасы сәйкесінше 14%-ға және 17%-ға өсті. Өсім Kaspi Pay және B2B Payments дамуының арқасында транзакциялар көлемінің (TPV) жылдық мәнде 21%-ға артуымен қолдау тапты.

**Fintech.** Сегменттің кірісі 21%-ға өсті. Платформаның негізгі өнімі бұрынғыдай төмен тәуекелді BNPL-кредиттер болып қала береді, олардың үлесіне TFV-дің 39%-ы тиесілі. Сатушылар мен микробизнеске берілетін кредиттер тұтынушылық қарыздарға қарағанда жылдамырақ өсуді жалғастырып, TFV-нің 19%-ын құрады, бұл кредиттік портфельдің әртарапандырылуын күшейтеді.

## Hepsiburada

2025 жылдың 9 айы ішінде Hepsiburada аралас динамика көрсетті. Түсімнің жылдық мәнде 11%-ға өскеніне қарамастан, EBITDA 35%-ға қысқарды, ал таза шығын шамамен – 2,5 млрд лираны құрады. Бұл резервтердің ұлғаюына және жеткізуді жақсартуға, BNPL-шешімдерді дамытуға және мобильді қосымшаны оңтайландыруға бағытталған инвестициялардың жалғасуына байланысты. Сонымен қатар сатып алу санының өсуі клиенттік белсенділіктің біртіндеп қалпына келе бастағанын білдіреді.

## Бағалау моделіндегі параметрлерді өзгерту және жаңарту

Дисконттау мөлшерлемесі (WACC) нарықтағы өзгерістерге байланысты 17,3%-ға дейін төмендетілді. Сондай-ақ 2025 жылдың 9 айының қорытындысы бойынша деректер жаңартылып, таза қарыз түзетілді.

## Инвестициялық ұсыным емес

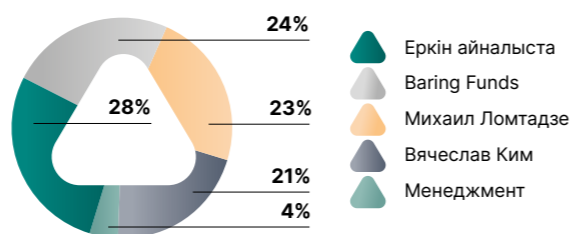
\*Бағалау сәтінде

Қаржылық көрсеткіштер			
млрд, ₸	9A 2025	9A 2024	Өзгеріс (%)
Payments	481	421	+14%
Marketplace	1 358	498	+173%
Fintech	1 123	930	+21%
Операциялық шығын	(1 924)	(903)	+112%
Таза пайда	791	740	+9%
Ақша қаражаты және оның баламалары	502	507	-1%

Маржиналдық		
	9A 2025	9A 2024
ROA	11%	13%
ROE	47%	72%

Дереккөз: Компания деректері, BCC Invest есептеуі

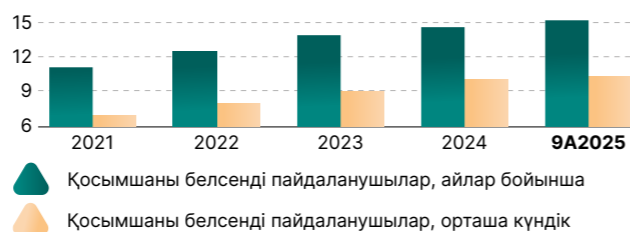
## Акционерлер



## Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дн)	216 742 000
Еркін айналыста (%)	33%
Нарықтық капиталдандыру (млрд, ₸)	7 579
52-апта, min/max (₸)	39 500–57 570

## Компанияның операциялық көрсеткіші, млн



▲ Қосымшаны белсенді пайдаланушылар, айлар бойынша  
 ● Қосымшаны белсенді пайдаланушылар, орташа күндік

## «ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ (ҚМГ)

## 2025 жылдың 9 айындағы қаржылық нәтиже

KASE тикері: KMGZ

Нысаналы баға (12A): 20 875₸

Әлеуеті: –3,8%

AIX тикері: KMG

Қазіргі баға: 21 700₸\*

Рейтингі: HOLD

## 2025 ж. желтоқсан айы

24 қарашада ҚазМұнайГаз компаниясының (бұдан әрі – «Компания») 2025 жылғы 9 айының қорытындысы бойынша қаржылық есептілігі жарияланды, ол 2024 жылғы 9 айымен салыстырғанда операциялық және қаржылық көрсеткіштердің жақсарғанын көрсетті.

Нәтижесінде біз бір акцияның құнын 20 875 ₸ деп бағаладық, ұсынымымыз – «Ұстау».

## 2025 жылдың 9 айының қорытындысымен қаржылық және операциялық нәтиже:

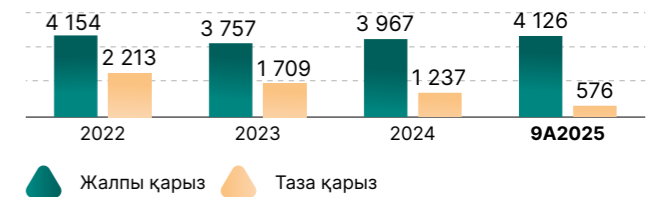
- 2024 жылдың 9 айымен салыстырғанда сатып алушылармен жасалған шарттар бойынша түсім мұнай өндіру көлемі ұлғайған, мұнай тасымалдау көлемі азайған кезде қайта өңдеу көлемінің ұлғаюы аясында 11,2%-ға өсті.
- ҚМГ мұнай және конденсат өндіру көлемі 2025 жылдың 9 айында 10,0%-ға өсіп, 19 843 мың тоннаны құрады. Өсім Теңізде үшінші буын зауытының іске қосылуымен және Қарашығанақтың тұрақты жұмысымен қамтамасыз етілді, ал Қашағанда газ факторының ұлғаюына байланысты аздаған төмендеу байқалды.
- Мұнайды тасымалдаудың жалпы көлемі 62 503 мың тоннаны (-1,1%) құрады. Ақтау – Баку бағыты бойынша жеткізудің уақытша тоқтатылуына және танкерлерді жаңғыртуға байланысты төмендеді, бұл ретте құбырлармен тасымалдау Теңізден мұнай өткізудің және ішкі нарыққа жеткізу көлемінің өсуінің арқасында ұлғайды.
- Мұнай мен конденсатты өткізу көлемі 19 922 мың тоннаны (+8,6%) құрады, оның 66,6%-ы экспорт, ал 6 661 мың тонна еліміздің мұнай өнімдеріне деген сұранысты қамтамасыз ету үшін МӨЗ-ге жеткізуді қоса алғанда, ішкі нарыққа жіберілді.
- МӨЗ-де көмірсутектерді өңдеу көлемі 11,7%-ға өсіп, 15 770 мың тоннаны құрады. Өткен жылы жөндеуде болған ПҚОП-тың үздіксіз жұмыс істеуінің арқасында қазақстандық МӨЗ 11 159 мың тонна (+3,7%) өңдеді. Румыниялық Petromidia және Vega күрделі жөндеу аяқталғаннан кейін тұрақты жұмыс істеу салдарынан қайта өңдеуді 37,1%-ға – 4 611 мың тоннаға дейін ұлғайтты.
- Мұнай өнімдерінің өндірісі 14 808 мың тоннаға жетіп, 13,5%-ға артты, оның ішінде бензин – 4 660 мың тонна (+17,0%), дизель – 5 770 мың тонна (+20,0%). Өсім ашық түсті мұнай өнімдерінің шығуының ұлғаюымен және румындық МӨЗ-де қайта өңдеуді қалпына келтірумен қамтамасыз етілген.
- ҚР-да мұнай өнімдерін сату көлемі 4 105 мың тоннаны (+18,3%) құрады. Мұнай өнімдерінің экспорты негізінен өзге де өнімдерді сатуды қысқарту есебінен 411 мың тоннаға дейін 18,7%-ға азайды.
- KPI-да полипропилен өндірісі 135,0 мың тоннаға дейін 68,4%-ға, сату көлемі 128,6 мың тоннаға дейін 54,7%-ға өсті. Ішкі нарықта сату көлемі 13,7 мың тоннаға дейін (+84,8%), экспорт 114,9 мың тоннаға дейін (+51,7%) ұлғайды, негізінен Түркия мен Еуропаға сатылды.

## Инвестициялық ұсыным емес

\*Бағалау сәтінде

Қаржылық көрсеткіш			
млрд, ₸	9A 2025	9A 2024	Өзгеріс (%)
Сатып алушылармен шарттар бойынша түсім	7 058	6 349	+11,2%
EBITDA көрсеткіші	1 264	1 227	+3,1%
Таза пайда	978	867	+12,8%
Күрделі шығын	398	444	-10,4%

## Қарыз бойынша динамика, млрд ₸



## Маржиналдық

	9A 2025	9A 2024
ROA (LTM)	6,3%	4,8%
ROE (LTM)	10,1%	7,8%

Дереккөз: Компания деректері, BCC Invest есептеуі

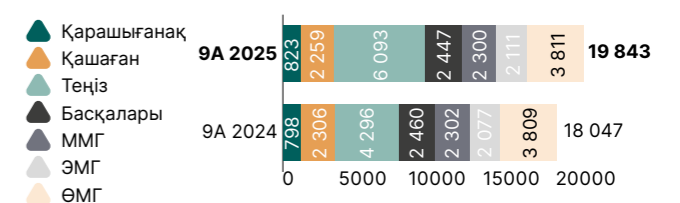
## Акционерлер

«Самұрық-Қазына» ұлттық әл-ауқат қоры» АҚ	67,81%
«Қазақстан Республикасының Қаржы министрлігі» ММ	20,00%
ҰР Ұлттық Банкі	9,58%
Еркін айналыста	2,61%

## Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дн)	610 119 493
Еркін айналыста (%)	2,61%
Нарықтық капиталдандыру (млрд, ₸)	13 263,8
52-апта, min/max (₸)	13 260–22 588

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



# BCC Invest-тен ИПҚ

Инвестициялық пай қорлары (ИПҚ) — бұл басқаруды кәсіби мамандарға сеніп тапсыра отырып, алаңсыз инвестиция жасағысы келетін жандарға арналған дайын шешім

## «ЦЕНТРКРЕДИТ-ВАЛЮТНЫЙ» ИПҚ

Валютада инвестиция жасау үшін сенімді шешім

Валютасы: USD  
Кірістілігі: 21,88%\*

ISIN: KZPF00000058,  
тіркелген күні: 23.05.2017

## «ЦЕНТРКРЕДИТ-РАЗУМНЫЙ БАЛАНС» ИПҚ

Кірістілік пен тәуекелдерге теңгерімді тәсіл

Валютасы: KZT  
Кірістілігі: 24,64%\*

ISIN: KZPF000000231,  
тіркелген күні: 21.12.2006



\* 2025 жылдың қорытындысы бойынша кірістілік, төленген дивиденд ескерілген



Инвестициялық пай қорларының пайымен операция жүргізбес бұрын инвестициялық пай қорының ережесімен және инвестициялық декларациясымен [bcc-invest.kz](http://bcc-invest.kz) сайтында танысуды сұраймыз. Пай құны көтерілуі немесе түсуі мүмкін екенін ескертеміз; бұрынғы инвестициялау нәтижесі болашақта түсетін кірісті айқындамайды; мемлекет инвестициялық қорларға салынған инвестицияның кіріс әкелетініне кепілдік бермейді.

Ұлттық Банк бағалы қағаздар нарығында қызметті жүзеге асыруға берген 10.07.2018 жылғы № 3.2.235/12 мемлекеттік лицензия.

## «KEGOC» АҚ (KEGC)

## 2025 жылдың 9 айындағы қаржылық нәтиже

KASE тикері: KEGC

Нысаналы баға (12A): 1 778Т

Әлеуеті: +27%

AIX тикері: KEGC

Қазіргі баға: 1 398Т\*

Рейтингі: BUY

## 2025 ж. қараша айы

«KEGOC» АҚ (бұдан әрі – «Компания») 2025 жылдың 9 айындағы қызметінің қаржылық нәтижелерін жариялады.

Есептік кезеңде компанияның операциялық қызметінің көрсеткіштері айтарлықтай ауытқусыз тұрақтылықты көрсетті.

Нәтижесінде біз бір акцияның құнын 1 778 Т деп сақтап қалдық, ықтимал өсімі – қазіргі нарықтық бағадан 27%, ұсынымымыз – «Сатып алу».

## 2025 жылдың 9 айындағы қаржылық есептіліктің қорытындысы:

- Түсім көлемі 278,9 млрд теңгені құрап, өткен жылмен салыстырғанда 46,6 млрд теңгеге артты. 20%-дық өсім мемлекетаралық электр энергиясы ағындарының сальдосын өтеу мақсатында электр энергиясын сатудан түсетін кірістің 87%-ға ұлғаюымен, ҰЭЖ пайдалану қызметінен түсетін түсімнің 20%-ға өсуімен, сондай-ақ электр энергиясын өндіруді және тұтынуды теңгерімдеуді ұйымдастыру қызметі бойынша кірістің 18%-ға артуымен қамтамасыз етіледі.
- Өткізілген өнімнің өзіндік құны өткен жылмен салыстырғанда 27%-ға артты. ҚР Теңгерме электр энергиясы нарығында теңгерме электр энергиясын сатып алуға жұмсалған шығынның 89%-ға өсуі, сондай-ақ электр энергиясының технологиялық шығынының 47%-ға артуы өсімге сүбелі үлес қосты.
- Таза пайда төмендеді, себебі шығынның өсуі компания кірісінің өсуі қарқынынан асып түсті. Қаржылық шығыстың артуы неғұрлым көп әсер етті. Нәтижесінде қосымша алынған түсімнің барлығы дерлік шығынның өсуімен толықтай өтелді.
- 2025 жылдың 9 айының қорытындысы бойынша қарыз жүктемесінің деңгейі 161 млрд теңгені құрады, бұл жылдың басынан бері 0,5%-ға төмендегенін көрсетті.
- Компания ірі көлемдегі дивидендтік төлемдерімен ерекшеленеді, бұл оның инвесторлар үшін тартымдылығын арттырады.

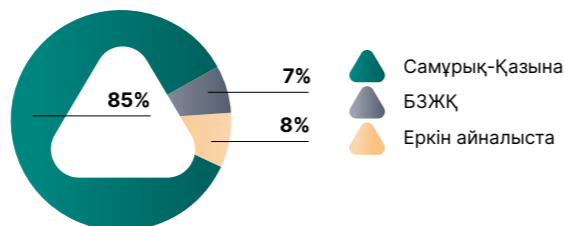
«KEGOC» АҚ-тың бір акциясының құнын бағалау. Жоғарыда көрсетілген нәтижені, дивиденд бойынша тарихи тұрақты төлемдерді назарға ала отырып, біз бір жай акцияның құнын 1 778 теңге деңгейінде сақтап қалдық, ұсынымымыз – BUY/«Сатып алу».

Қаржылық көрсеткіштер			
млрд, Т	9А 2025	9А 2024	Өзгеріс (%)
Түсім	278,9	232,4	20,0%
Өзіндік құны	-208,7	-164,3	27,0%
Жалпы пайда	70,1	68,1	3,0%
Операциялық пайда	61,4	59,3	3,6%
Таза пайда	45,2	47,0	-4,0%

Маржиналдық		
	9А 2025	9А 2024
ROA (LTM)	5,4%	6,2%
ROE (LTM)	7,7%	9,1%

Дереккөз: Компания деректері, BCC Invest есептеуі

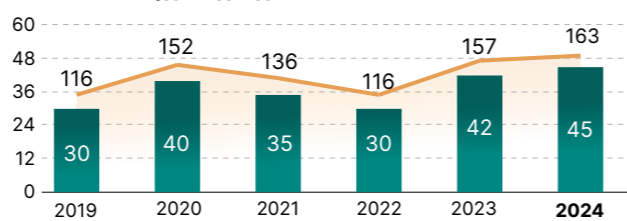
## Акционерлер



## Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дн)	275 294 118
Еркін айналыста (%)	15
Нарықтық капиталдандыру (млрд, Т)	383
52-апта, min/max (Т)	1391-1 530

## Компанияның дивиденді



- Есептелген дивиденд сомасы, млрд теңге
- Бір акцияға дивиденд мөлшері, теңге

## Инвестициялық ұсыным емес

\*Бағалау сәтінде

## «Air Astana» АҚ (AIRA)

## 2025 жылдың 9 айындағы қаржылық нәтиже

KASE тикері: AIRA

Нысаналы баға (12A): 1 124Т

Әлеуеті: +27,4%

AIX тикері: AIRA.Y

Қазіргі баға: 882Т\*

Рейтингі: BUY

## 2025 ж. қараша айы

11 қарашада «Air Astana» АҚ (бұдан әрі – «Компания») 2025 жылғы 30 қыркүйекте аяқталған 9 айдағы қызметінің қаржылық және операциялық нәтижелерін жариялады.

Біздің ойымызша, есеп бейтарап сипатта. Тоқсандық түсімнің 10,1%-ға өскеніне қарамастан, 2025 жылдың 9 айындағы таза пайда 34%-ға төмендеді, бұл негізінен Pratt & Whitney қозғалтқыштарына қатысты мәселелердің әсерінің уақытша күшеюімен байланысты. Біз осы фактордың әсері келесі кезеңдерде қалыпқа келеді деп күтеміз.

Жаңартылған модельді ескере отырып, біз акцияның нысаналы құнын 1 124 теңге деңгейінде белгіледік және «Сатып алу» ұсынымын сақтадық.

## 2025 жылдың 9 айындағы қаржылық есептіліктің қорытындысы:

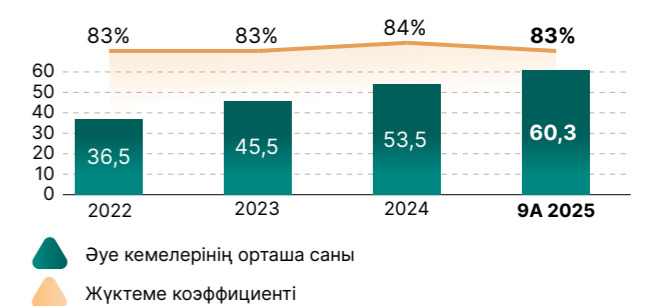
- Air Astana және FlyArystan брендтерінің 2025 жылдың 9 айындағы түсімі өткен жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда сәйкесінше 12,5%-ға және 12,1%-ға артты. Түсімнің негізгі өсімі 2024 жылдың ұқсас кезеңімен салыстырғанда жолаушылар тасымалынан түсетін кірістің 25%-ға ұлғаюымен байланысты болды. Топ бойынша жолаушылар саны 10,5%-ға өсіп, 7,5 млн адамға жетті, оның ішінде 3 млн жолаушы үшінші тоқсанға тиесілі, бұл өткен жылғы көрсеткіштен 8,8%-ға жоғары.
- Үшінші тоқсанда FlyArystan әуе компаниясы екі жаңа бағытты іске қосты: Атырау-Ташкент және Алматы-Ыстықкөл маусымдық рейсі. Топ Қытай нарығындағы қатысуын күшейтіп, бес бағыт бойынша апталық рейстер санын жылдың басындағы үштен 31-ге дейін арттырды. Кезең соңында ұшақ саны 61-ді құрады.
- Топтың ASK (Available Seat Kilometers – қолжетімді орын-километрлер) өткізу қабілеті коэффициенті 2025 жылдың 9 айында жылдық есепте 17%-ға өсті: Air Astana бренді бойынша 18%-ға, FlyArystan бренді бойынша 14%-ға өсті. 2025 жылдың алғашқы тоғыз айында Топ тасымалданған жолаушылар санын 2024 жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда 10,5%-ға арттырып, 7,5 млн адамға жеткізді.
- 2025 жылдың 9 айындағы операциялық пайда 47 млрд теңгені құрады, бұл 2024 жылғы деңгейден 7%-ға төмен. Pratt & Whitney қозғалтқыштарына қатысты мәселелерге байланысты тасымалдау қуаттарының шектелуімен байланысты төмендеген: жыл басынан бері 19 жоспардан тыс алып тастау тіркелді, оның 14-і жазғы қарбалас маусымға тиелісі. Осы факторлар және анықталған конструкциялық ақаулар 3-тоқсанда EBITDAR көрсеткішіне теріс әсер етіп, шамамен 25,5 млн АҚШ долларын құрады. Сонымен қатар теңгенің әлсіреуі FlyArystan компаниясының кірісін азайтып, қосымша қысым көрсетті. Осы факторлар болмағанда, есептік кезеңдегі таза пайда өткен жылғы көрсеткіштен асып түсер еді.
- Компанияның ақшалай қаражаты 296 млрд теңгеге дейін өсіп, рекордтық деңгейге жетті. Флотты кеңейтуге байланысты жалдау міндеттемелерінің артуы салдарынан таза қарыз 441 млрд теңгеге дейін ұлғайды. Соған қарамастан компания Net Debt/EBITDAR көрсеткішінің тұрақты деңгейін – шамамен 1,33 деңгейінде сақтап отыр.

## Инвестициялық ұсыным емес

\*Бағалау сәтінде

Қаржылық көрсеткіштер			
млрд, Т	9А 2025	9А 2024	Өзгеріс (%)
Түсім	572	443	29%
Операциялық шығын	-525	-409	28%
Операциялық пайда	47	51	-7%
Таза пайда	16	25	-34%
Ақша қаражаты және оның баламалары	296	228	30%

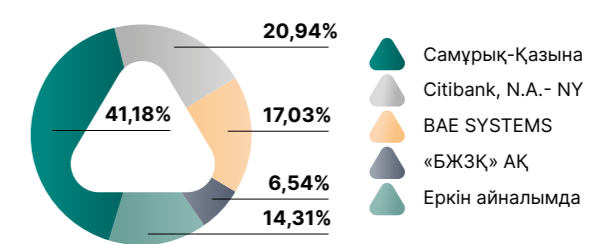
## Көрсеткіштер



Маржиналдық		
	9А 2025	9А 2024
ROA (LTM)	1,76%	3,09%
ROE (LTM)	8,53%	15,84%

Дереккөз: Компания деректері, BCC Invest есептеуі

## Акционерлер



## Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дн)	354 951 593
Еркін айналыста (%)	14,31
Нарықтық капиталдандыру (млрд, Т)	314,9
52-апта, min/max (Т)	695-890

## Solidcore Resources PLC (CORE)

## Қамтуды бастау

AIX тикері: CORE

Нысаналы баға (12A): 9,94\$

Әлеуеті: +53,5%

Қазіргі баға: 6,48\$\*

Ұсыным: Сатып алу

## 2026 жылғы қаңтар

Біз ағымдағы өндіру деңгейінен 0,5 млн унциядан 2030 жылға қарай бизнесті 1 млн унцияға дейін ұлғайтуға дейінгі өтпелі сатыда тұрған Қазақстандағы жетекші алтын өндіруші – Solidcore Resources plc (бұдан әрі – «Компания») бойынша талдамалық қамтуымызды бастаймыз. Компанияның стратегиясы 2028 жылдың екінші жартыжылдығында Ертіс гидрометаллургиялық комбинатын (ЕГМК) іске қосуға негізделген, ол берік кендерді қайта өңдеуді, бөгде толлингке тәуелділікті төмендетуді және бөгде шикізатты қайта өңдеу есебінен бизнесті кеңейтуді, сондай-ақ 2030 жылы Қызылда жерасты өндіруге көшуді қамтамасыз етеді. Біз 2028 жылдан кейін Solidcore капитал шығынының азаюына қарай еркін ақша ағынының неғұрлым тұрақты генерациясы кезеңіне көшеді деп есептейміз. Біз акцияның әділ құнын жарты жылда бір рет жаңартуды жоспарлап отырмыз, бұл Компанияның қаржылық есептілігін шығару кезеңділігіне сәйкес келеді. 2025 жылдың 1-жартыжылдығындағы қаржылық есептілік нәтижелері бойынша акциялар бойынша біздің мақсатты бағамыз – 9,94 USD, бұл 53,5% өсу әлеуетіне сәйкес келеді. Ұсыным – «Сатып алу».

## Компанияның негізгі активтері

- Solidcore Resources plc портфелі екі негізгі өндірістік активке – Қызыл және Варвара кен орындарына негізделген.
- Қызыл (Абай облысы, Қазақстан) – Solidcore компаниясының негізгі жоғары сортты активі және маржиналдықтың негізгі көзі. Кеннің едәуір бөлігі төзімді, сондықтан ЕГМК енгізілгенге дейін нәтижелер концентратты қайта өңдеудің қолжетімділігіне байланысты, бұл өндіру мен сату арасындағы уақытша үзілісті тудыруы және ақша ағындарының құбылмалылығын арттыруы мүмкін. Қызыл ұзақмерзімді болашақта өсудің басты драйвері болып қала береді: ЕГМК іске қосу тұрақты кенді қайта өңдеудің орнықтылығын және іске асырудың болжамдылығын арттыруға тиіс, ал 2030 жылы жерасты өндіруге көшу – активтің қызмет ету мерзімін ұзарту және карьерлік кезең аяқталғаннан кейін өндірістік бейінді қолдау. Қосымша әлеует ресурстардың бір бөлігін жете барлау және қайта өңдеу инфрақұрылымының дамуына қарай қорларға тарту мүмкіндігінен тұрады. 01.01.2025 ж. жағдай бойынша Қызылдың кен қоры 10,0 млн GE унцияны, ал минералдық ресурстар 2,4 млн GE унцияны құрайды.
- Варвара (Қостанай облысы, Қазақстан) – компанияның өндірудің базалық деңгейін қамтамасыз ететін және операциялық нәтижелердің құбылмалылығын, әсіресе ЕГМК-ні іске қосқанға дейінгі өтпелі кезеңде тегістейтін неғұрлым тұрақты активі. Варвара операциялық тірек рөлін атқарады және қарқынды күрделі цикл кезеңінде ақша ағындарының тұрақтылығын ұстап, жиынтық нәтижелердің Қызыл динамикасына тәуелділігін азайтады. Бұдан басқа активтің инфрақұрылымдық құндылығы зор және жақын маңдағы шағын жобаларды қосу үшін база қызметін атқара алады, бұл ресурстық базаны кеңейту стратегиясының икемділігін арттырады және селективті M&A әлеуетін қолдайды. 01.01.2025 ж. жағдай бойынша Варвара кен орнының кен қоры 2,2 млн GE унцияны, ал минералдық ресурстар 1,0 млн GE унцияны құрайды.

## Инвестициялық ұсыным емес

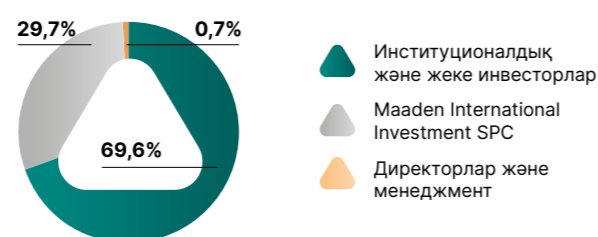
\*Бағалау сәтінде

Қаржылық көрсеткіштер			
млн USD	1Ж 2025	1Ж 2024	Өзгеріс (%)
Түсім	325	704	(53,8%)
Өзіндік құны	(155)	(358)	56,7%
ЕБІТДА көрсеткіші	152	346	(56,1%)
Операциялық пайда	127	292	(56,5%)
Жалғасатын қызметтен түсетін таза пайда	85	238	(64,3%)
Таза пайда	85	(1 807)	104,7%
Күрделі шығын	128	107	19,6%

Дереккөз: Компания деректері, BCC Invest есептеуі

Маржиналдық		
	1Ж 2025	1Ж 2024
ROA (LTM)	19%	8%
ROE (LTM)	26%	19%

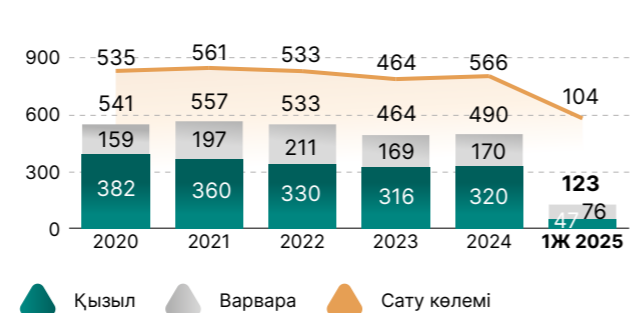
## Акционерлер



## Нарықтық параметрлер

Шығарылған акция саны (дн)	473 690 320
Нарықтық капиталдандыру (млрд, \$)	2 984
52-анта min/max (\$)	3,09–6,49

## Операциялық көрсеткіштер, тонна



▲ Қызыл    ● Варвара    ▲ Сату көлемі

# BCC Invest Қазақстандағы алғашқы KASE индекстеріне негізделген ETF шығарды

## ● KASE индексі ETF

KASE индексі ETF еліміздің негізгі қор индексінің құрылымын қайталайды және инвесторға Қазақстанның ең ірі жария компанияларына экспозиция береді

KASE индексі ETF Қазақстанның неғұрлым өтімді әрі ең ірі 10 компаниясының акцияларына негізделген

- ЦентрКредит Банкі (CCBN)
- Қазақстан Халық Банкі (HSBK)
- Kaspi.kz (KSPI)
- Kcell (KCEL)
- KEGOC (KEGC)
- ҚазМұнайГаз (KMGZ)
- Қазатомөнеркәсіп (KZAP)
- ҚазТрансОйл (KZTO)
- Қазақтелеком (KZTK)
- Air Astana (AIRA)

## ● ETF MBM Index KASE

KASE MBM index мемлекеттік бағалы қағаздар мен ақша нарығының құралдарына баса назар салатын консервативті модельге бағдарланған



Инвестициялық пай қорларының пайымен операция жүргізбес бұрын инвестициялық пай қорының ережесімен және инвестициялық декларациясымен bcc-invest.kz сайтында танысуды сұраймыз. Пай құны көтерілуі немесе түсуі мүмкін екенін ескертеміз; бұрынғы инвестициялау нәтижесі болашақта түсетін кірісті айқындамайды; мемлекет инвестициялық қорларға салынған инвестицияның кіріс әкелетініне кепілдік бермейді.

Ұлттық Банк бағалы қағаздар нарығында қызметті жүзеге асыруға берген 10.07.2018 жылғы № 3.2.235/12 мемлекеттік лицензия.

# 04



Алуа Есбол,  
бас талдаушы



Ербол Бейбітов,  
жетекші талдаушы

## ҚР мемлекеттік бағалы қағаздары

KASE-де саудаланатын номинал бойынша мемлекеттік қарыз сомасы 2025 жылғы 1 желтоқсандағы жағдай бойынша 31,2 трлн теңгені (\$60,3 млрд) құрады және бір айда +1,7% және жыл басынан бері +15,4%-ға өскенін тіркеді.

Мемлекеттік қарыздың және айналыстағы МБҚ көлемінің артуы инвесторлар үшін бірден бірнеше мүмкіндік жасайды. Біріншіден, құралдар желісі кеңеюде: айналыс мерзімдері, купондық мөлшерлемелері және кіріс түрлері (тіркелген, құбылмалы, индекстелетін) әртүрлі болатын шығарылымдар саны артуда, бұл кірістілік қисығын дәлірек құруға және портфель дюрациясын басқаруға мүмкіндік береді. Институционалдық инвесторлар үшін бұл активтердің құрылымын болашақ міндеттемелермен келісу және қорғау стратегиялары есебінен пайыздық тәуекелді төмендеткен кезде ерекше маңызды.

Екіншіден, саудаланатын қарыздың үлкен көлемі әдетте қайталама нарықтың өтімділігінің өскенін білдіреді. Нарықтық баға белгілеу белсендірек қалыптасады, спрэд төмендейді, купоннан ғана емес, баға қозғалысынан да табыс табу мүмкіндігі туады. Қосымша МБҚ төмен тәуекелді базалық актив болып қала береді және корпоративтік облигациялар мен басқа да қаржы құралдарын бағалау үшін бенчмарк қызметін

атқарады, бұл инвесторларға тәуекел деңгейі бақыланатын неғұрлым әртарапандырылған және құрылымдалған портфельдер құруға мүмкіндік береді.

2025 жылы МБҚ-ның бастапқы нарығындағы инвесторлардың құрылымы ұзақмерзімді портфельдік сатып алушылардың пайдасына айтарлықтай ауысты. Егер 2024 жылдың 12 айының қорытындысы бойынша банктер басым болса (56,5%), ал институционалдық инвесторлардың үлесі 31,7%-ды құрап, бейрезиденттердің қатысуы ең төмен деңгейде (0,2%) қалған еді, ал 2025 жылдың 11 айында жағдай өзгерді: банктердің үлесі 31,1%-ға дейін төмендеді, ал институционалдық инвесторлардың үлесі 51,8%-ға дейін артты, ал бейрезиденттердің қатысуы 6,7%-ға дейін өсті.

Мұндай динамика жоғары мөлшерлеме және неғұрлым тартымды теңгелік кірістілік қисығы жағдайында теңгедегі кірісті құралдарға деген қызығушылықтың артқанын көрсетеді, бұл ретте орналастыру едәуір көлемді позиция жинақтаудың ыңғайлы арнасына айналуға. Сонымен қатар портфельді және мерзімдерді неғұрлым жүйелі басқаруға бағытталған кәсіби инвесторлардың рөлінің күшеюі байқалады.

## ҚР-ның борыштық нарығы

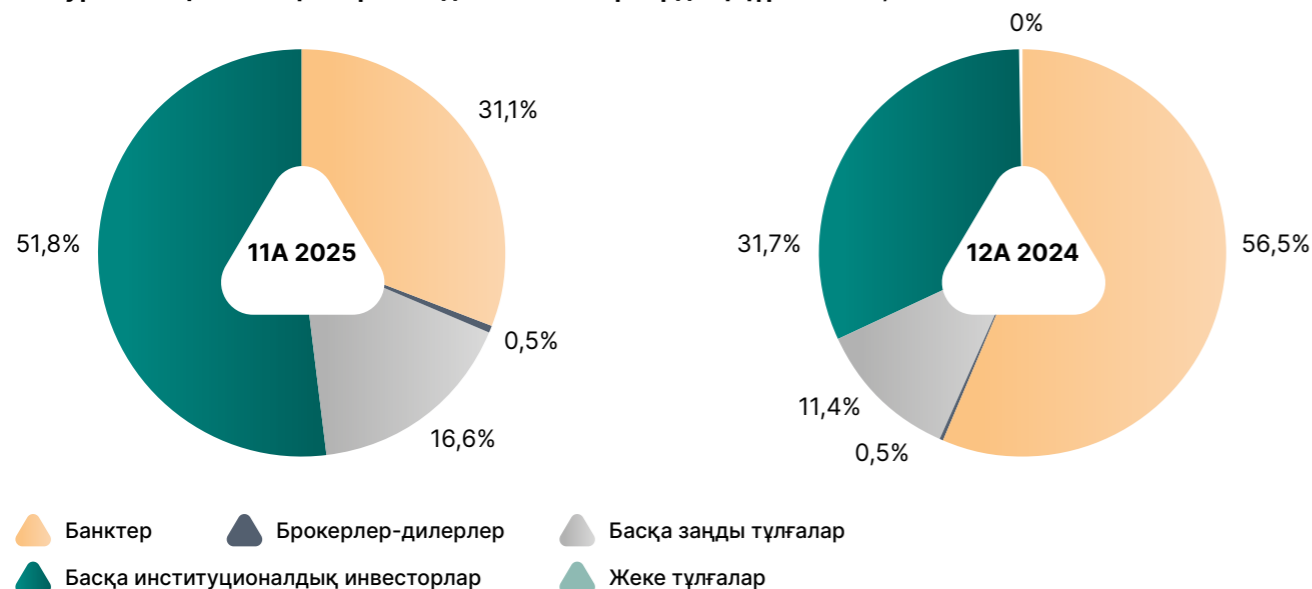
- 31 ҚР мемлекеттік бағалы қағаздары
- 35 Корпоративтік облигациялар
- 40 ШОБ-ты қаржыландыру
- 46 KASE SME Qadam Bonds
- 53 МҚҰ рейтингі
- 54 Қазақстандағы депозиттерге қарағанда неге облигациялар тартымды

10-сурет. KASE-де сатылатын мемлекеттік борыш сомасы (номиналы бойынша), трлн теңге

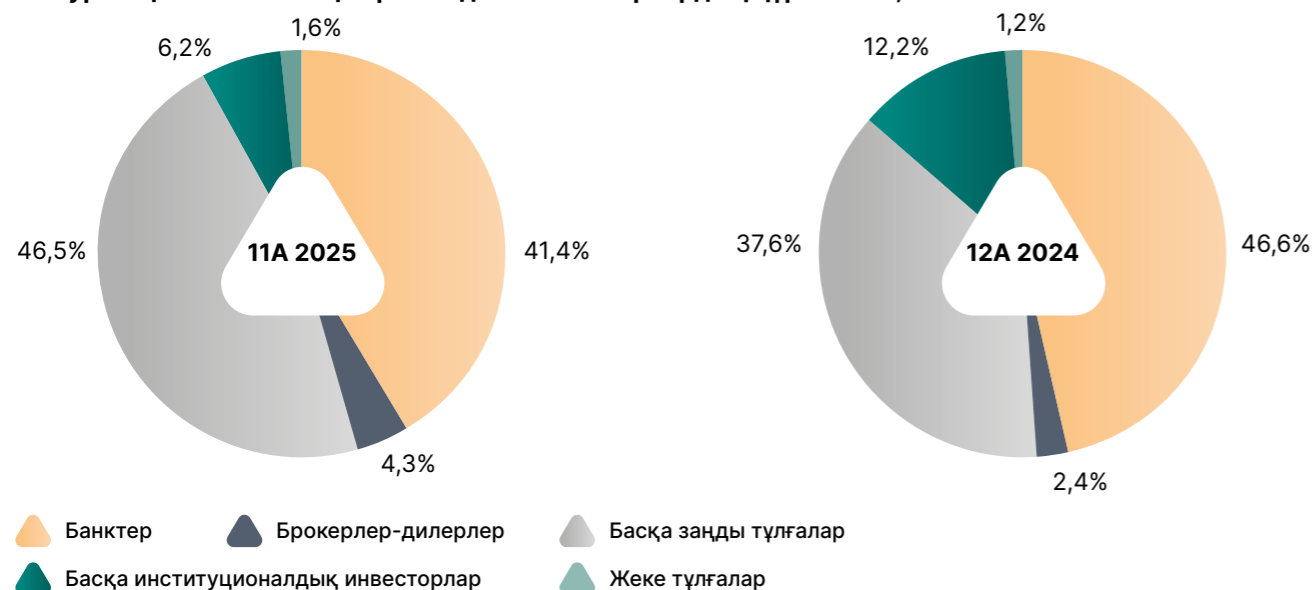


Дереккөз: KASE

11-сурет. МБҚ бастапқы нарығындағы инвесторлардың құрылымы, %



12-сурет. Қайталама МБҚ нарығындағы инвесторлардың құрылымы, %



Дереккөз: KASE

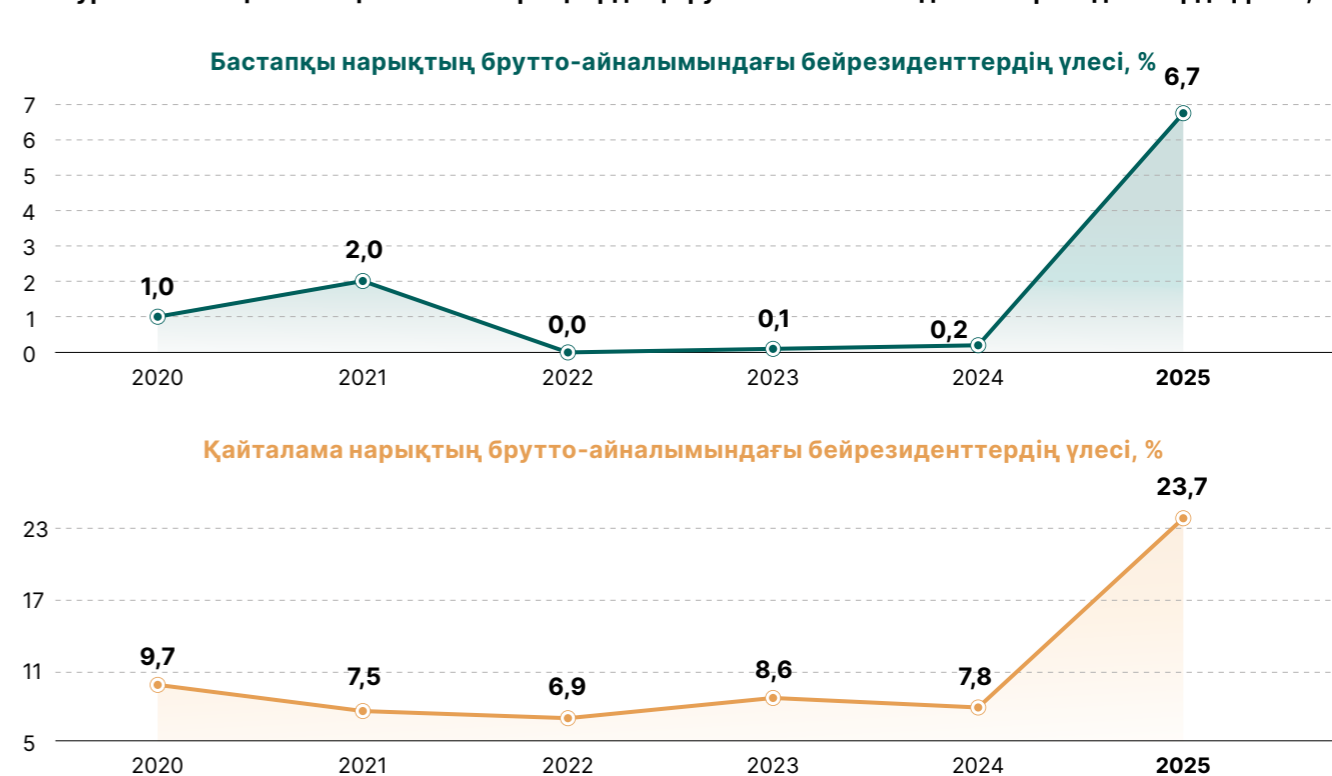
2025 жылы бейрезиденттер үлесінің күрт кеңеюі және белсенділіктің корпоративтік сегментке қарай қайта бөлінуі МБҚ-ның қайталама нарығында негізгі өзгеріс болды. 2024 жылдың 12 айының қорытындысы бойынша негізгі қатысушылар банктер (46,6%) және өзге заңды тұлғалар (37,6%), бейрезиденттердің үлесі 7,8% болған, ал 2025 жылдың 11 айының қорытындысы бойынша бейрезиденттердің үлесі 23,7%-ға дейін өсті, өзге заңды тұлғалардың үлес салмағы 46,5%-ға дейін артты, бұл ретте банктердің үлесі 41,4%-ға дейін біршама төмендеді.

Мұндай ығысу, әдетте, қайталама нарықтың нарықтық баға белгілеу мен өтімділік есебінен инвесторларға позицияларға кірудің және одан шығудың неғұрлым икемді тетігін ұсынуына, сондай-ақ корпоративтік сектор тарапынан өтімділікті басқару операцияларының өсуіне байланысты; оған қосымша 2025 жылы айналымдар ең өтімді сегменттерде – МЕКАМ (~54,8%) және ҚРҰБ ноталарында (~38,9%) шоғырландырылды, бұл тактикалық стратегиялар мен портфельді қысқамерзімді қайта бөлу үшін қайталама нарықтың тартымдылығын арттырады.

13-сурет. Бастапқы және қайталама нарықтардағы мәміле көлемі, млрд KZT



14-сурет. Бастапқы және қайталама нарықтардың брутто-айналымындағы бейрезиденттердің үлесі, %



Дереккөз: KASE

2025 жылдың 11 айының қорытындысы бойынша ҚР мемлекеттік бағалы қағаздар (МБҚ) нарығындағы KASE-дегі сауда-саттық көлемі жоғары деңгейде сақталды. Атап айтқанда, бастапқы нарықта мәмілелердің жиынтық көлемі 6 363,7 млрд теңгені құрады, бұл Қаржы министрлігі мен басқа да мемлекеттік эмитенттердің облигацияларды орналастыру арқылы қаржыландыру тарту бойынша тұрақты белсенділігін көрсетеді. Сонымен қатар қайталама нарық қосымша өтімділікті және инвесторлар арасында қағаздардың қайта бөлінуін қамтамасыз етті: 2025 жылдың 11 айында мұндағы сауда-саттық көлемі 1 792,9 млрд теңгеге жетті.

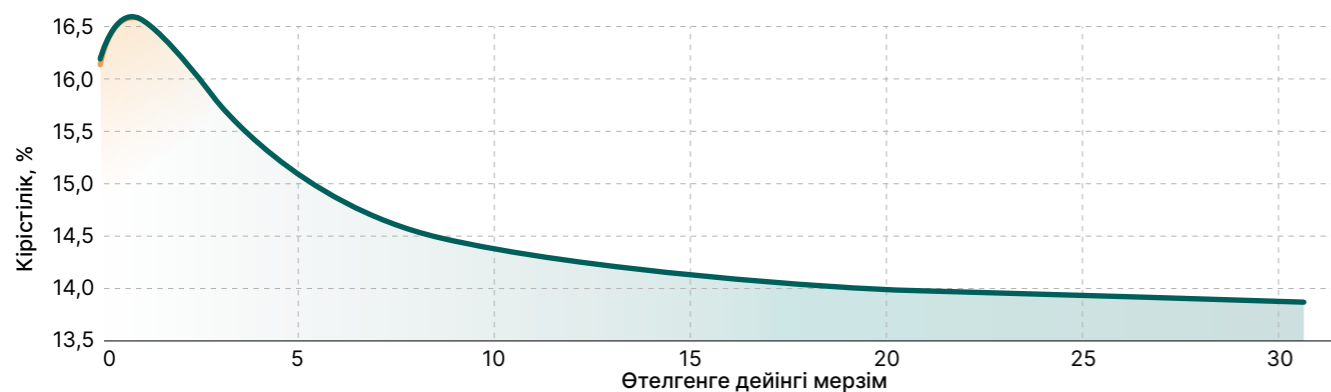
Бейрезиденттердің үлесі ұлғайды, өйткені 2025 жылдың соңында «carry trade» стратегиясын іске асыруға қолайлы жағдайлар қалыптасты: теңгедегі қаржы құралдары бойынша кірістілік жоғары деңгейде сақталып, шетелдік инвесторлар үшін валютаны теңгеге айырбастап, пайыздық мөлшерлемелердің айырмасынан сыйлықақы бекіте отырып, МБҚ сатып алу тиімді болды. Бұл позициялардың едәуір өсуіне әкелді: 2025 жылдың қорытындысы бойынша бейрезиденттердің МБҚ-ға салымдарының көлемі шамамен 2,0 трлн теңгеге дейін өсті (оның ішінде желтоқсан айындағы ағын бар). Бұл ретте ҚРҰБ-ның қысқамерзімді ноталары

осындай стратегия үшін неғұрлым ең тартымды болды: ашық деректерге/нарықтық шолуларға сай дәл осы құралдар бойынша бейрезиденттердің салымдары күрт өскен, ал ҚРҰБ статистикасы 2025 жылдың соңында олардың ноталарды иеленудегі үлесінің артқанын көрсетті.

Өз кезегінде бейрезиденттердің ағыны теңгенің нығаю факторына айналды, өйткені теңгедегі МБҚ сатып алу ішкі нарықта валюта ұсынысын ұлғайтып, шетел валютасын сатуды және теңгеге сұраныстың артуын талап етеді. Ұлттық Банктің ресми хабарламасында 2025 жылдың қазан айынан бастап теңгенің \$1 үшін 499–500 теңге деңгейіне дейін (шамамен +9%) тұрақты түрде нығайғанын атап өтті. Бұл инвесторлардың күтулерінің жақсаруымен және қолдаушы факторлардың жалпы жиынтығымен қатар жүрді, олардың ішінде нарық қатысушылары бейрезиденттердің теңгедегі активтерге қайта оралғанын да ерекше атап өтті.

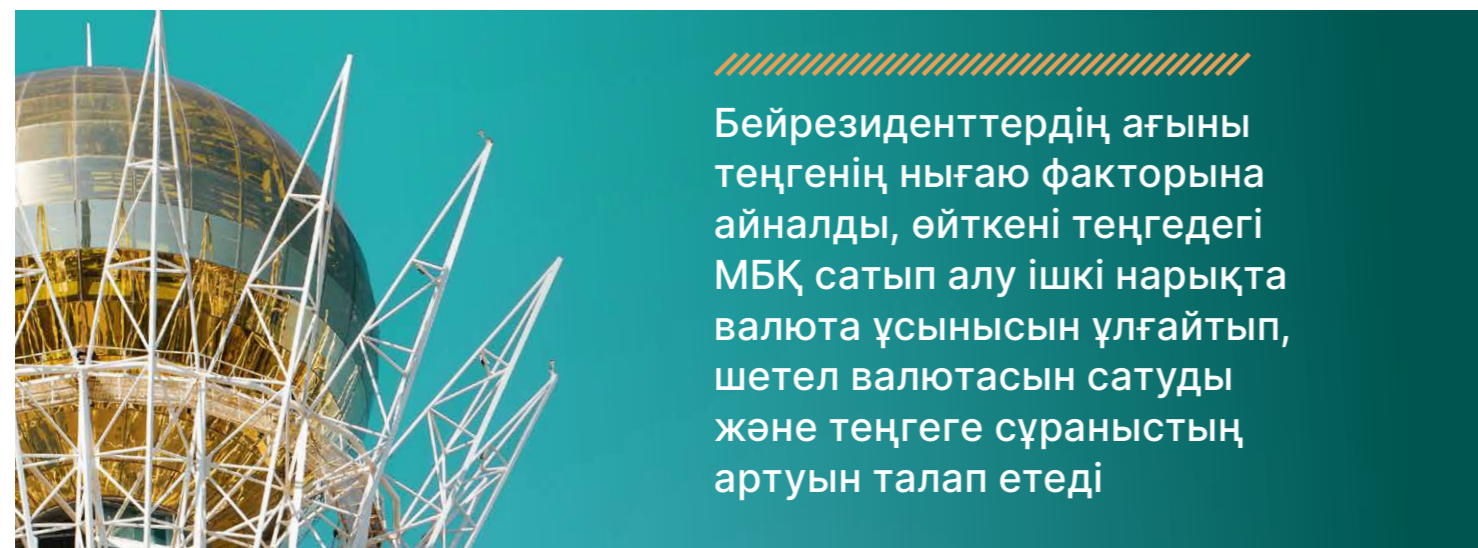
ҚР МБҚ нарығында «қымбат» қысқа аяқталу сақталып отыр: KASE-нің SPOT-кірістілік қисығы шамамен 1 жыл маңында кірістіліктің шегіне (шамамен 16%) жететінін көрсетеді, бұл қатаң ақша-кредит саясаты жағдайларын және таяу арадағы көкжиекте тәуекелдер үшін көтеріңкі сыйақыны білдіреді. Одан әрі кірістілік қисығы 15-30 жылға ~13,8-14,1%-ға тез төмендеп, ортамерзімді перспективада нарық инфляцияның біртіндеп баяулауына және мөлшерлемелердің қалыпқа келуіне жол ашатынын білдіреді. Базалық сценарийде қысқа сегментте негізінен бүйірлік динамика сақталып, орта/ұзақмерзімді сегментте кірістіліктің қалыпты төмендеу әлеуеті бар деп күтеміз. Бұл ұзақмерзімді шығарылымдарды кірістілікті бекіту және ықтимал бағалық қайта бағалау тұрғысынан тартымды етеді, ал қысқамерзімді шығарылымдар купондық кіріс алу және өтімділікті басқару құралы болып қала бермек.

15-сурет. Кірістілік қисығы



▲ МҚБ SPOT қисығы 12.12.2025    ▲ МҚБ SPOT қисығы 13.12.2025

Дереккөз: KASE



Бейрезиденттердің ағыны теңгенің нығаю факторына айналды, өйткені теңгедегі МБҚ сатып алу ішкі нарықта валюта ұсынысын ұлғайтып, шетел валютасын сатуды және теңгеге сұраныстың артуын талап етеді

## Корпоративтік облигациялар

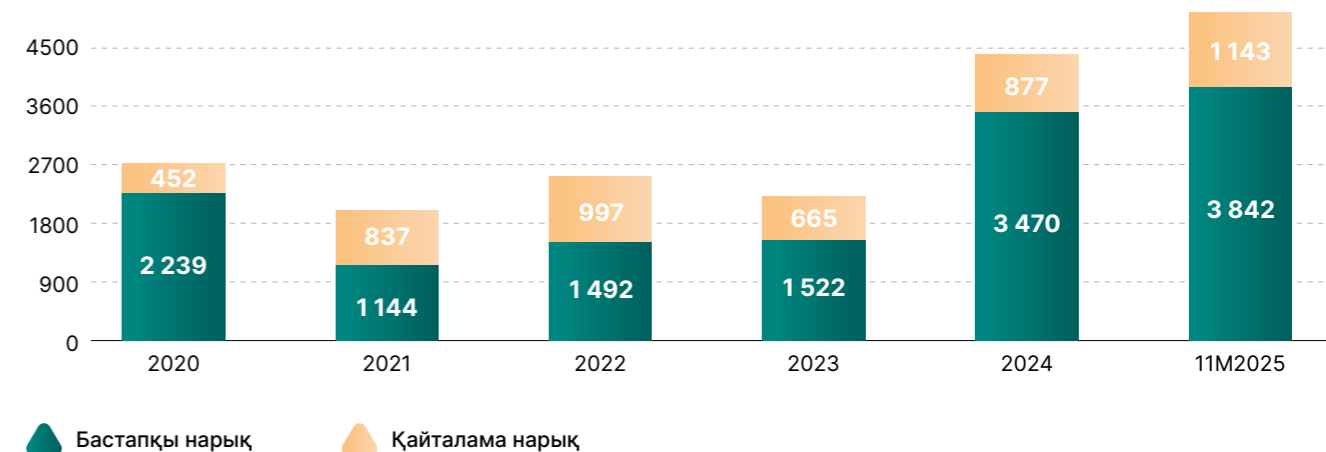
2025 жылдың 11 айында KASE-дегі корпоративтік облигациямен сауда-саттық көлемі 33%-ға ұлғайып, 5 трлн теңгеге жетті. Орташа күндік сауда көлемі 22,3 млрд теңгені құрады. Орташа алғанда бір мәміленің орташа көлемі 25,9 млн болғанда күн сайын 858 мәміле жасалды.

2025 жылғы 1 желтоқсандағы жағдай бойынша KASE-нің сауда тізімдерінде 148 эмитент шығарған корпоративтік облигацияның 665 шығарылымы тіркелді. Жыл басынан бері биржаның ресми тізіміне облигациялардың 154 шығарылымы қосылды.

2025 жылдың 11 айында корпоративтік облигацияның бастапқы нарығында жалпы сомасы 3,8 трлн теңгеге облигациялар орналастырылды, бұл өткен жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда 28%-ға жоғары.

2025 жылдың 11 айында «Бәйтерек» ҰБХ» АҚ (537,9 млрд теңге), «Қазақстанның орнықтылық қоры» АҚ (333,7 млрд теңге) және «Самұрық-Қазына» ұлттық әл-ауқат қоры» АҚ (210,0 млрд теңге) корпоративтік облигацияларды орналастыру көлемі бойынша көшбасшы атанды.

16-сурет. Корпоративтік облигация нарығындағы сауда-саттық көлемі, млрд теңге



Дереккөз: KASE

17-сурет. 2025 жылдың 11 айындағы топ-3 корпоративтік облигацияның кірістілік динамикасы, %



Дереккөз: KASE

# Облигациялар – капиталды сақтаудың тиімді құралы

BCC Invest-тің кірістілігі жоғары облигациялары – бұл кірістілік пен өтімділіктің есебінен капиталды басқарудың тиімді тәсілі

## ИНВЕСТИЦИЯЛАУДЫҢ АРТЫҚШЫЛЫҚТАРЫ:

- **Жоғары тіркелген кірістілік:** KZT-те 25 % және USD-да 14 %
- **Қолжетімділік:** тіпті аз сомадан бастап инвестициялауға болады
- **Тұрақтылық:** жүйелі купондық төлемдер (әр айда/тоқсанда/жылда)
- **Икемділік:** төлеу мерзімдері мен кестелерінің кең таңдауы
- **Сатып алу-сату оңай:** онлайн сатып алу-сату / портфельді қарау / купонды автоматты түрде есептеу

## ОРНАЛАСТЫРЫЛҒАН ОБЛИГАЦИЯЛАРДЫҢ МЫСАЛДАРЫ:

- **BI Development Ltd.**  
Кірістілік – KZT-те жылдық 19,50%-20,50 %
- **«Home Credit Bank» АҚ**  
Кірістілік – KZT-те жылдық 19,25 % / USD-да жылдық 7,00 %
- **«KMF» МҚҰ» АҚ**  
Кірістілік – KZT-те жылдық 19,50 %
- **«TAS FINANCE GROUP» МҚҰ» ЖШС**  
Кірістілік – USD-да жылдық 9,00 % / KZT-те жылдық 22 %



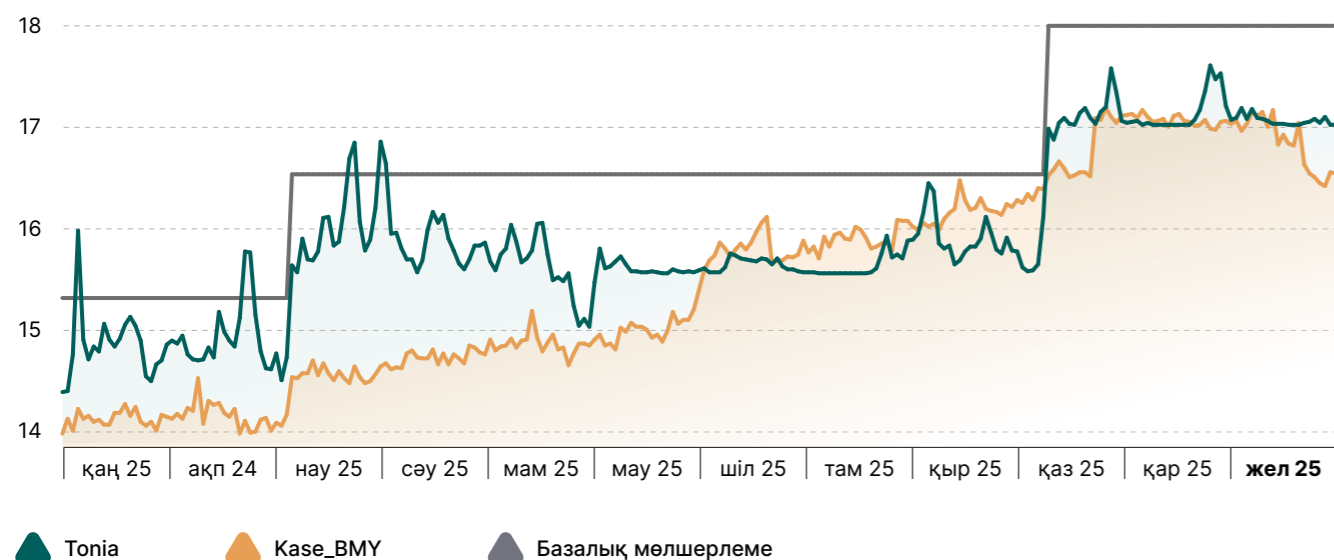
✉ [sales@bcc-invest.kz](mailto:sales@bcc-invest.kz)



Инвестициялық ұсыныс емес. Облигациялармен операция жүргізбес бұрын осы қаржы құралдарын сипаттайтын құжаттармен, инвестициялық декларациямен және ережемен [bcc-invest.kz](http://bcc-invest.kz) сайтында танысыңыз.

ҚР ҰБ бағалы қағаздар нарығында қызметті жүзеге асыруға берген 10.07.2018 жылғы № 3.2.235/12 мемлекеттік лицензиясы.

18-сурет. Корпоративтік облигацияның кірістілік динамикасы, %



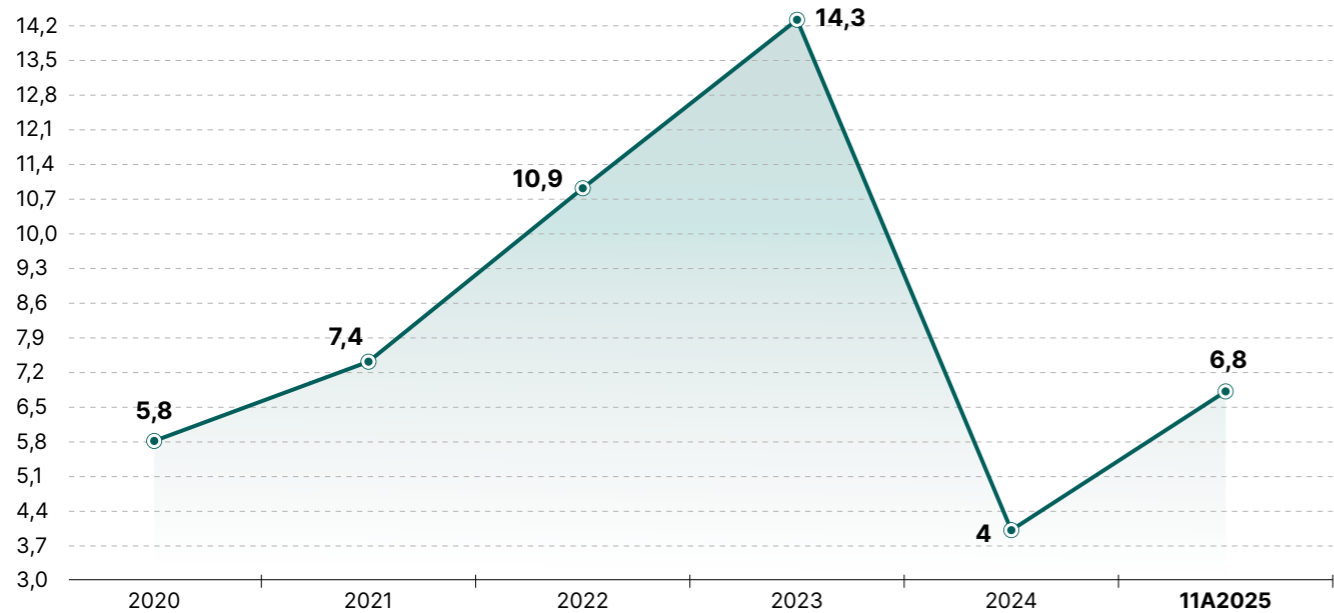
Дереккөз: KASE

2025 жылдың 11 айының қорытындысы бойынша корпоративтік облигациялардың қайталама нарығындағы сауда-саттық көлемінің негізгі бөлігі басқа заңды тұлғаларға тиесілі болды, олардың үлесі жиынтық айналымның 61,5%-ын (2,2 трлн теңге) құрады. Айтарлықтай үлесті жеке тұлғалар да иеленді – 20,0%, бұл бөлшек инвесторлардың жоғары белсенділігін көрсетеді. Банкттердің қатысу үлесі – 6,8%, брокер-дилерлердікі – 5,8%, ал басқа

институционалдық инвесторлардікі – 5,9%. Бұл көрсеткіштер корпоративтік секторға қарағанда кәсіби нарық қатысушыларының белсенділігі біршама төмен болғанын көрсетеді.

2025 жылдың қорытындысы бойынша KASE\_BMY корпоративтік облигацияларының кірістілік индексі 263 базистік тармаққа көтеріліп, жылдық 16,51% деңгейіне жетті.

19-сурет. Бейрезиденттердің брутто-айналымдағы үлесі, %



Дереккөз: KASE

Корпоративтік облигациялар нарығы бойынша 2025 жылға арналған болжам жалпы алғанда ақталды. Корпоративтік облигациялармен сауда-саттық көлемі қалыпты өсім көрсетті, ал бастапқы нарық негізгі драйвер ретіндегі мәртебесін сақтап қалды. Бұл квазимемлекеттік институттар, банктер және ірі корпоративтік эмитенттер тарапынан жүзеге асырылған елеулі орналастыру көлемімен расталады.

**Жыл бойы корпоративтік облигациялар бойынша мөлшерлемелер салыстырмалы түрде тұрақты деңгейде сақталды. Сонымен қатар инвесторлардың жоғары кірістілік ұсынатын құралдарға деген тұрақты қызығушылығы (әсіресе қаржы секторы тарапынан) байқалды.**

Бейрезиденттер тарапынан қызығушылықтың артуына қатысты болжам ішінара жүзеге асты. 2024 жылы белсенділік төмендегеннен кейін 2025 жылы корпоративтік облигациялар айналымындағы бейрезиденттердің үлесі тұрақтанып, макроэкономикалық күтулердің жақсаруының және инвестициялық белсенділіктің жандануына байланысты қалпына келу белгілерін көрсетті.

2026 жылы макроэкономикалық ортада күрт күйзелістер болмаған жағдайда, корпоративтік облигациялар нарығында оң динамиканың сақталуы күтілуде. Бастапқы нарық жиынтық көлемнің өсуінде бұрынғысынша негізгі рөл атқарады, бұған эмитенттердің ұзақмерзімді қаржыландыруға деген қажеттілігі, сондай-ақ квазимемлекеттік институттардың, банктердің және ірі корпоративтік қарыз алушылардың нарықтағы белсенді қатысуы ықпал етеді.

Корпоративтік облигациялар бойынша кірістілік, болжам бойынша, ағымдағы деңгейге жақын күйінде қалады, алайда инвесторлардың кірістілігі анағұрлым жоғары бағалы қағаздарға қызығушылығы, әсіресе қаржы ұйымдары мен банктік емес эмитенттер сегментінде сақталады. Бұл айналыс мерзімі мен валюталық құрылымы әртүрлі облигацияларға деген сұранысты қолдайды.

2026 жылы нарықты қолдайтын қосымша фактор ретінде инвесторлар базасының біртіндеп кеңеюі қарастырылады. Бұл институционалдық және жеке инвесторлардың қатысуының артуын, сондай-ақ сыртқы экономикалық конъюнктураның тұрақтануына қарай бейрезиденттердің белсенділігінің одан әрі қалпына келуін қамтиды. Аталған факторлар жиынтығы ортамерзімді перспективада корпоративтік облигациялар нарығының қалыпты, бірақ тұрақты өсуі үшін алғышарттар қалыптастырады.



**Инвесторлардың кірістілігі жоғары құралдарға тұрақты қызығушылығы байқалды**

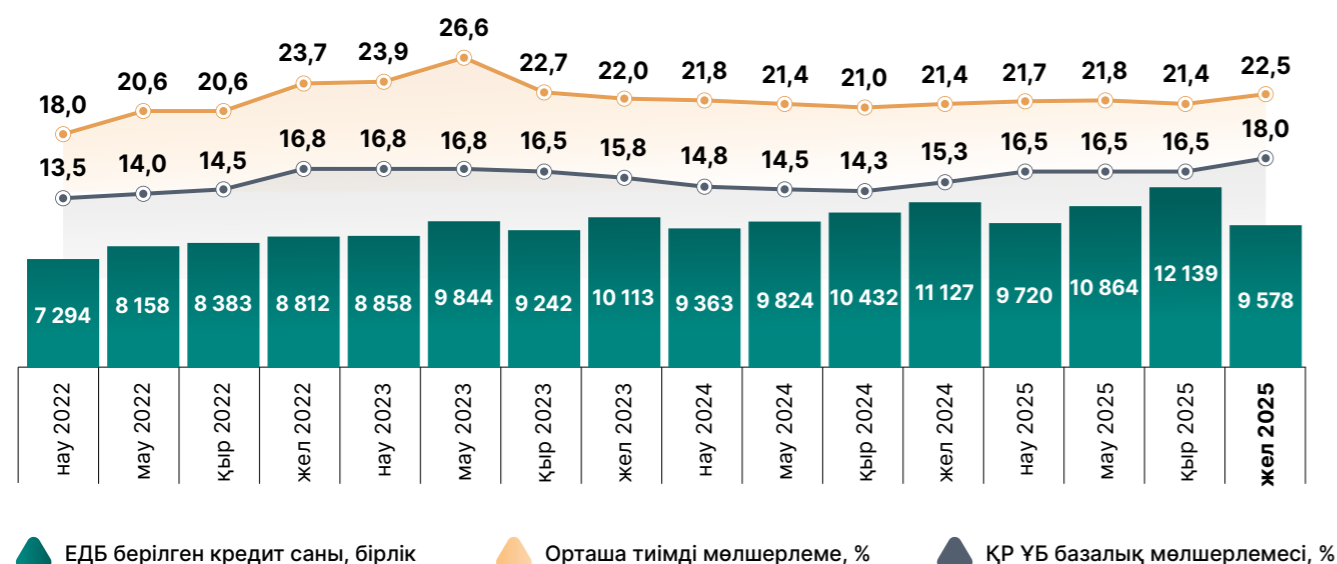
# ШОБ-ты қаржыландыру

## ЕДБ арқылы ШОБ-ты қаржыландыру

ЕДБ желісі бойынша ШОБ-қа берілген кредит саны бойынша жалпы алғанда өсу үрдісін көрсетті, алайда 2025 жылдың соңына қарай саны азайғаны тіркелді. Алдыңғы кезеңдерге қарағанда берілген кредит көлемінің қысқаруы ақша-кредит саясаты шарттарының қатаюуына ден қоюдың нәтижесі болды: 2025 жылдың қазан айында ҚРҰБ базалық

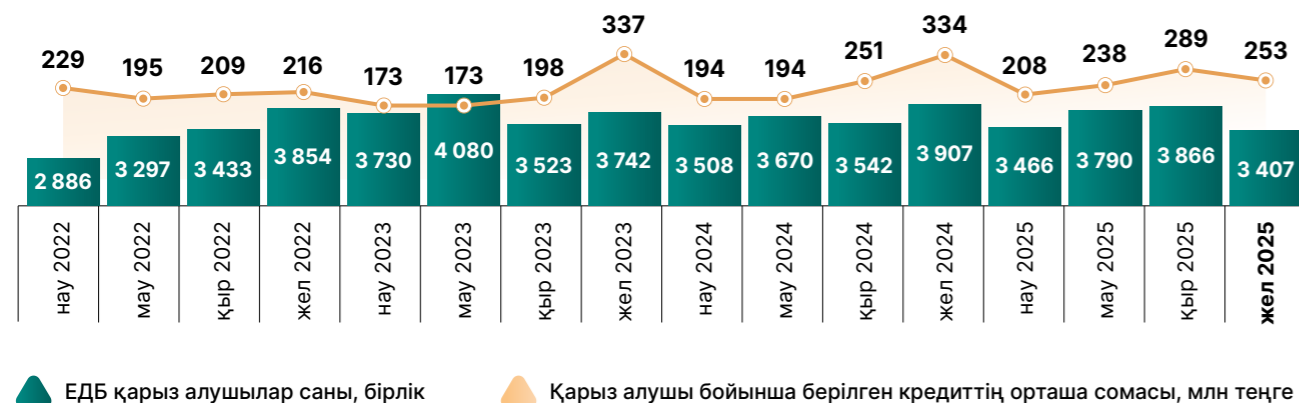
мөлшерлемесінің 18%-ға дейін көтерілуі нарыққа қорландырудың қымбаттауына, түпкілікті мөлшерлемелердің өсуіне және банктердің тәуекел-параметрлерінің консервативті болуына алып келді, бұл өз кезегінде ШОБ тарапынан сұранысты тежейді. ЕДБ бойынша қосымша деректер де құрылымдық әсердің бар екенін көрсетеді: кредит беру көлемінің ауытқуы қарыз алушылар саны мен кредиттің орташа мөлшерінің өзгеруімен қатар жүрді, яғни ірі мәмілелерге ден қою рөлі артуы мүмкін.

20-сурет. ЕДБ берген кредит саны және тиімді мөлшерлеме



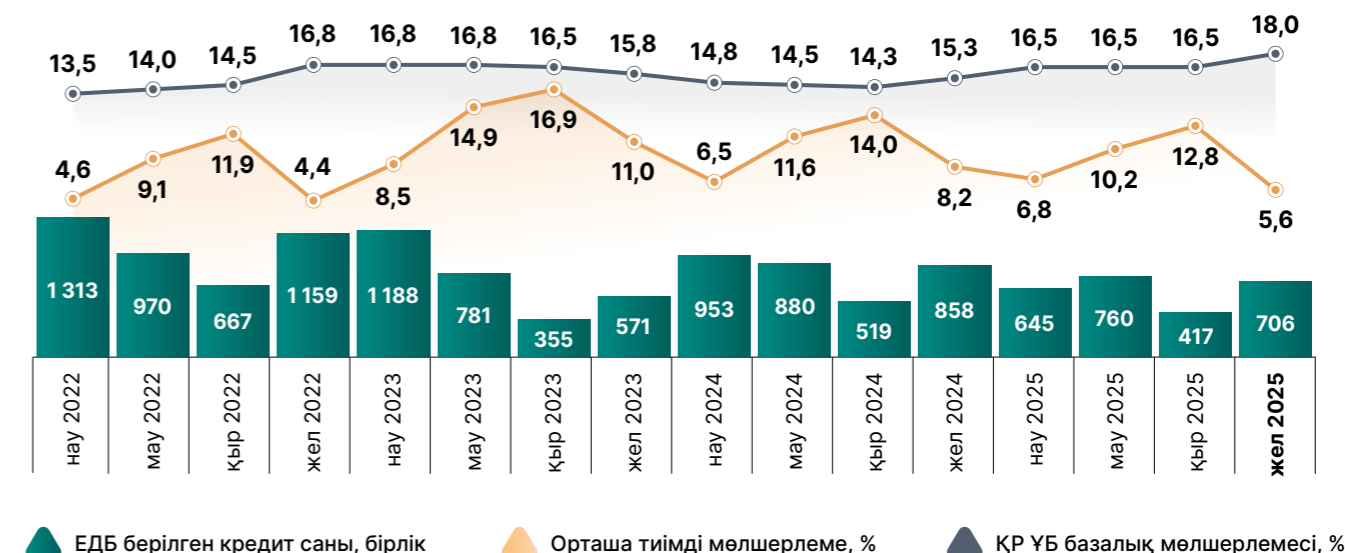
Дереккөз: БКБ, ҚРҰБ

21-сурет. ЕДБ қарыз алушыларының саны және қарыз алушы бойынша берілген кредиттің орташа сомасы



Дереккөз: БКБ

22-сурет. Мемлекеттік операторлар берген кредит саны және тиімді мөлшерлеме



Дереккөз: БКБ, ҚРҰБ

Орташа тиімді мөлшерлеме 2022 жылдан 2023 жылдың ортасына дейін айтарлықтай өсті, кейін 2024 жылы төмендеп, 2025 жылы қайтадан қалыпты өсім көрсетті. 2023 жылдың ортасындағы шекті мәнді қатаң монетарлық шарттардың жинақталған әсерімен және инфляциялық ахуалдың жоғары деңгейде сақталуымен түсіндіруге болады: банктер кредит бағасына қымбат ресурстарды және жоғары тәуекел сыйақысын енгізеді, ал мөлшерлемелерді қайта қарау әдетте уақытша кешігумен жүзеге асады. Сонымен бірге орташа мәнге кредит беру құрылымы да әсер етеді: қысқамерзімді немесе аз қамтамасыз етілген өнімдер үлесінің өсуі орташа тиімді мөлшерлеменің уақытша жоғарылауына алып келуі мүмкін.

## Мемлекеттік операторлар арқылы ШОБ-ты қаржыландыру

Мемлекеттік операторлар арқылы ШОБ-ты қаржыландыруды алушылар санының салыстырмалы түрде аз болуы жеңілдікті шарттардың болуына қарамастан, бұл бағдарламалардың нысаналы сипатқа ие болуымен және бюджет пен портфель лимиттері аясында жұмыс істеуімен түсіндіріледі, ал Қазақстандағы ШОБ субъектілерінің жалпы саны 2 млн асады, сондықтан қамту деңгейі компаниялардың жалпы санының аясында сөзсіз шектелген болып көрінеді. Бұдан бөлек мөлшерлемені субсидиялау немесе кепілдіктер беру жағдайында да банктердің қарыз алушының кредит төлеу қабілеттілігіне қойылатын талаптары (қаржылық есептіліктің сапасы, қарыз жүктемесі, қамсыздандыру, саланың тәуекел-

профилі) сақталады, яғни жеңілдік шарттар ресурстың құнын төмендеткенімен, іріктеу тетігін жоймайды. Нәтижесінде мемлекеттік қаржыландыру барлық сегментті жаппай кредиттеу тетігі емес, басым жобалар мен неғұрлым тұрақты қарыз алушыларды қолдаудың нүктелік құралы рөлін атқарады.

Мемлекеттік операторлар арқылы ШОБ-ты қаржыландыру берілген кредиттің саны бойынша толқын тәрізді сипатқа ие: 2022 жылы салыстырмалы түрде жоғары деңгейден кейін 2023 жылға қарай құлдырау байқалады, содан кейін 2024 жылы қалпына келтірілді, ал 2025 жылы динамика біркелкі болмады. Мұндай қарыздар бойынша орташа тиімді мөлшерлеме едәуір өзгеріп отырады және кей кезеңдерде ҚРҰБ базалық мөлшерлемесімен бір мезгілде қозғала бермейді, бұл нарықтық баға белгілеуден гөрі бағдарламалардың параметрлері (жеңілдікті өнімдер, субсидиялау, іріктеу шарттары мен лимиттер) басым рөл атқаратынын көрсетеді.

Қарыз алушы саны мен кредиттің орташа сомасы бойынша деректер құрылымдық өзгерісті көрсетеді: қолдау алушылар саны тұрақты өсімсіз құбылып отыр, ал бір қарыз алушыға шаққандағы қаржыландырудың орташа көлемі, әсіресе кезең соңына қарай, ұлғаяды. Бұл неғұрлым шоғырланған модельге көшуді білдіреді, ол кезде ресурстар аз жобаларға/компанияларға, бірақ ірі көлемде бөлінеді, бұл инвестициялық жобаларға, басым бағыттарға берілуін және қарыз алушыларды іріктеудің қатаңдағанын көрсетуі мүмкін.



# Заңды тұлғаларға брокерлік қызмет көрсету

## БІЗДІҢ ҚЫЗМЕТТЕР:

- Брокерлік қызмет
- Қаржы консалтингі және андеррайтинг
- Тікелей Биржада (FX) валюта айырбастау
- Сенімгерлік басқару
- Халықаралық биржаларға брокердің қатысуынсыз (DMA) тікелей қол жеткізу
- M&A және Private equity жобаларды сүйемелдеу

### БІЗГЕ СЕНІМ АРТҚАҢДАР

500-ден астам заңды тұлға-клиент

### БІРІКТІРІЛГЕН АТ-ПЛАТФОРМАЛАР

Клиенттерге онлайн қызмет көрсету

### КАСЕ ЖӘНЕ АІХ

- Барынша белсенді маркет-мейкерлердің бірі
- Біріктірілген АТ-платформалар
- Клиенттерге онлайн қызмет көрсету

📍 Қазақстан, Алматы қ., Алмалы ауданы, Панфилов көшесі, 98, 2-қабат

🌐 <https://www.bcc-invest.kz/l/bcc-invest-corporate>

✉ [customers@bcc-invest.kz](mailto:customers@bcc-invest.kz)

### Маңызды ақпарат

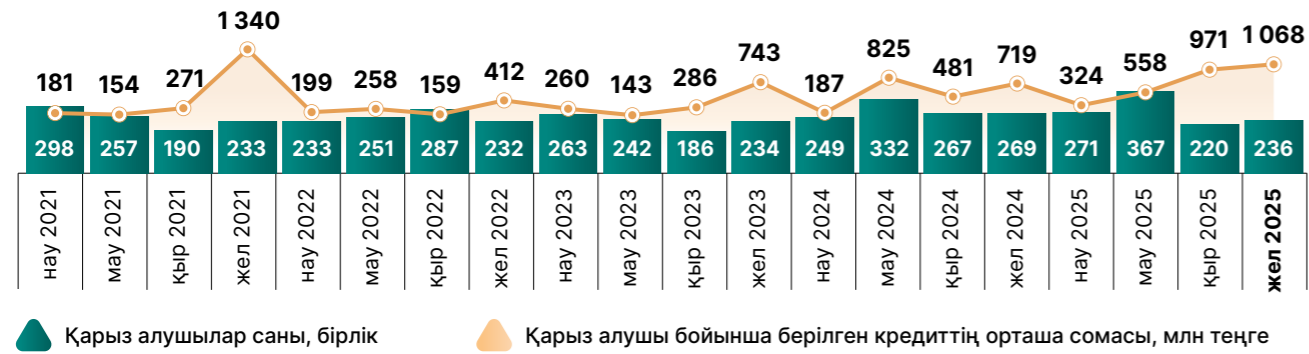
«BCC Invest» АҚ ұсынатын ақпарат қандай да бір қаржы құралын сатып алу туралы ұсыныс және/немесе сату бойынша міндеттеме емес, мәміле жасасуға итермелемейді.

Қаржы құралдарымен мәміле жасаспас бұрын олардың сипаттамаларымен және «BCC Invest» АҚ-тың төменде көрсетілген сайтында орналастырылған ақпаратпен танысуды сұраймыз: <https://www.bcc-invest.kz/documents?page=1>



ҚР ҰБ бағалы қағаздар нарығында қызметті жүзеге асыруға берген 10.07.2018 жылғы № 3.2.235/12 мемлекеттік лицензиясы

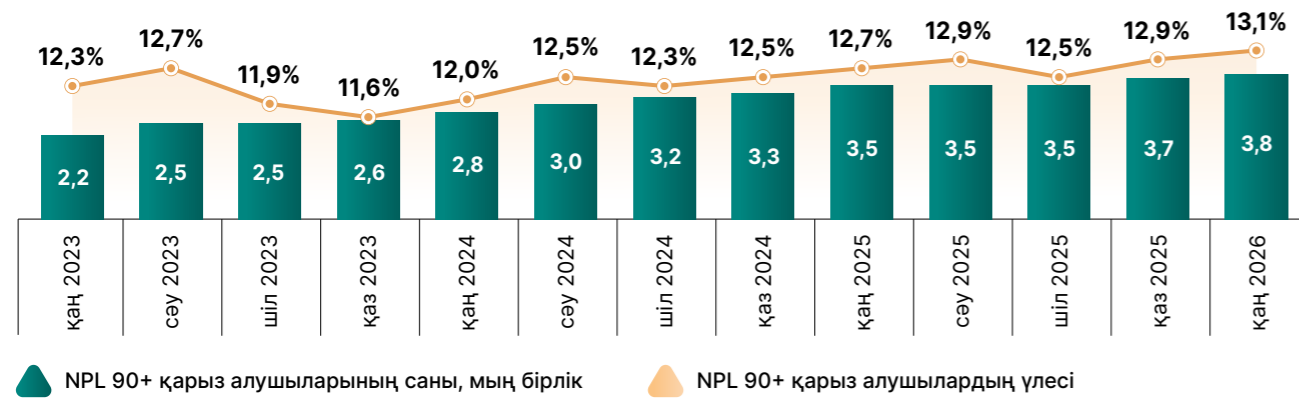
23-сурет. Мемлекеттік операторлардың қарыз алушыларының саны және қарыз алушы бойынша берілген кредиттің орташа сомасы



Дереккөз: БКБ

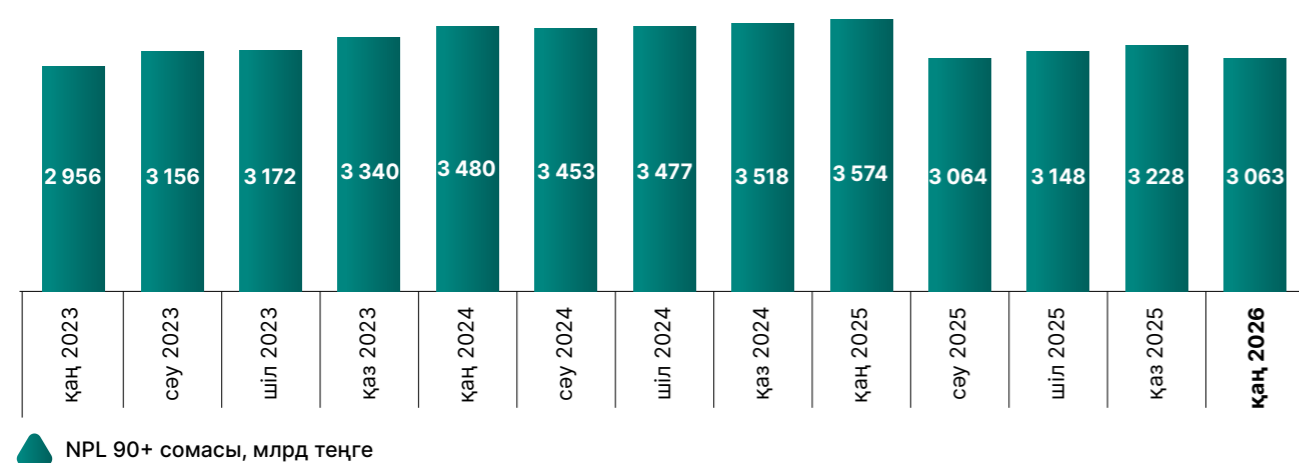
### ЕДБ кредит беретін ШОБ арасындағы NPL көрсеткіштері

24-сурет. ЕДБ кредит беретін NPL 90+ қарыз алушыларының саны мен үлесі



Дереккөз: БКБ

25-сурет. ЕДБ кредит беретін NPL 90+ қарыз алушыларының саны мен үлесі



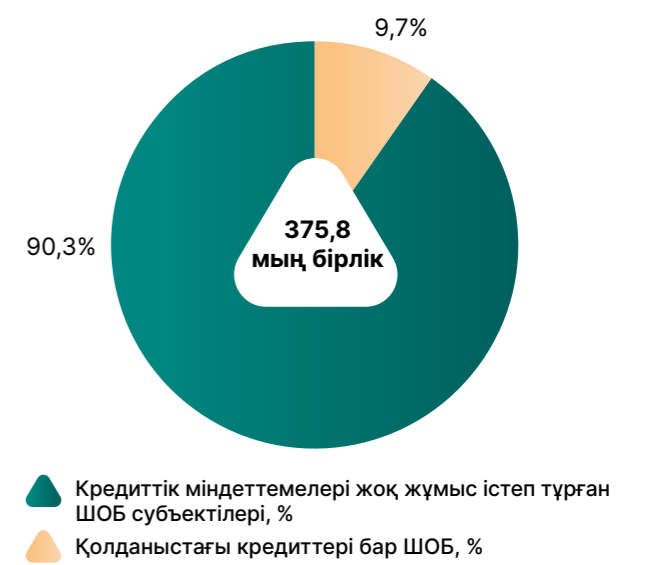
Дереккөз: БКБ

БКБ деректері бойынша, ЕДБ кредит беретін ШОБ сегментіндегі NPL 90+ проблемалық берешегінің динамикасы портфель сапасының біртіндеп нашарлап келе жатқанын көрсетеді: 90+ күн мерзімі өткен қарызы бар қарыз алушылар саны тұрақты түрде өсіп, олардың жалпы қарыз алушылардың санындағы үлесі де ұлғаюда, бұл ретте өсім үрдісі 2024 жылдың ортасынан бастап айқынырақ байқалады. Бұл ретте NPL 90+ берешегінің сомасы жоғары әрі құбылмалы деңгейді қалып, банк секторына түсетін елеулі жүктеменің сақталып отырғанын аңғартады. 2025 жылдың сәуір айынан бастап көрсеткіштің төмендеуі банктердің портфельдік операцияларымен (ірі кейстерді реттеу, есептен шығару, талаптарды басқаға беру, қайта құрылымдау және қайта жіктеу) байланысты. ШОБ сегментіндегі NPL өсуінің негізгі себептері – қорландыру мен пайыздық мөлшерлемелердің жоғары құны (қарыз жүктемесінің артуы), инфляциялық қысым мен сұраныс динамикасының біркелкі болмауы аясында қарыз алушылардың бір бөлігінің тұрақтылығының төмендеуі, сондай-ақ қайта қаржыландыру мүмкіндіктерінің шектеулілігі, бұл кейбір компаниялардың тұрақты мерзімін өткізіп алуына әкеледі. Сонымен қатар портфельде тәуекелді қарыз алушылардың үлесі артқан кезде, белсенді түрде кредит берген кезеңдерден кейін кредит төлеуді кешіктіру әсері пайда болады.

### Әлеуеті

ҰСБ мен БКБ деректеріне сай Қазақстанда (жеке кәсіпкерлерді қоспағанда) жұмыс істеп тұрған 375,8 мың ШОБ субъектісі бар, бұл ретте компаниялардың 9,7%-ның ғана қолданыстағы кредиттері бар, ал 90,3%-ының (339 418 бірлік) қолданыстағы кредиттік міндеттемелері жоқ, бұл корпоративтік ШОБ сегментінде қаржыландыруды кеңейтудің едәуір резервін

26-сурет. ҚР-да ШОБ-ты қарыздық қаржыландыру әлеуеті



Дереккөз: ҰСБ, БКБ

көрсетеді, олардың 372,7 мыңы шағын бизнес субъектілері, ал 3,1 мыңы орта кәсіпкерлік субъектілері болып табылатын заңды тұлғалар екенін атап өткен жөн. Қолданыстағы кредиттері жоқ компаниялар саны мен 2025 жылы бір ШОБ қарыз алушысына шаққандағы медиандық қарыз сомасының (33 442,1 мың теңге) көбейтіндісі ретінде есептелген қарыздық қаржыландырудың ықтимал көлемі шамамен 11,35 трлн теңге деңгейіндегі әлеуетті сұраныс бағдарын қалыптастырады. Бұл қаржыландыруға қолжетімділік кедергілерін төмендету және кәсіпорындардың кредит төлеу қабілеттілігін арттыру жағдайында қаржыландырудың өсуі үшін елеулі әлеуеттің бар екенін растайды.



Қазақстанда жұмыс істеп тұрған 375,8 мың ШОБ субъектісі бар (ЖК-ден басқа), бұл ретте компаниялардың 9,7%-ының ғана қолданыстағы кредиттері бар

# KASE SME Qadam Bonds

Классикалық қарыздардан айырмашылығы, мұнда шарттар көбіне кепілдік базасына, ЕДБ-нің ішкі лимиттеріне және банктік қорландыру конъюнктурасына байланысты болады, ал облигациялық шығарылым компанияларға капиталды неғұрлым икемді әрі болжамды түрде тартуға мүмкіндік береді.

Өз ақша ағындарына сәйкес қарыздың жеке құрылымын қалыптастырады. Бұл әсіресе шамадан тыс кепіл қысымынсыз ауқымын кеңейтуі маңызды және бір кредиторға тәуелділікті азайтуды көздейтін тұрақты ШОБ үшін өзекті, сонымен қатар кәсіби инвесторлардың тарапынан сенімді арттырып, нарықтық тарихты қалыптастыруға мүмкіндік береді.

2026 жылғы 1 қаңтардан бастап Қазақстан қор биржасында экономиканың нақты секторларында жұмыс істейтін шағын

және орта бизнес кәсіпорындарының облигацияларын шығаруға бағытталған «KASE SME Qadam Bonds» бағдарламасы іске қосылды. Бағдарламаның қолданылу мерзімі – 3 жыл. Бұл бағдарлама – екінші деңгейдегі банктерде дәстүрлі кредиттеуге қарағанда бірқатар артықшылықтарға ие шағын және орта бизнес үшін қаржыландыруды тартудың баламалы құралы. Қорландыру құны өсіп, банктердің қамсыздандыру мен қаржылық ковенанттарға қоятын талаптары қатаң болып отырған жағдайда, ШОБ үшін капитал тартудың баламалы әрі икемдірек арнасының болуы аса маңызды.

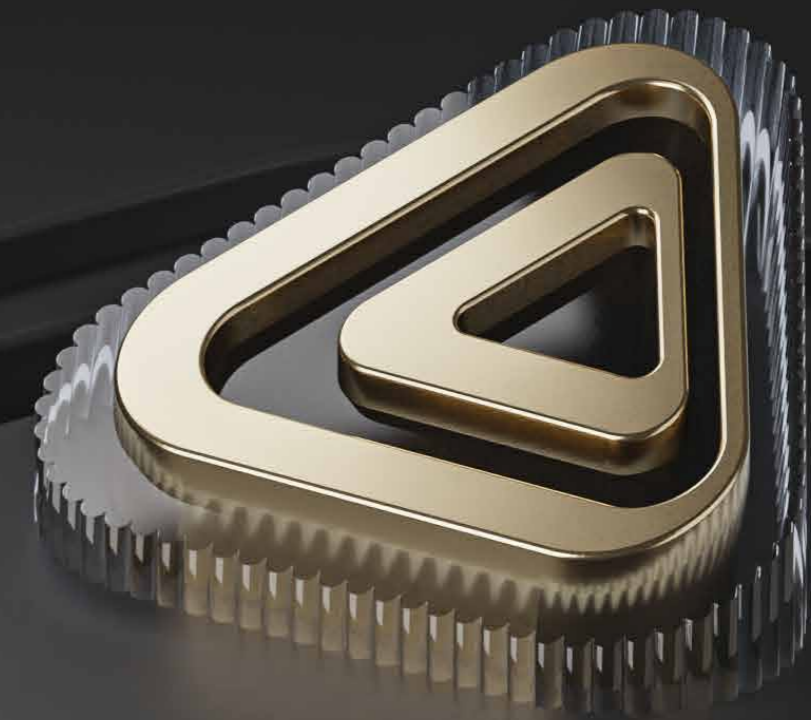
## № 2 кесте. Облигациялардың жай шығарылымдарының шарттарын SME Qadam-мен салыстыру

Тәуекел санаты	Өлшем / метрика	Стандартты облигациялар шығарылымы	SME Qadam шығарылым шарттары
Шығарылым параметрлері	Шығарылым саны	Шектеу жоқ	Көлеміне байланысты
	Шығарылым көлемі	Шектеу жоқ	ШБ секторы үшін 300 000 теңгеден астам
			ОБ секторы үшін 3 000 000 теңгеден астам
	Облигациялардың айналыс мерзімі	Шектеу жоқ	<b>3 жылдан аспайды</b>
	Қаржы кеңесшілері	Иә, егер қаржылық емес компания болса	Міндетті түрде
	Алаң	KASE-дегі листинг	KASE-дегі листинг

Тәуекел санаты	Өлшем / метрика	Стандартты облигациялар шығарылымы	SME Qadam шығарылым шарттары
Ковенант	Рейтинг немесе левередж	Ең төменгі кредиттік рейтингі Standard & Poor's агенттігінің «B» деңгейінен немесе Moody's Investors Service және Fitch агенттіктерінің осыған ұқсас деңгейінен төмен емес немесе «Standard & Poor's агенттігінің ұлттық шкаласы бойынша «kzB-» деңгейінен төмен емес рейтингі	Шектеу жоқ
		Құжат тапсыру алдындағы соңғы тоқсанның соңына, 10-нан артық емес	Шектеу жоқ
Орналастыру (инвесторды)	Инвесторлар	Шектеу жоқ	Инвесторлардың ең көп саны 50-ден аспауға тиіс, өтінімнің ең аз көлемі 50 000 000 теңгені құрайды <b>Тек білікті инвесторларға</b>
		Қайталама нарық көзделген	Қайталама нарық көзделген
БҚ шығару мерзімі	Күн саны	20 жұм. күніне дейін (ҚНРДА) + 20 жұм. күніне дейін (KASE)	5 жұм. күніне дейін (ҚНРДА) + 7 жұм. күніне дейін (KASE)
Эмитент қызметінің тұрақтылығы мен ашықтығы	Аудиттің болуы	Соңғы екі жыл үшін міндетті (KASE-де аккредиттелген аудиторлық ұйым)	Соңғы жыл үшін міндетті (KASE-де аккредиттелген аудиторлық ұйым)
		ШОБ мәртебесі	Шектеу жоқ

# ЦентрКредит Банкінен Private Banking

- Дербес менеджер
- Консьерж-сервис және жеке клиенттің бабын табу
- Клиенттерге шығу және отбасылық қызмет көрсету
- Құпиялылық
- Халықаралық төлем жүйелерінен премиум карталары мен артықшылықтары



303

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

Сенім – қаржылық  
тұрақтылық тірегі

# ШОБ-ты қаржыландыру Халықаралық тәжірибе

## ИСПАНИЯ – MARF (MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA)

MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) – бұл Испанияның баламалы облигация нарығы, ол шағын және орта компаниялар (SME) банктерге бармай-ақ облигациялар шығару арқылы қаражат тарта алуы үшін құрылған.

- Ол 2013 жылы барлық испандық биржалардың (оның ішінде Мадрид биржасы бар) операторы BME (Bolsas y Mercados Españoles) басқаруымен іске қосылған болатын.
- 2014 жылы (іске қосылғаннан кейін бір жыл өткен соң) орналастыру көлемі шамамен 1 млрд еуроны құрады.
- 2024 жылға қарай нарықтың жалпы көлемі 70 млрд еуродан асып түсті.
- Жыл сайынғы орналастыру көлемі 8-10 млрд еуроны құрайды.

2024 жылғы жағдай бойынша нарықта 120-ға жуық эмитент айналыста.

## ИТАЛИЯ – MINIBOND

Әу баста Италияда облигациялар шығару Азаматтық кодекстің 2412-бабымен шектелген болатын: егер компаниялар листинг рәсімінен өтпесе, олар облигацияларды тек өздерінің меншікті капиталының екі еселенген шамасынан аспайтын сомаға дейін ғана шығара алатын.

- 2012 жылы «Decreto Sviluppo» (Law-Decree No. 83/2012) заңы қабылданды, ол кейіннен енгізілетін түзетулермен бірге жария емес компаниялар үшін облигациялар шығаруды жеңілдету, жария емес және жария компаниялардың облигациялары үшін салық режимін теңестіру үшін заңнаманы өзгертті.
- Осы реформалардың арқасында компаниялар жеңілдетілген салық режимімен белгілі бір шарттарда minibonds шығаруға мүмкіндік алды. Мысалы, егер облигациялар реттелетін нарықтарда немесе платформаларда саудаланатын болса немесе білікті инвесторлар сатып алса.



- Есептерде барлық minibond облигацияларының тек 7%-ы биржада листингке ие, 93%-ы жеке меншік айналыста және іс жүзінде қайталама нарықта өтімсіз.

### 2012 жылдан бастап нарық өсе бастады.

Politecnico di Milano есебінің деректеріне сай, 2021 жылдың соңына қарай итальяндық 832 кәсіпорын minibond жобаларына жүгінді, олардың 62,5%-ын шағын және орта кәсіпорындар (ШОБ) құрайды.

- 2013 жылы Италияда Minibond бағдарламасы іске қосылғаннан кейін орналастыру көлемі шамамен 160 млн еуроны құрады.
- 2024 жылға қарай нарықтың жиынтық көлемі 12,5 млрд еуродан асты. Соңғы жылдары жыл сайынғы орналастыру көлемі 1-1,5 млрд еуро аралығында ауытқып тұр.

2024 жылғы жағдай бойынша нарықта 1 300-ден астам эмитент және 1 700-ге жуық облигациялар шығарылымы жұмыс істейді.

## ГЕРМАНИЯ – SCALE FOR BONDS

Scale for Bonds (Германия) – шағын және орта компаниялар (SME) корпоративтік облигациялар шығару арқылы ұзақмерзімді қаржыландыруды тарта алуы үшін Deutsche Börse (Франкфурт қор биржасы) құрған облигациялық нарықтың мамандандырылған сегменті.

- Платформа 2017 жылы Scale бағдарламасының құрамында іске қосылды, ол Entry Standard бұрынғы сегментін ауыстырды және өсу компанияларын қолдау жөніндегі Deutsche Börse стратегиясының бір бөлігіне айналды.
- 2023 жылы Германияда жалпы сомасы шамамен 788 млн еуроға SME-нің 24 облигациялар шығарылымы орналастырылды.
- 2025 жылдың бірінші жартыжылдығында – 464 млн еуроға 11 шығарылым, орташа кірістілік жылдық 7,18%-ды құрады.



ШОБ үшін облигациялардың мамандандырылған нарықтарын құру компаниялардың банктерден кредит алуға тәуелділігін төмендетуге және қаржы жүйесінің тұрақтылығын арттыруға мүмкіндік береді



BCC Invest өз қызметінің аясында қаржылық және инвестициялық жобаларды іске асырған кезде шағын және орта бизнес секторының компанияларына қолдау көрсетеді. Жұмыс бизнестің ерекшелігі мен қойылған стратегиялық мақсаттар ескеріліп құрылады. Төменде инвестициялық жобаларды сүйемелдеу бойынша практикалық тәжірибені көрсететін шағын және орта бизнес саласында сәтті іске асырылған кейстерінің бірі берілген.



## Лимонарий

**2023 жылы BCC Invest компаниясы мен BRBAPK жылыжай кешені (NACAgro бренді) арасында маңызды оқиға орын алды. Біз Қазақстанда АӨК саласы үшін «Даму» бағдарламасы бойынша субсидияланатын облигациялардың алғашқы шығарылымын ұйымдастырдық.**

Бұл жағдай қор нарығы кредиттеудің тиімді баламасы бола алатынын дәлелдеді. Пайыздық мөлшерлемені қосымша субсидиялау компанияға «толық циклді» технологиялық лимонарий салу үшін тиімді шарттармен 500 млн теңге тартуға мүмкіндік берді.

Инвестициялар жылыжай алаңдарын салудан бастап 1300 селекциялық көшет сатып алуға және мамандар штатын даярлауға дейінгі нысанның толық инфрақұрылымын қамтамасыз етті.

Жоба биржадағы қаржылық мәміледен бастап алғашқы техникалық өнімді алуға дейінгі жолдан өтті. Бұл – сауатты стратегия мен өндірістегі кәсіби тәсілдің синергиясының нәтижесі.

Инновацияларды енгізіп, өнім түрлерін кеңейтетін және еліміздің азық-түлік базасын нығайтатын қазақстандық өндірушілерге қолдау білдіргенімізге қуаныштымыз.

**BRBA PK** – Алматының индустриялық аймағында орналасқан, ауданы 118 000 шаршы метрді құрайтын заманауи жылыжай кешені. Мұнда 180 жұмыс орны ашылған, ал жыл сайын 7000 тонна қызанақ, қияр, баялды және болгар бұрышы өсіріледі.

**2023 жылы** компания елімізде бірінші болып BCC Invest арқылы «Даму» бағдарламасы бойынша субсидияланатын облигациялар шығарды. Бұл әдеттегі кредиттерге балама болып, нақты мақсатқа – жаңа лимонарий салуға капитал тартуға мүмкіндік берді.

**2025 жылдың қазан айында** ауданы 7700 шаршы метр лимонарий пайдалануға берілді. Жобаға салынған жиынтық инвестиция көлемі 650 млн теңгені құрады. Мұнда 1300 көшет отырғызылды, олар жақын арада алғашқы алматылық лимон береді!

Келесі жылы NACAgro лимоны сатуға шығарылады. Осылайша қор нарығының құралдары жобаның идеядан бастап жақын арада сіздің себетіңізде болатын нақты өнімге дейінгі жолдан өтуіне көмектесті.

## Monolit Group

2025 жылы «Monolit Group» ЖШС борыштық қаржыландыру нарығына шығып, KASE-нің баламалы алаңына облигациялар орналастырды. Параметрлері 1,0 млрд теңге, 2 жыл мерзім және жылдық 22% купон мөлшерлемесі бар шығарылым қор нарығы құралдарының орта бизнес тарапынан қаржыландыруды ашық әрі түсінікті шарттармен тарту үшін қалай пайдалана алатынының айқын мысалы болды.

**Monolit Group** – Алматыдағы жобалау-құрылыс компаниясы, ол жайлы және бизнес-кластағы тұрғын үй кешендерін салып, пәтерлерді тікелей құрылыс салушыда сатады. Компанияның құрылыста 18 жылдық тәжірибесі бар, басты назар аударатын нәрселері – сапа, қауіпсіздік және жайлы қалалық орта. Компания құрылыс нарығының ірі ойыншылары – TAU Development, BI Group, BAZIS-A және NOVEC үшін жобаларды орындау тәжірибесін жинақтады.

## МҚҰ рейтингі

Микроқаржы ұйымдары (МҚҰ) борыштық сегментте жаңа шығарылымдардың елеулі үлесін қалыптастыра отырып, Қазақстан Республикасының корпоративтік облигациялар нарығында елеулі орын алады. МҚҰ облигациялары инвесторларға ең алдымен банктер мен ірі корпоративтік эмитенттердің бағалы қағаздарымен салыстырғанда жоғары кірістілікпен қызықты, бұл портфельдің жалпы кірістілік деңгейін арттыруға мүмкіндік береді. Қосымша тартымдылық салыстырмалы түрде қысқа айналым мерзімдері, тұрақты купондық төлемдермен және әртарапандыру мүмкіндігімен қалыптасады – МҚҰ көбіне экономиканың дәстүрлі салаларымен әлсіз байланысатын сегменттерде жұмыс істейді. Бұл ретте сұраныс қаржы секторының өсуі және Қазақстанның борыш нарығының кеңеюі аясында күшейіп отыр, мұнда инвесторлар тәуекел мен кірістілігі түсінікті жаңа құралдарды іздейді.

Қазіргі заманғы банктік емес қаржы ұйымдарының нарығы, көптеген эмитенттердің халықаралық рейтингтік агенттіктердің (S&P, Fitch, Moody's) бағаларына шектеулі қол жеткізуі және ұлттық рейтинг агенттігінің болмауы жағдайында кредиттік тәуекелді бағалаудың бірыңғай және ашық құралдарын талап етеді. Инвесторлар үшін стандартталған рейтингтік жүйенің маңыздылығы артып келеді, сондықтан біз микроқаржы ұйымдары мен ломбардтарға кредиттік рейтингтер беру үшін сандық және сапалық көрсеткіштерді кешенді бағасына негізделген, олардың қаржылық тұрақтылығын объективті түрде бағалауға мүмкіндік беретін өз скорингтік матрицамызды тұрақты негізде жетілдіріп отырамыз.

### №3 кесте. Қазақстандық МҚҰ мен ломбардтардың рейтингі

Компания	BCC Invest рейтингі	ISIN	Валюта	Өтеу	Купондық мөлшерлеме
<b>Микроқаржы ұйымдары</b>					
«TAS FINANCE GROUP» МҚҰ» ЖШС	BCC_A	KZ2P00016231	KZT	11.12.2027	22,00%
«R-Finance» МҚҰ» ЖШС	BCC_A-	KZ2P00015845	KZT	24.10.2028	23,00%
«Арнұр Кредит» МҚҰ» ЖШС	BCC_A-	KZ2P00014434	KZT	30.07.2027	20,00%
«Тойота Файнаншл Сервисез Қазақстан» МҚҰ» ЖШС	BCC_A-	KZ2P00014442	KZT	28.08.2029	18,40%
«MyCar Finance» МҚҰ» ЖШС	BCC_A-	KZ2P00011968	KZT	14.11.2026	17,50%
«Азиялық Несие Қоры» МҚҰ» ЖШС	BCC_B+	KZ2P00014640	KZT	20.02.2027	22,50%
«ОнлайнҚазҚаржы» МҚҰ» АҚ	BCC_B	KZ2C00015576	KZT	21.11.2028	22,80%
«Mogo Kazakhstan» (Mogo Қазақстан) МҚҰ» ЖШС	BCC_B	KZ2P00014608	USD	19.11.2027	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_C+	KZ2P00015712	KZT	26.05.2027	21,50%
<b>Ломбардтар</b>					
«Сейф-Ломбард» ЖШС	BCC_A-	KZ2P00014566	KZT	17.10.2027	21,00%
«МК-Золото Ломбард» ЖШС	BCC_B+	KZ2P00014624*	USD		10,00%
«Birinshi Lombard (Бірінші Ломбард)» ЖШС	BCC_B+	KZ2P00014202	KZT	24.09.2028	21,00%
«GoldFinMarket» ломбарды» ЖШС	BCC_B	KZ2P00014277	KZT	25.08.2026	22,00%

\*Жеке орналастыру

# Қазақстанда депозитке қарағанда облигация неге тартымдырақ

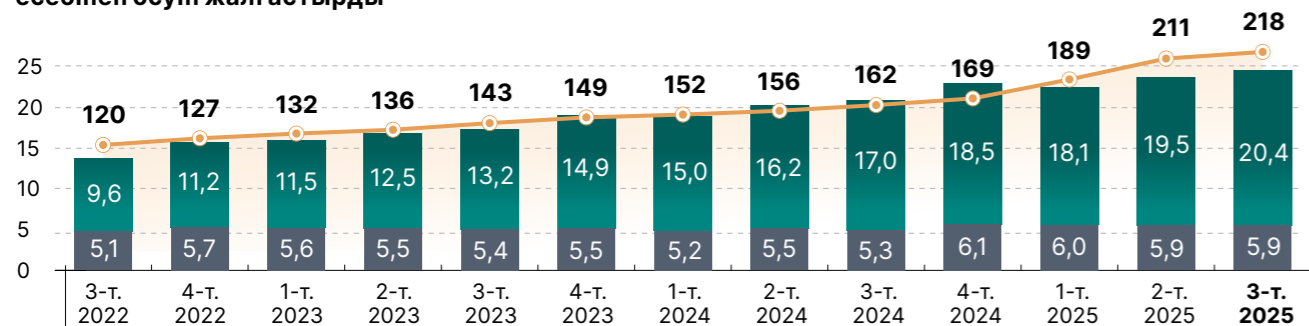
## Депозиттер халықтың жинақ ақшасының негізгі құралы болып қалып отыр

ҚДКҚ деректері бойынша, жеке тұлғалардың депозиттері 2025 жылғы 3-тоқсанда өсуін жалғастырды, ал респонденттердің 84%-ы жинаған ақшасын депозитте сақтауды қалайды.

Бұл ретте 2025 жылы депозит бойынша мөлшерлемелер жоғары деңгейде бекітілді. Қыркүйек айының қорытындысы бойынша мерзімсіз депозиттер бойынша нарықтық мөлшерлеме 15,0%-ды құрады, ал мерзімді және жинақ депозиттері бойынша нарықтық мөлшерлемелердің диапазоны мерзіміне байланысты 10,5-18,1%-ға (толықтырусыз) және 11,8-17,6%-ға (толықтырумен) жетті.

Тек сақтап қана қоймай, сонымен қатар көбірек икемділік пен ықтимал кірістілік алғысы келетін инвестор үшін облигация түріндегі балама көбінесе сенімдірек көрінеді.

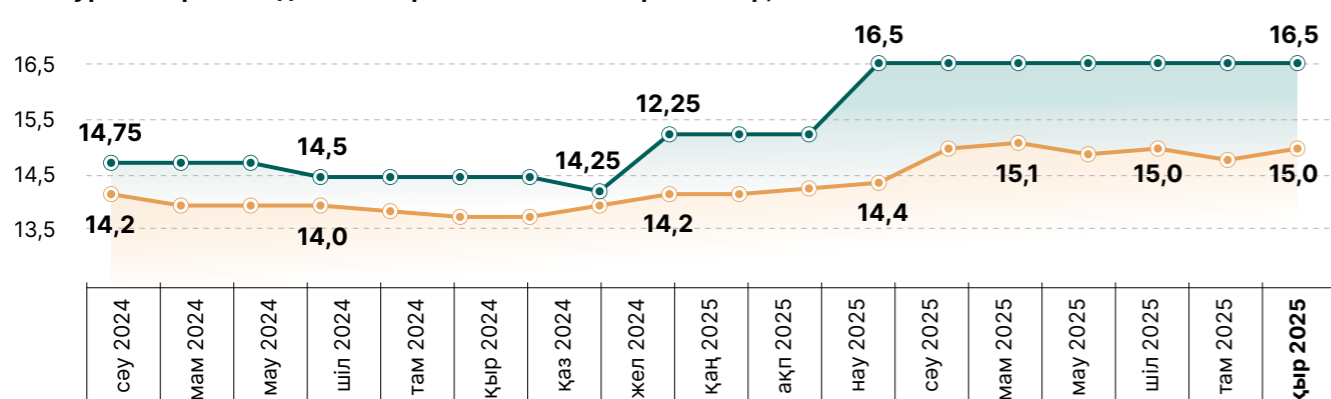
27-сурет. Жеке тұлғалардың депозиттерінің көлемі ұлттық валютадағы салымдар есебінен өсуін жалғастырды



▲ Жеке тұлғалардың теңгемен депозиттері, трлн теңге  
 ▲ Жеке тұлғалардың шетел валют. депозиттері, трлн теңге  
 ▲ Жеке тұлғалардың шоттары, млн шот

Дереккөз: ҚДКҚ

28-сурет. Мерзімсіз депозиттер бойынша мөлшерлемелер, %



▲ ҚР ҰБ базалық мөлшерлемесі  
 ▲ Мерзімсіз депозит бойынша нарықтық мөлшерлеме

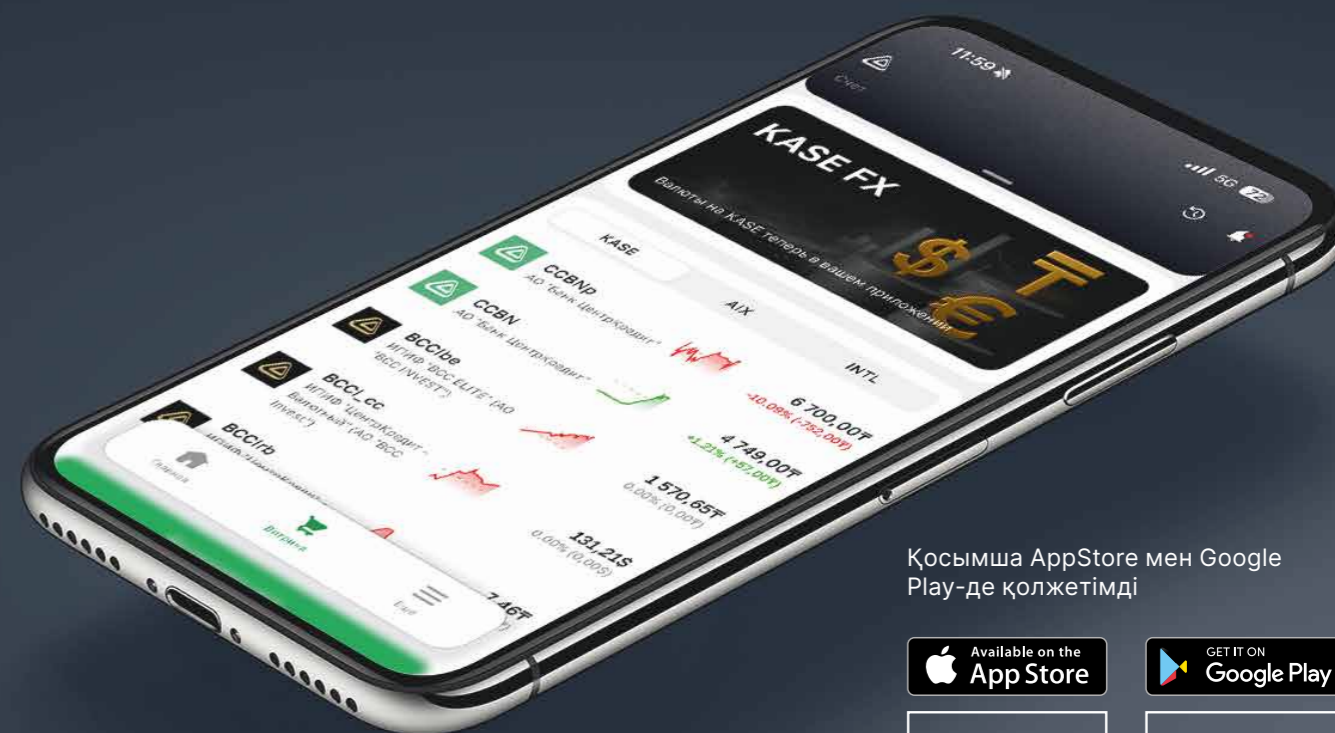
Дереккөз: ҚДКҚ

# BCC Invest мобильді қосымшасы

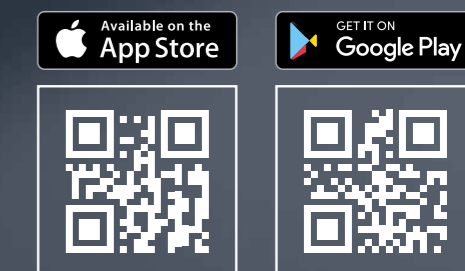
iOS пен Android-тағы BCC Invest мобильді қосымшасы – кіру нүктесі ыңғайлы: мұнда портфельмен жұмыс істеуге арналған негізгі барлық құрал жинақталған

- Сатып алу-сату – жылдам әрі ыңғайлы
- Акция, облигация, қорлар, KASE, KASE Global және AIX құралдары
- Тикерлерді ыңғайлы іздеу және жылдам орындау
- Толықтыру, айырбастау, хабарлау
- Қаражатты толық бақылау
- Артық қадамсыз шешу және толықтыру
- Эмитенттердің корпоративтік оқиғалары мен қаражат қозғалысы туралы хабарламалар

## BCC Invest-пен инвестиция жасаңыз

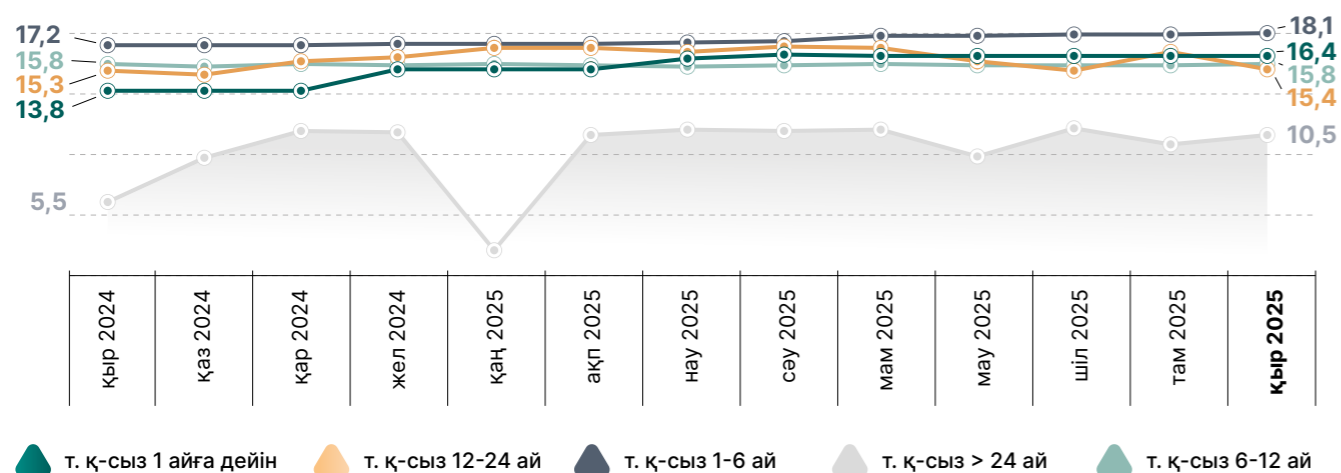


Қосымша AppStore мен Google Play-де қолжетімді



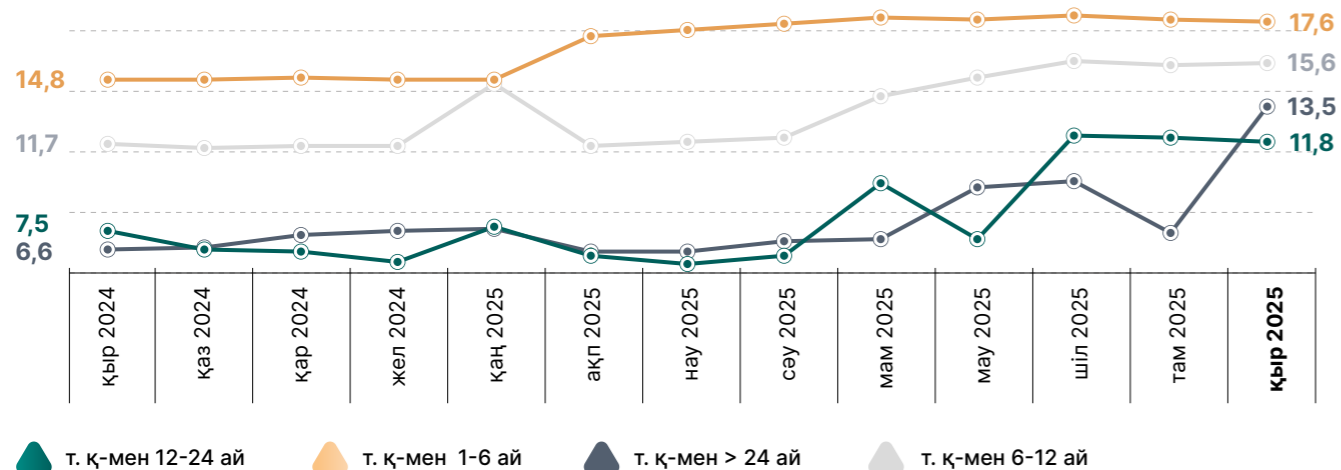
ҚР ҰБ бағалы қағаздар нарығында қызметті жүзеге асыруға берген 10.07.2018 жылғы № 3.2.235/12 мемлекеттік лицензиясы

29-сурет. Толықтыру құқығынсыз мерзімді және жинақ салымдары бойынша орташа алынған мөлшерлемелер, %



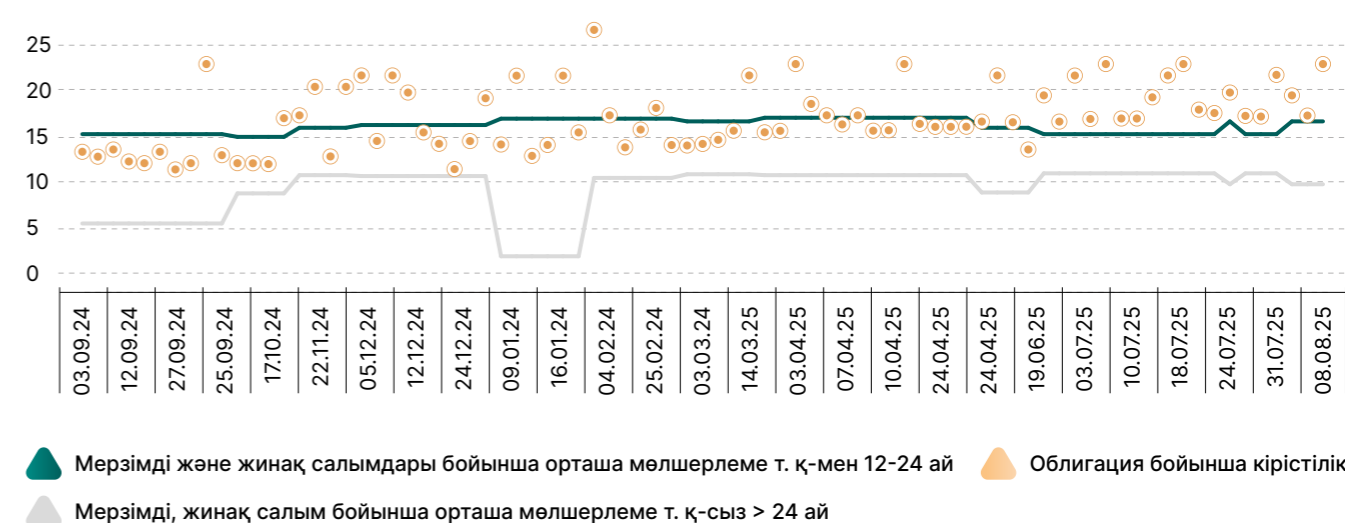
Дереккөз: ҚДКК

30-сурет. Толықтыру құқығымен мерзімді және жинақ салымдары бойынша орташа алынған мөлшерлемелер, %



Дереккөз: ҚДКК

31-сурет. Депозит бойынша мөлшерлемелер және KASE-нің бастапқы нарығындағы корпоративтік облигациялардың кірістілігі, %



Дереккөз: ҚДКК, KASE деректерінің талдауы

### Кірістілік

Облигация қосымша сыйақы алу үшін көбірек мүмкіндік береді. 2025 жылы KASE-дегі корпоративтік облигациялардың нарықтық орналастыруы бойынша кірістілік теңгемен жылдық 13,61-25,00% және доллармен жылдық 4,50-10,00% аралығында құбылды.

Корпоративтік облигациялардың бастапқы нарығында инвестор көбіне депозиттік мөлшерлемеден жоғары кірістілік алады. Бақыланған кезеңнің қорытындысы бойынша корпоративтік облигациялардың бастапқы орналастыруының басым бөлігі бойынша кірістілік ұқсас мерзімдегі депозиттік мөлшерлемеден жоғары болды. Бұл облигацияларды таңдаған кезде инвестор, әдетте, қаражатты орналастыру көкжиегі шамалас болған жағдайда, банк салымымен салыстырғанда қосымша кірістілікке үміт арта алады. Бұл әсіресе жоғары кірісті шығарылымдар сегментінде айқын байқалады, мұнда кірістілік деңгейі депозиттік мөлшерлемелерден едәуір асып түседі.

Депозит банк салымшыға төлеуге дайын мөлшерлемені тіркейді. Облигация мыналар үшін сыйақы алуға мүмкіндік береді:

- мерзімді таңдау (көбінесе орташа мерзім жақсы кірістілік береді);
- эмитенттің кредиттік сапасы;
- шығарылым құрылымы (теңге/валюта, құбылмалы/тіркелген мөлшерлеме).

### Икемділік

Депозиттен қаражатты мерзімінен бұрын шешкен кезде жиынтық кірістілік жиі азаяды.

Үздік депозиттік мөлшерлемелер беретін сегменттер (мерзімді және жинақ), әдетте, мерзімінен бұрын алуды шектейді және сыйақыны жоғалтуға әкеп соғуы мүмкін. МКҚК жинақ салымдарының неғұрлым жоғары кірістілігі мерзімінен бұрын алу бойынша қатаң шектеулерге байланысты екенін тікелей атап көрсетеді.

Облигациялар нарықтық құралдар ретінде сату/өтеу арқылы (нарықтық бағаны ескере отырып) ерте шығуға мүмкіндік береді.

### Әртараптандыру

Облигациялық портфельдің негізгі артықшылығы.

Облигация портфелі эмитенттер мен мерзімдердің арасында тәуекелді бөлуге мүмкіндік береді. Жалпы алғанда салымшылардың әртараптандыру жағына бет бұрып отырғаны көңіл қуантады. ҚДКК қаржы стратегиясының элементі ретінде қаражатты бірнеше банктерге орналастыру трендін атап көрсетеді.

Долларлық облигациялар көбінесе долларлық депозиттерден жақсы

Облигациялар инвестициялық стратегияны қатаң түрде мерзіміне, валютасына және тәуекел деңгейіне бейімдеуге мүмкіндік береді

СІЗ ҰЙЫҚТАП ЖАТҚАНДА

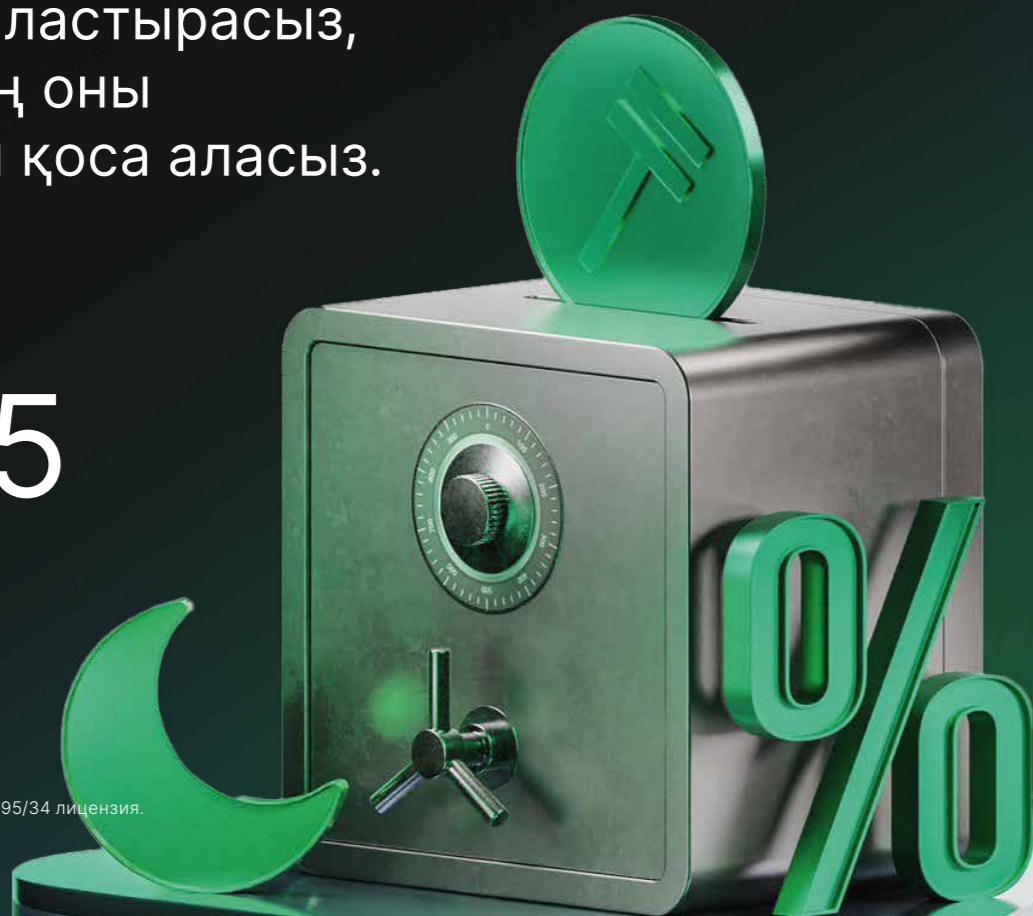
# «Овернайт»

ДЕПОЗИТІ

Күндіз тапқан артық ақшаны кешке орналастырасыз, ал таңертең оны пайызымен қоса аласыз.

 605

ҚНРДА 03.02.2020 берген № 1.2.25/195/34 лицензия.



Қазақстанда долларлық депозиттер тарихи тұрғыда ең алдымен табыс табу үшін емес, қаражатты сақтау және валюталық әртараптандыру мақсатында таңдалады. ҚДКҚ есебінде валюталық депозиттер бойынша салымшылардың ірі сегменті басым екені, олар үшін кірісті барынша арттырудан гөрі қаражатты сақтау және әртараптандыру маңызды екені атап көрсетілген.

Осы тұста негізгі айырмашылық айқындалады.

## Доллармен депозиттердің кірістілігі әдетте шектеулі

Көп жағдайда долларлық депозитте орташа мөлшерлеме, өйткені банк үшін долларлық қорландыру – бұл басқа экономика және басқа лимиттер. Сондықтан мақсат тек долларды

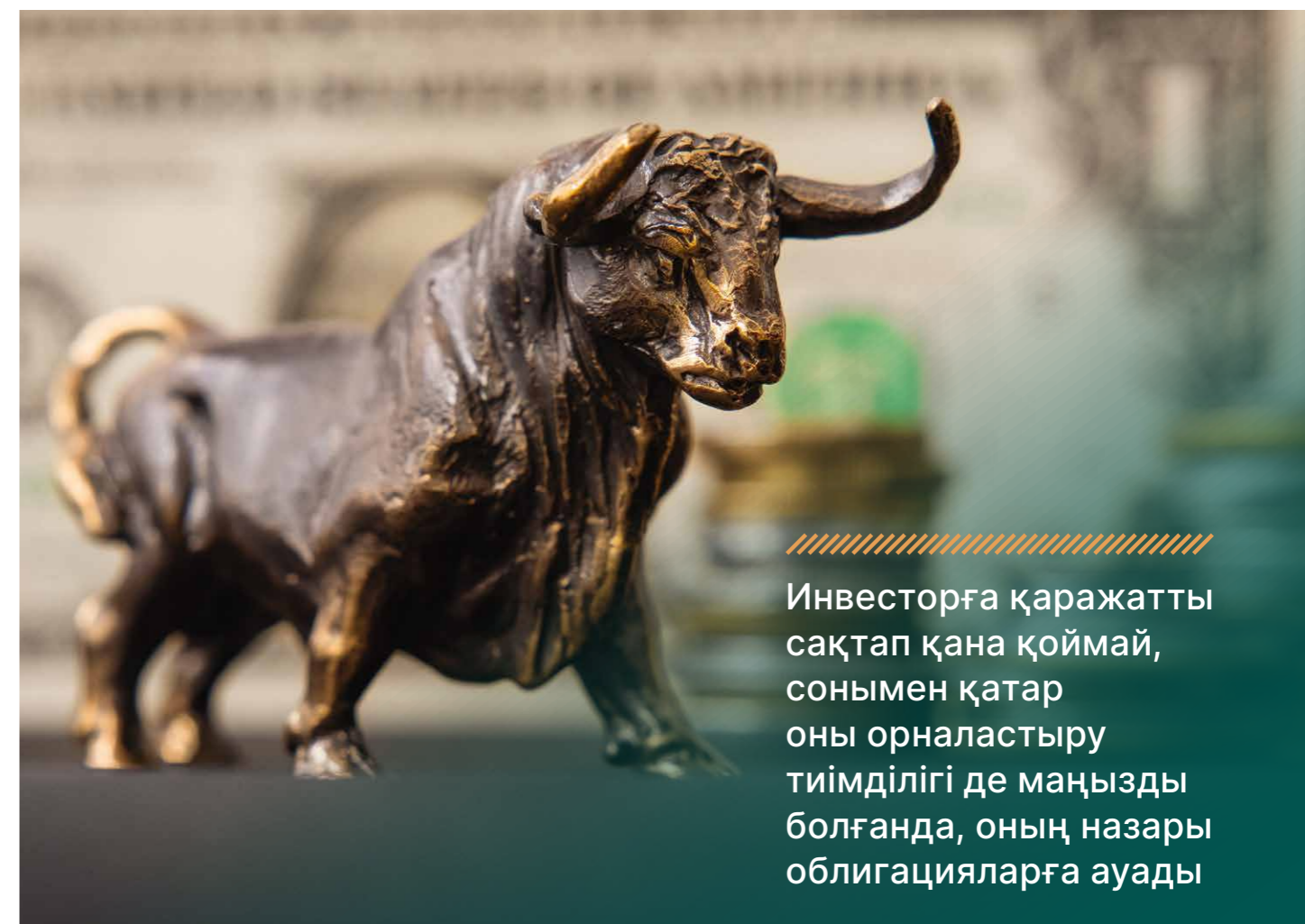
сақтап қалу емес, нақты долларлық кіріс алу болса, депозит жиі ұтылып қалады.

## Долларлық облигациялар валютада нарыққа жақын жоғары кірістілікті тіркеуге мүмкіндік береді

Долларлық облигациялар (оның ішінде жергілікті эмитенттердің шығарылымдары да бар) көбінесе жоғары кірістілік ұсынады, өйткені инвестор:

- өтеу мерзіміне дейінгі бағаның нарықтық тәуекелін;
- эмитенттің кредиттік тәуекелін;
- өтімділік тәуекелін (сату мүмкіндігі нарыққа байланысты болуы мүмкін) өз мойнына алады.

Кейбір шығарылымдар бойынша долларлық облигациялар жылдық 10%-ға дейін кіріс әкеле алады, ал доллардағы депозит әдетте кіріс құралы емес, валютаны сақтауға арналған «сейф» ретінде пайдаланылады.



Инвесторға қаражатты сақтап қана қоймай, сонымен қатар оны орналастыру тиімділігі де маңызды болғанда, оның назары облигацияларға ауады

# 05



Алдияр Әнуарбеков, талдаушы

## 2026: технологиядағы инвестициялық цикл және нарықтың болжамдарға жоғары сезімталдығы

2026 жылы жасанды интеллект технологиясына ауқымды салымдарды жалғастыру жаһандық нарықтар үшін негізгі тақырып болып қала бермек. Негізгі шығын бұрынғысынша АҚШ-та шоғырланған, алайда басқа елдер мен компаниялардың қатысуы біртіндеп кеңейіп келеді, бұл нарық динамикасын технологияларды енгізу қарқыны мен инвестициялардың нақты қайтарымына анағұрлым тәуелді етеді.

Елеулі түзетулерсіз сценарийді жүзеге асыру ықтималдығы төмен: қазіргі цикл қисынына сай жоғары қозғалыс барысында нарықтың айтарлықтай төмендеуі қалыпты құбылыс саналады, ал қаржыландыру шарттары нашарлаған кезде бағалар тереңірек қайта қаралуы мүмкін. Ең маңызды триггер – тұрақты инфляция мен облигациялар кірістілігінің өсуі арқылы қаржылық жағдайларды қатаңдату.

Америкалық акция нарығы үшін ірі технологиялық компаниялардың мықты қаржылық көрсеткіштері мен болашақ кіріс бойынша күтілген зор үміттердің арасындағы тепе-теңдік маңызды. Қызып кету белгілері кең ауқымды ірі компанияларға қарағанда нарықтың кейбір сегменттерінде айқынырақ байқалады, бірақ капиталдандырудың жоғары шоғырлануы индекстердің пайда бойынша болжамдарының кез келген қайта қаралуына сезімталдығын арттырады.

Жаһандық деңгейде Еуропа бағалау бойынша салыстырмалы түрде тартымдырақ көрінеді және бюджет бағдарламалары мен корпоративтік бастамалардан қолдау алуы мүмкін, бірақ саяси және қарыз тәуекелдеріне осал болып қалып отыр. Азияда кейбір сегменттерде қызып кету белгілерімен қатар «қуып жетуші» өсім ықтимал; Қытайда өсу әлеуеті ең алдымен технологиялық күн тәртібіне байланысты.

## 2026 жаһандық макроэкономикалық ахуал: қаржылық жағдайларға тәуелділік жоғары болған жағдайда қалыпты қолайлы база

2026 жылдың басына қарай жаһандық динамика бойынша бағалар бұрынғыға қарағанда анағұрлым тұрақты көрінеді: бірқатар индикаторлар қайта жеделдетудің алғашқы белгілерін көрсетеді, ал өсім мен корпоративтік пайда бойынша күткен үміт жалпы алғанда жақсарды. Осының аясында пайда циклінің тар ауқымды көшбасшылардан тыс кеңеюі туралы тезис күшейе түсуде, оның ішінде АҚШ-тан тыс жерлерде де пайданың өсу қарқынының жеделдеуі байқалуы мүмкін.

Біріншіден, сауда саясатына қатысты белгісіздік айтарлықтай төмендеп келеді, бұл бизнес пен инвестициялар үшін сыртқы жағдайлардың күрт нашарлау қаупін азайтады. Екіншіден, инфляция бойынша күтулер, оның ішінде мұнай бағасының динамикасы есебінен, ұстамды сипатта бағаланады. Үшіншіден, АҚШ-та ақша-кредит саясатын одан әрі жұмсарту қисыны сақталып отыр, бұл қаржыландыру құны мен болашақ кірісті дисконттау мөлшерлемесінің төмендеуі арқылы жаһандық тәуекелге деген тәбетті қолдайды.

Неғұрлым болжамды ахуалды қалыптастыратын үш макрофактор саясат пен баға динамикасына байланысты.

# Жаһандық нарықтар

- 62 ФРЖ саясаты
- 64 АҚШ-тың акция нарығы
- 73 Облигация нарығы – 2026 жылға шолу
- 75 Алтын
- 82 Күміс нарығы

Жалпы көріністің маңызды бөлігі – АҚШ бюджетінің рөлі. 2026 жылы бюджеттік импульс «кезең басына жылжытылуы» мүмкін, яғни сұраныс пен іскерлік белсенділікті қолдау кеш емес, ерте күтілуде. Бұл ұзақмерзімді трендтен жоғары өсу ықтималдығын арттырады және тек технологиялық секторды ғана емес, салалардың неғұрлым кең ауқымын қамтитын күрделі шығын циклімен толықтырылады. Мұндай конфигурацияда 2026 жылы корпоративтік пайда үшін базалық ахуал қолдаушы ретінде бағаланады.

Аймақтық айырмашылықтар сақталып отыр. Еуропа бойынша қорғаныс пен инфрақұрылымға арналған Германиядағы мемлекеттік шығыстың өсуін қоса алғанда, қолдау факторлары атап өтіледі, олар 2026 жылы ұлғаяды деп күтілуде. Сонымен қатар осал тұстар да көрсетіледі – бағдарламаларды іске асырудың әлсіз тәуекелі, сондай-ақ Францияның бюджеттік тұрақтылығына байланысты тәуекелдер сақталады. Егер нарық оның мемлекеттік

қағаздары бойынша неғұрлым жоғары кірістілікті талап ете бастаса, бұл қарыз алу құнын арттырып, еуроаймақтың активтеріне қысым жасауы мүмкін, сондай-ақ геосаяси факторлар әсер етуі мүмкін. Бұл еуропалық макроортаны саяси шешімдер мен мемлекеттік қаржының тұрақтылығына деген сенімге анағұрлым тәуелді етеді.

2026 жылға арналған негізгі макробелгісіздік – қаржылық жағдайлардың нашарлау қаупі. Атап айтқанда, инфляциялық факторлар немесе бюджет тапшылығының төңірегіндегі қауіптер ұзақмерзімді кірістіліктің өсуіне, соның салдарынан экономика мен компаниялар үшін капиталдың қымбаттауына әкелетін сценарий бөлек қарастырылады. Мұндай жағдайда базалық «қолдаушы» көрініс тез арада активтер бағасын қайта қарау және инвесторлардың неғұрлым сақтық мінез-құлқына жылдам көшу режиміне ауысуы мүмкін.

## ФРЖ саясаты

### 1. Қазіргі ұстаным

2025 жылғы 10 желтоқсанда өткен отырыстың қорытындысы бойынша ФРЖ мөлшерлеменің нысаналы диапазонын 0,25 п.т. – **3,50-3,75%-ға** дейін төмендетті. Өтініште алдағы шешімдер келіп түсетін деректерге, жаңартылған болжамға және тәуекелдер теңгерімін бағалауға тәуелді болатынына басты назар аударылды.

Бұл ретте экономика үшін қаржыландыру шарттары біркелкі болып қалып отыр. Нарықтық бағалар мен жалпы қаржы нарықтарында жағдай салыстырмалы түрде жұмсақ көрінгенімен, үй шаруашылықтары мен шағын бизнес үшін кредит құны әлі де жоғары. Атап айтқанда, ипотека бойынша мөлшерлемелер 10 жылдық қазынашылық облигациялардың кірістілігінен айтарлықтай жоғары, ал шағын компаниялар бойынша қарыз қаражатын 8%-дан жоғары мөлшерлеменен тартып отыр.

Бұл ақша-кредит шарттарын жұмсарту нақты сектор үшін анағұрлым айқын сезілуі үшін мөлшерлемені одан әрі төмендетуді жалғастыру қажет деген уәжді күшейтеді.

2026 жылдың жеке бір факторы – басқарушылық сабақтастық мәселесі. Джером Пауэллдің ФРЖ төрағасы ретіндегі өкілеттік мерзімі **2026 жылғы**

**15 мамырда** аяқталады, бұл жылдың екінші жартысында ФРЖ риторикасы мен ықтимал тәсіл өзгерістеріне нарықтың назарын күшейтуі мүмкін.

### 2. Пайыздық мөлшерлемелер

ФРЖ-ның ресми болжамдарына (қатысушылардың медианалық бағалауына) сәйкес мөлшерлеме **2026 жылдың** соңына қарай шамамен **3,4%**, ал **2027 жылдың** соңына қарай шамамен **3,1%** болуы мүмкін. Басқаша айтқанда, базалық траектория – өткен циклдердің «нөлдік» мөлшерлеме деңгейіне қайта оралмастан, мөлшерлемені одан әрі төмендету.

ФРЖ төмендету циклін аяқтаған жоқ және 2026 жылдың мамыр айында қазіргі төрағаның өкілеттік мерзімі аяқталғанға дейін мөлшерлемені тағы екі рет төмендетуі мүмкін. Ақция нарығы үшін төмендеу фактісінің өзі ғана емес, оның қарқыны да маңызды: өзгерістердің жылдамдығы мен ауқымына қарай нарық мультипликаторларды қайта бағалай ма, әлде өсім негізінен компаниялар пайдасының функциясы болып қала бере ме – соған байланысты болады.

Бұл ретте 2026 жылғы мөлшерлемелер үшін тәуекел сценарийі ФРЖ-ның қысқамерзімді

ФРЖ төмендету циклін аяқтаған жоқ және 2026 жылғы мамыр айында қазіргі төрағаның өкілеттік мерзімі аяқталғанға дейін мөлшерлемені тағы екі рет төмендетуі мүмкін

мөлшерлемесіне қарағанда, АҚШ-тың ұзақмерзімді облигацияларының кірістілігінің динамикасына көбірек байланысты. Нарықтар үшін негізгі тәуекелдердің бірі – **ұзақмерзімді облигациялар кірістілігінің өсуі** салдарынан қаржылық жағдайлардың қатаюуы, ол не инфляциялық

қауіптің жаңаруынан, не бюджет тапшылығына қатысты алаңдаушылықтан туындауы мүмкін. Мұндай сценарийде қысқамерзімді мөлшерлеме төмендегеннің өзінде капиталдың жалпы құны жоғары деңгейде сақталуы ықтимал.

#### 4-кесте. ФРЖ мөлшерлемесінің қазіргі диапазоны (2025 ж. соңы): 3,50-3,75

ФРЖ мөлшерлемесі (нысаналы диапазонның ортасы), жыл соңындағы %	2026	2027	2028	Ұзақмерзімді
Медиана SEP (желтоқсан 2025)	3,4	3,1	3,1	3,0
Медиана SEP (қыркүйек 2025)	3,4	3,1	3,1	3,0

**Түсіндірме:** SEP (Summary of Economic Projections) мәндері – бұл **ФОМС қатысушыларының** олардың базалық сценарийі кезінде қандай мөлшерлеме деңгейін **орынды** деп есептейтіні туралы **бағалауы** және тиісті жылдың аяғындағы **нысаналы диапазонның** (midpoint) **ортасы** ретінде жарияланады. Бұл мөлшерлеме траекториясының уәдесі емес және деректердің түсуіне қарай өзгеруі мүмкін.

Дереккөз: АҚШ-тың ФРЖ (ФОМС), Summary of Economic Projections, 2025 ж. желтоқсан

2026 жылға арналған мөлшерлемелердің базалық траекториясы: ФРЖ саясатын қалыпты түрде жұмсартуды жалғастыру, алайда инфляция динамикасына және кірістілік қисығының ұзақ шетіндегі кірістілікке жоғары тәуелділік сақталады. Біздің базалық сценарийімізде 2026 жылдың мамыр айында Дж. Пауэллдің өкілеттік мерзімі аяқталғанға дейін мөлшерлеменің тағы екі рет 0,25 пайыздық тармаққа төмендеуі күтіледі, яғни мақсатты диапазон шамамен 3,00-3,25% деңгейінде ауысуы мүмкін. Жылдың екінші жартысындағы одан арғы траектория инфляцияның баяулау қарқынына

және ұзақмерзімді облигация нарығының реакциясына байланысты болады; дезинфляция сақталған жағдайда тағы бір төмендеу ықтималдығын қарастырамыз, нәтижесінде 2026 жыл бойы жиынтық төмендеу шамамен 0,75 п.т. болуы мүмкін (жыл соңына қарай 2,75-3,00%). Нарықтар үшін бұл мөлшерлеме тарапынан қолдау болуы мүмкін екенін білдіреді, алайда инфляция мен бюджет бойынша «қателіктің құны» жоғары болады – ол ұзақмерзімді кірістіліктің өсуі және қаржыландыру шарттарының нашарлауы арқылы көрінуі мүмкін.

# АҚШ-ТЫҢ АКЦИЯ НАРЫҒЫ

## S&P 500-ге жалпы шолу

АҚШ 2025 жылды қор нарығындағы өсу толқынында аяқтады: S&P 500 индексі жылына шамамен 15% қосып (2024 жылғы 23%-дан кейін), ең жоғары көрсеткіштерін жаңартты. Үшінші жыл қатарынан индекс екі таңбалы динамика көрсетіп отыр, бұл оның бағасын тарихи жоғары деңгей – шамамен **22 еселік пайдаға** (forward P/E), яғни dot-com дәуірінің шарықтау шегіне жақындады. Мұндай ралли көбіне мегакапиталдандыруы жоғары компаниялардың тар тобымен байланысты болды: **AI-серпілісі** көш бастап келе жатқан технологиялық алыптардың «керемет жетілігі» индекстің өсу үлесін қамтамасыз етті және енді оның жиынтық капиталдандыруының 30%-дан астамын құрайды. Бұл ретте нарықтың қалған бөлігі анағұрлым баяу өсті, бұл жоғары шоғырлануға әкелді: S&P 500 кірісі айтарлықтай дәрежеде бірнеше IT-флагманға және олардың өте жоғары **пайда өсімі** қарқынына байланысты болды.

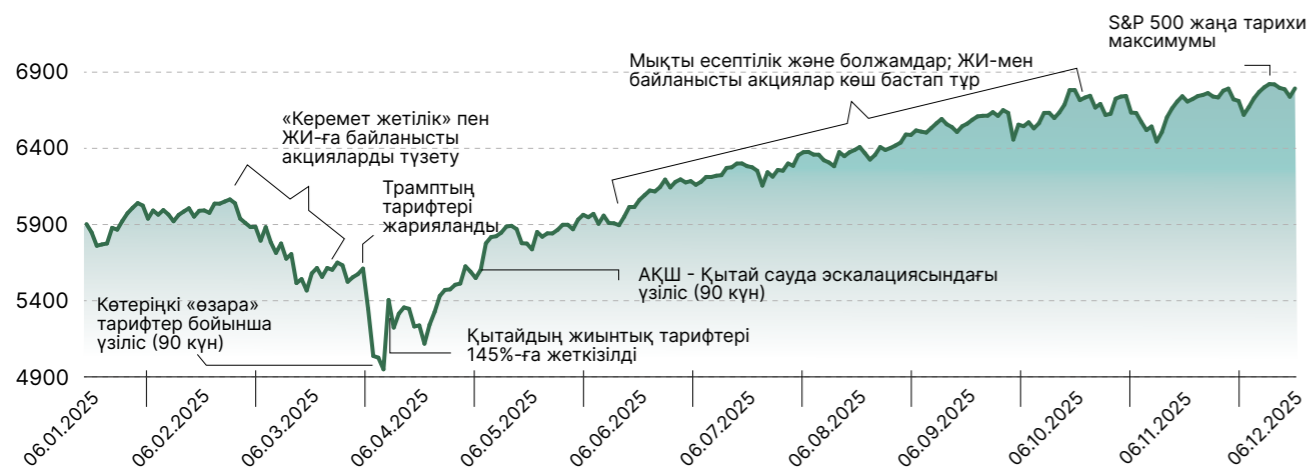
Алайда 2025 жылдың соңына қарай нарық базасының біртіндеп кеңею белгілері байқалды. Бұрын көшбасшы болған кейбір технологиялық компаниялардың (мысалы, Magnificent 7 құрамындағы кейбір өкілдердің) артта қалуы және басқа (өнеркәсіп, қаржы) секторлардағы сұраныстың бір мезгілде жандануы өсім шоғырлануының төмендеуі мүмкін екенін көрсетеді. Егер алдыңғы екі жылда инвесторлар ЖИ-технологияларынан болашақта түсетін пайданы күтсе, енді 2026 жылдың қарсаңында

басты назар осы салымдардан түскен **пайданы іске асыруға** ауады. Нарық қаржылық есептілікке аса сезімтал бола түсті: **SS&P 500** көптеген көрсеткіштер бойынша «жетілдіруге» **бағаланып отырғанда**, қаржылық нәтижелердегі болмашы көңілі қалу бағаларды түзетуге әкелуі мүмкін. Басқаша айтқанда, төмен мөлшерлемелер аясында **мультипликаторлардың** өсуі мен пассивті индекстерге капитал ағыны басым болған ұзақ кезеңнен кейін, нарықтың әрі қарай ілгерілеуі енді корпоративтік табыстардың нақты әрі елеулі өсімімен расталуы тиіс кезеңге өтті.

## Негізгі ықпал ету факторлары

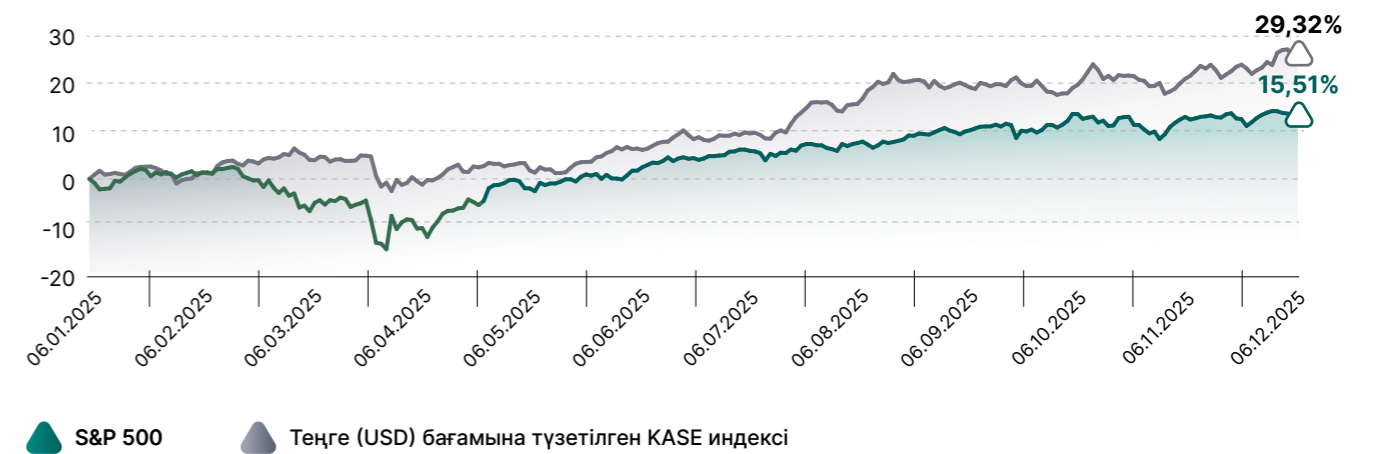
2026 жылға арналған **базалық сценарий** АҚШ экономикасын жұмсақ отырғызуды және біркелкі **монетарлық саясаттың «достық сипатын»** жалғастыруды көздейді. Инфляция төмендегенімен, бақылауда қалып отыр, бұл Федералдық резерв жүйесіне баға тұрақтылығына деген сенімділікті жоғалтпай, мөлшерлемені біртіндеп төмендетуге мүмкіндік береді. Нәтижесінде қаржыландыру шарттары жұмсара бастайды: қарыз алу құны төмендейді, облигациялардың кірістілігі тарапынан қысым біршама әлсірейді. **Біздің базалық сценарийіміз бойынша** 2026 жылы АҚШ экономикасының өсу қарқыны **2% шамасында** сақталады. Қолдауды тек тұтынушылық шығын ғана емес, жасанды интеллект технологияларын енгізуге байланысты инвестициялық цикл де қамтамасыз етеді. Ірі компаниялар деректерді

## 32-сурет. 2025 жылы S&P 500-ге әсер еткен негізгі оқиғалар



Дереккөз: Bloomberg; BCC Invest-тің есептеуі және көрнекі түрде ұсынуы

## 33-сурет. S&P 500 динамикасын және KASE индексі (USD-мен) салыстыру

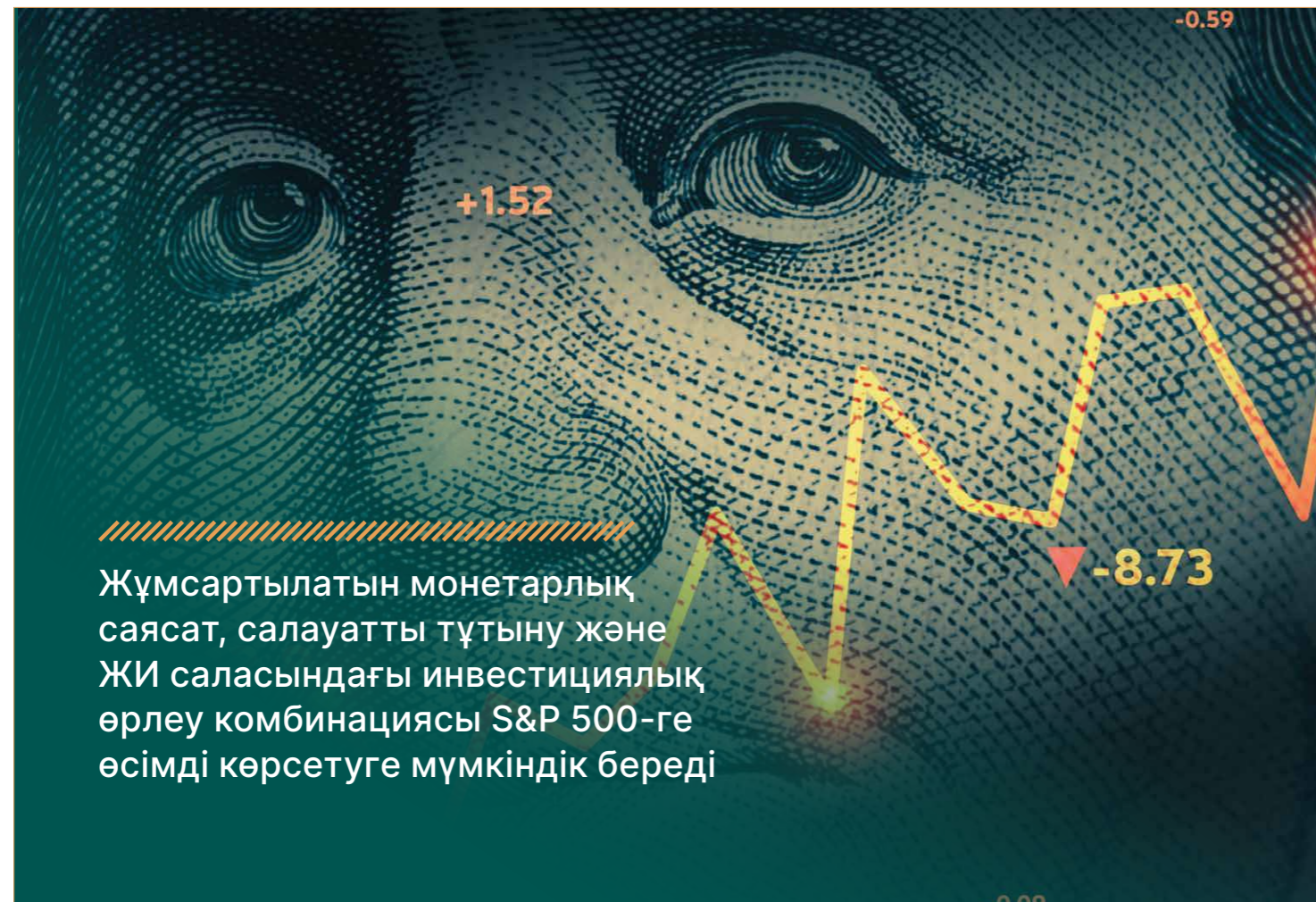


Дереккөз: Bloomberg; BCC Invest-тің есептеуі және көрнекі түрде ұсынуы

өңдеудің бұлтты орталықтарына, чиптер мен инфрақұрылымға қомақты қаржы салуды жалғастырады.

Оптимистік күтулерге қарамастан, **пайданың тұрақтылығы** мен сыртқы жағдайларды **бағалау** басты назарда қалып отыр, өйткені акциялардың қазіргі бағасы іс жүзінде қателікке жол бермейді. **Нарықтың облигациялардың кірістілігіне сезімталдығы** жоғары деңгейде: 10 жылдық қазынашылық облигациялардың кірістілігі шамамен 4% болған кезде АҚШ акциялары тәуекелсіз мөлшерлемелерге қатысты ең төменгі сыйақымен саудаланады. Мұндай жағдай пайыздық мөлшерлемелер траекториясындағы кез келген өзгеріс акцияларды қайта бағалауға елеулі әсер етуі мүмкін екенін білдіреді. **Кірістіліктің төмендеуі** (мысалы, ФРЖ саясаты күтілгеннен де жұмсарған жағдайда) жоғары мультипликаторларды ақтап, нарықтың одан әрі өсуін қолдауы мүмкін. Алайда инфляцияның өсуінен немесе тапшылықты қаржыландыру үшін облигациялар ұсынысының көбеюінен болсын, кірістіліктің өсуі ауыр салдарға әкелуі ықтимал: дисконттау мөлшерлемесінің өсуі компаниялардың P/E көрсеткішін қысқартып, пайданың өсуінен туындайтын оң нәтижені жоққа шығаруы мүмкін. Қазіргі жоғары бағалаулар көбінесе бірнеше фактордың үйлесіміне сүйенеді: жұмсақ саясаттың күтілуі, экономикалық өсімнің жеделдеуі және технологиялық инновациялар үшін берілетін сыйақы. Осы шарттардың кез келгенін бұзу: мысалы, Федералдық резервтің қатаң риторикасы немесе ЖИ енгізу қарқынының баяулауы – нарықты **тәуекел-сыйлықақыны қайта қарауға** мәжбүрлеп, жаппай сатылым толқынын тудыруы мүмкін.

**СЦЕНАРИЙДІҢ ҚАУІПТЕРІ.** Жағымсыз сценарийде басты қауіп – инфляциялық қысымның қайта оралуы немесе ФРЖ саясатын қайта қатайтуға мәжбүрлейтін басқа да күйзелістер. Егер 2026 жылдың ортасына қарай инфляция «*толық жетілмегені*» немесе энергия тасымалдаушылар бағасы мен жалақының өсуі салдарынан қайта күшейгені айқын болса, реттеуші саясатты жұмсартудың орнына үзіліс жасап, тіпті мөлшерлемені қайта көтеруі мүмкін. Мұндай жағдайда **тәуекелсіз мөлшерлемелер мен тәуекел сыйлықақылары** өсіп, акциялардың әділ бағаларын күрт төмендетер еді, ал **S&P 500 кірістілігі теріс аймаққа кетуі мүмкін.** Тағы бір қауіп – кейбір стратегтер ескертетін жоғары технологиялық секторға қатысты. Әңгіме ЖИ-ге бағытталған ауқымды шығын мен осы салымдардан түсетін нақты қайтарым арасындағы уақытша алшақтық туралы болып отыр. Қазіргі таңда компаниялар технологиялық көшбасшылықты сақтау үшін орасан зор қаражат (ішінара акцияларды сатып алу бағдарламалары мен дивиденд есебінен) жұмсауға мәжбүр, ал бұл шығынның кірістілікке әсері бірден байқалмайды. Егер 2026 жылы IT-алыптардың қаржылық есептілігі шығынның өсуі табыстың мөлшерлес өсіміне айналмағанын көрсетсе, нарық **ЖИ табысты болады деген сенімін** жоғалтуы мүмкін. Мұндай бетбұрыс бұрын индексті жоғары сүйреген ең қымбат бағалы қағаздардың қайта бағалануына әкелуі ықтимал. Нарықтағы шоғырлану деңгейі әлі де жоғары болғандықтан, бірнеше мегакаптағы әлсіздік бүкіл S&P 500 индексіне айтарлықтай төмендетуі мүмкін.



Сонымен қатар базалық сценарийден **оң ауытқулар** да болуы мүмкін. Мысалы, инфляция қалыпты деңгейде сақталған кезде, Федералдық резервтің неғұрлым агрессивті түрде жұмсартуы. Мұндай оптимистік конфигурацияда пайда күткеннен де жоғары өсіп, индекс қазіргі болжамдардан асып түсуі мүмкін. Дегенмен, базалық трендтен **айтарлықтай** жоғары өсімнің өзі тұрақты ұтысқа кепілдік бермейді: шектен тыс ралли «көпіршік» қалыптастыру қаупін арттырып, кейін нарықтың күрт салқындауына әкелуі мүмкін. Сондықтан біздің базалық сценарийімізде **мультипликаторлардың** қазіргі өзінде жоғары екенін және оларды нақты **пайда нәтижелерімен** растау қажеттігін ескере отырып, неғұрлым теңгерімді өсім қарастырылған.

Жалпы алғанда 2026 жылы АҚШ-тың акция нарығына деген көзқарас өте жағымды. **Базалық сценарий** жұмсартып жатқан монетарлық саясаттың, салауатты тұтыну деңгейінің және ЖИ саласындағы инвестициялық өрлеу комбинациясы S&P 500 индексінің **\$7 700 дейін өсуіне** мүмкіндік береді деп болжайды, бұл корпоративтік

кірістердің нақты ұлғаюымен қолдау табады. Бұдан басқа **нарық ауқымының кеңеюі** күтіледі: технологиялық көшбасшылардың тар тобынан өнеркәсіпті, қаржы және шағын капиталдандыру секторларын қоса алғанда, неғұрлым кең секторларға ауысу орын алуы мүмкін, олар іргелі жағдайлардың жақсаруынан ұтады. Бұл раллиді мейлінше тұрақты етеді. **Нарықты бағалау** әлі де жоғары күйінде, бірақ осы күтулер орындалған кезде орынды болып саналады. Сонымен қатар **қауіптерді** ескерген жөн: нарық ауытқуларға жедел ден қоя отырып, макроэкономикалық сигналдар мен корпоративтік есептерді мұқият қадағалайды. Кез келген нашарлау – инфляцияның қайта жандануынан, ЖИ бастамаларының сәтсіз іске асуынан немесе экономиканың баяулауынан болсын – оң сюжетті өзгертіп, **түзету сценарийіне** әкелуі мүмкін. Осылайша, 2026 жылы америкалық қор нарығы кірістілік пен пайдаға қатысты күтулердің қайта бағалануына ерекше сезімтал кезеңге қадам басады, бұл инвесторлардан күтілетін табыс пен бағаларға енгізілген оптимистік болжамдар арасындағы тепе-теңдікті мұқият саралауды талап етеді.

## AI секторындағы «көпіршік» қаупін бағалау: негізгі индикаторлар мен қорытындылар

### Тарихи ұқсастықтар: алдыңғы экономикалық «көпіршіктен» алынған сабақ

Тарих көрсеткендей, ірі технологиялық серпілістер көбіне ауқымды алыпсатарлық толқындармен қатар жүрген. XIX ғасырдың өзінде-ақ алғашқы өнеркәсіптік революция Ұлыбританияда теміржол компаниялары акцияларының қарқынды өсуіне, артынша олардың құлдырауына әкелді; 1920 жылдары АҚШ-та қор нарығының шапшаң өрлеуі автомобиль, радио және тұрмыстық электроника өндірісінің дамуына байланысты болды; ал 1990 жылдардың соңында интернет саласындағы технологиялық серпіліс атақты **dot-com көпіршігін** туғызды. Бұл оқиғалардың барлығы бірнеше жыл бойы өрбіп, бағаның құлдырауымен аяқталды. Сарапшылар мұндай «көпіршіктерге» тән ортақ белгілерді атап көрсетеді: инвесторлар жаңа технологиямен байланысты **«сиқырлы болашақ»** идеясының айналасына бірігеді, бірақ бұл идеяны жүзеге асырудың ауқымы мен мерзімі белгісіз. Бұдан басқа аталған үш технологиялық көпіршіктің барлығында да екі фактор айқын байқалды – бөлшек сауда инвесторларының жаппай ағымы және қарыз капиталын белсенді пайдалану. Бұл тарихи ұқсастықтар жасанды интеллект төңірегіндегі қазіргі дүрлігуді бағалау үшін бағдар болып табылады.

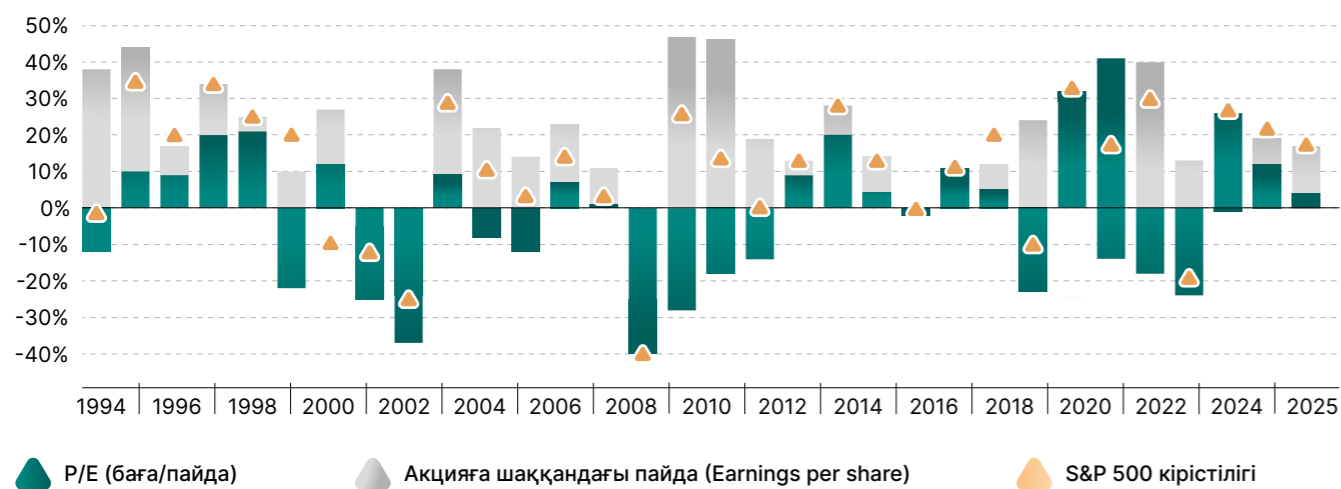
### ЖИ раллиі: неге «көпіршіктің шыңы» туралы айту әлі ерте

2023–2025 жылдары AI-сектордың әсерлі өсуіне қарамастан, классикалық көпіршіктің көптеген белгілері әзірге жоқ. **Нарық әдетте көпіршік шегіне жетіп, жарылмас бұрын болатын бағаның жарылғыш, ақылға сыйымсыз өсуін көрсетпейді.** Қазіргі уақытта күнделікті баға ауытқулары мен құбылмалылық бұрынғы дүрлігуге толы раллилермен салыстырғанда салыстырмалы түрде ұстамды деңгейде қалып отыр, ал инвесторлар көбірек нақты қаржылық көрсеткіштерге сүйенуде. 2025 жылы S&P 500 индексінің өсуі баға

мультипликаторларының шамадан тыс көбеюінен емес, корпоративтік пайданың жақсаруынан болған көрсеткішті жағдай. 2025 жылдың 4-тоқсанының ортасына қарай S&P 500 индексі жыл басынан бері 11,7%-ға көтерілді, бұл ретте осы өсімнің шамамен 11,1%-ы компаниялардың тапқан пайдасының артуымен қамтамасыз етілді, яғни **өсімнің барлығы дерлік іргелі факторлармен расталған.** Мұндай ралли құрылымы **көпіршік бар екенін білдіре қоймайды.** Салыстыру үшін, 1997–1998 жылдардағы дотком-көпіршіктің шарықтау шегінің алдында нарық өсімінің негізгі бөлігі дәл баға коэффициенттерінің кеңеюі (жыл сайын 17–20%-ға) есебінен болды, ал қазіргі жағдайда баға өсімі едәуір дәрежеде бизнестің нақты нәтижелерімен негізделуде. Басқаша айтқанда, 90-жылдардың соңында инвесторлар болашақ табыс уәделері үшін неғұрлым жоғары баға төледі, ал қазір бағаның өсуі едәуір дәрежеде бизнестің нақты нәтижелерімен ақталады.

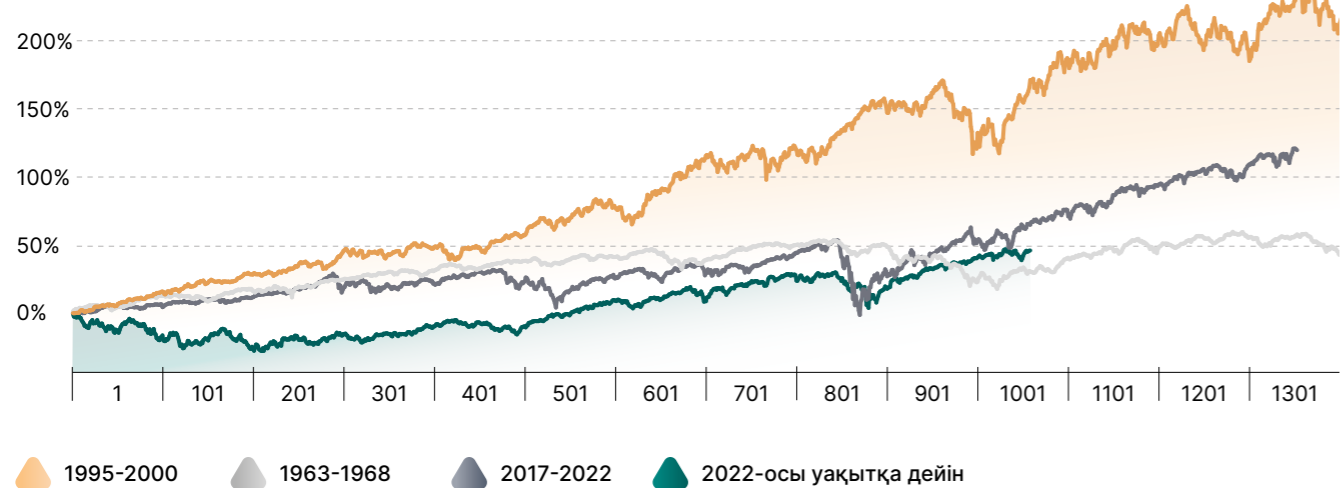
Тағы бір фактор – **әзірге шектен тыс баға импульсі мен құбылмалылықтың болмауы.** ЖИ-ге деген қызығушылық толқынында негізгі AI-бенефициарлардың акциялары (Magnificent 7 деп аталатын) айтарлықтай өскенімен, нарықтың жалпы динамикасы тек алыпсатарлық сипатта көрінбейді. Көптеген компаниялар AI-ны енгізу арқылы кіріс пен табыстың нақты динамикасын көрсетіп отыр, сондықтан олардың акцияларының өсуі тек иррационалды оптимизммен емес, іргелі күтулермен қолдау табуда. Сондай-ақ **AI-сектордың (мысалы, ірі технологиялық компаниялардың) бағалау коэффициенттері әзірге шектен тыс деңгейге жеткен жоқ, нарықта бұрынғы көпіршіктерге тән леввередж (қарыз қаражатын шамадан тыс пайдалану) арқылы айқын «қызып кету» байқалмайды.** Оның үстіне 1990 жылдардың соңынан айырмашылығы, қазіргі таңда Федералдық резервтік жүйе саясатты қатаңдатпай, керісінше жұмсартуда, бұл да көпіршіктің соңғы кезеңіне тән құбылыс емес. Осының барлығы шыңына жетті деп айту **әлі ерте деген қорытындыға әкеледі:** жасанды интеллект сегментіндегі қазіргі өрлеу нақты көрсеткіштерге елеулі түрде сүйенеді және алыпсатарлық көпіршіктердің аяқталуына тән шектен тыс дүрлігі белгілерімен қатар жүріп жатқан жоқ.

34-сурет. S&P 500 кірістілік декомпозициясы



Дереккөз: Bloomberg; BCC Invest-тің есептеуі және көрнекі түрде ұсынуы

35-сурет. S&P 500 бұқа нарықтары (нормаланған кірістілік)



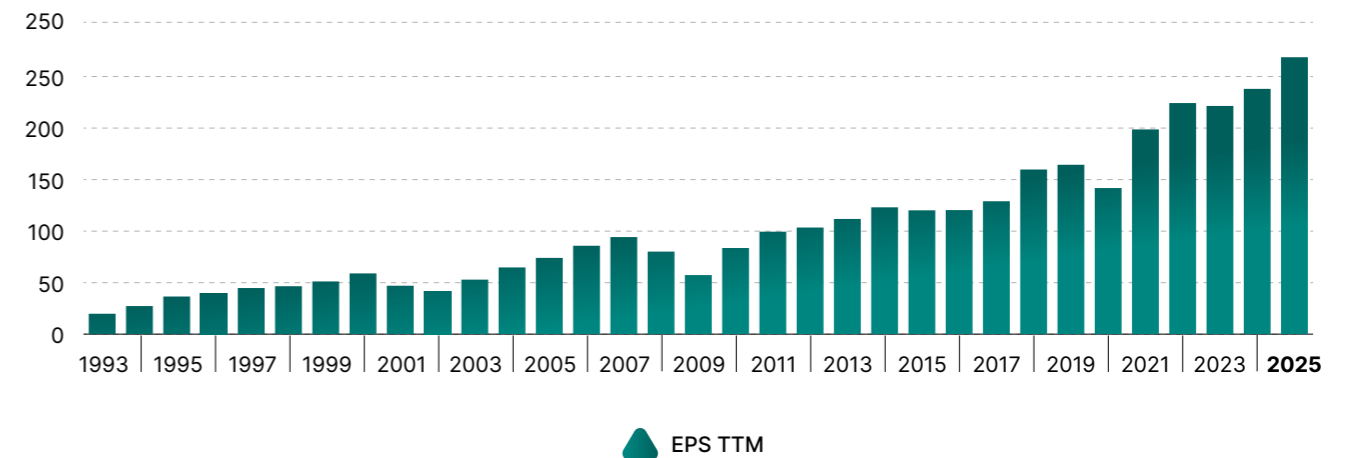
Дереккөз: Bloomberg; BCC Invest-тің есептеуі және көрнекі түрде ұсынуы

### Қазіргі циклдің дотком дәуірінен айырмашылығы

Бақылаушылардың айтуынша, жасанды интеллект айналасындағы қазіргі дүрбелең 90-жылдардың соңындағы дотком-көпіршіктен құрылымдық тұрғыдан айтарлықтай ерекшеленеді. Маңызды фактор – мемлекеттердің белсенді рөлі. Егер интернет-революция негізінен жекеменшік капитал есебінен және мемлекеттің тікелей араласуынсыз дамыса, қазір жағдай басқаша. Ірі экономикалардың үкіметтері AI-ға тікелей

инвестиция салып, оны стратегиялық маңызды сала ретінде қарастырып, оны белсенді түрде ынталандыруда. Көптеген елдер ЖИ-дің экономикаға кірігуін бәсекеге қабілеттілікті сақтау үшін қажет деп есептейді, ал AI-дегі технологиялық көшбасшылық – геосаяси ықпалдың кепілі. Іс жүзінде әңгіме өзінше бір жасанды интеллект – келесі маңызды құрал болып табылатын державалар арасындағы «жаңа жарыс». Мұндай мемлекеттік қолдау нарықты тез құлдыраудан сақтандыра отырып, оның өміршеңдігін ұзарта алады: зерттеулерді қаржыландыру, субсидиялар мен мемлекеттік тапсырыстар дотком-көпіршік кезеңінде болмаған тұрақты сұранысты тудырады.

36-сурет. S&P 500: акцияға шаққандағы пайда (EPS)



Дереккөз: Bloomberg; BCC Invest-тің есептеуі және көрнекі түрде ұсынуы

Екінші айырмашылық – инвесторлық базаның құрылымы мен бөлшек сауда дүрлікпесінің деңгейі. Dot-com көпіршігі айтарлықтай дәрежеде әлеуметтік феноменге айналды: миллиондаған жеке инвесторлар қор нарығына лап қойды, жүздеген күмәнді интернет-стартап IPO-ға шықты, ал бұқаралық мәдениет акциялар арқылы оңай табыс табуды дәріптеді. 90-жылдардың соңында бөлшек сауда арасында эйфория байқалып, маржалық кредиттеу қарқынды өсті; бұл факторлар нарықты айтарлықтай «қыздырды». Қазір жағдай басқаша: ритейл-инвесторлар ЖИ акцияларына қызығушылық танытса да, әзірге тұрақсыз мания белгілерін көрсетіп отырған жоқ. AI-секторды ең алдымен нақты пайдасы бар ірі технологиялық корпорациялар көтеруде, оларда институционалдық инвесторлардың үлесі едәуір. Бұрынғы көпіршіктерге тән болған бөлшек сауда мен кең таралған кредиттік «иықтың» «бағаға сезімтал еместігі» әзірге байқалмайды. Үй шаруашылықтары деңгейіндегі шамадан тыс жаппай алыпсатарлықтың болмауы – қазіргі жағдайдың дотком дәуірінен маңызды айырмашылығы. Бұл жеке инвесторлар

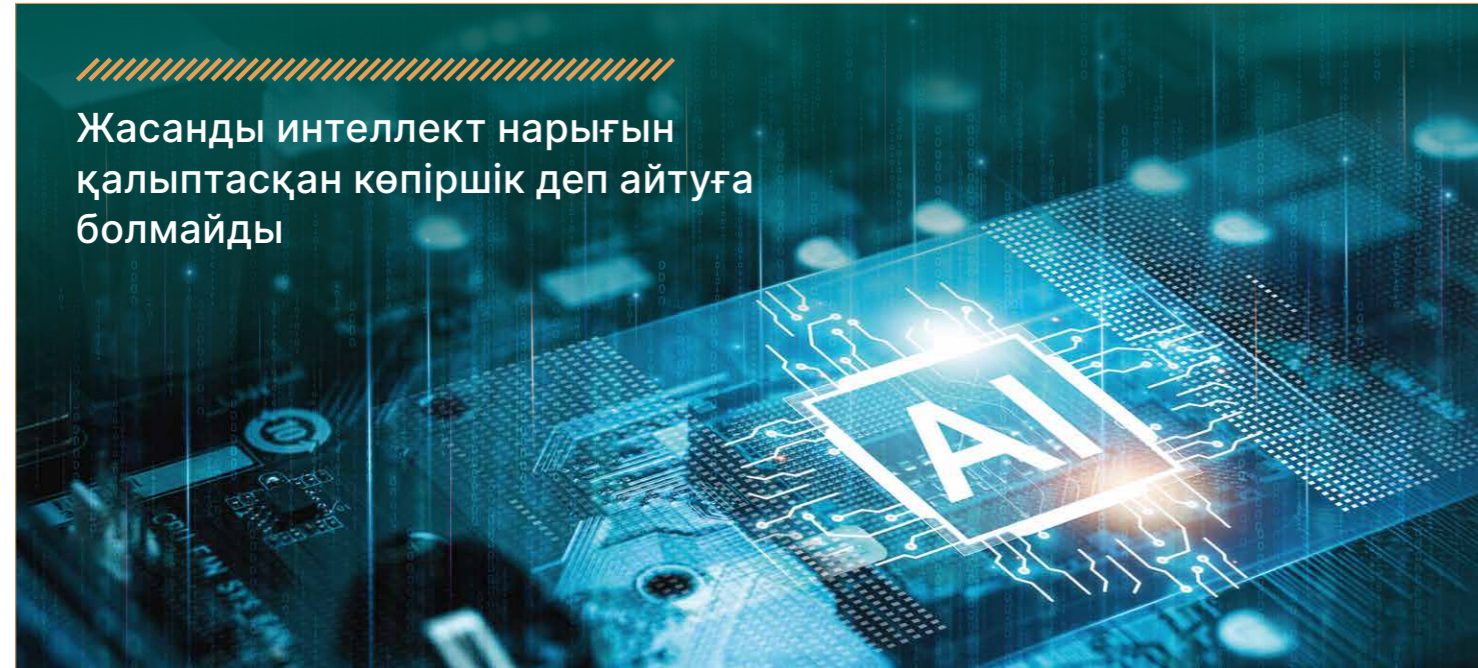
шетте қалып қойғанын білдірмейді (AI тақырыбының танымалдығы олардың қызығушылығын білдіреді), бірақ жаппай күйзеліс әзірге байқалмайды. Тағы бір тежеуші фактор – жаңа акция ұсынысының салыстырмалы түрде шектеулі болуы: 2022 жылдан 2025 жылға дейін ЖИ/технология саласындағы IPO саны 90-жылдардың соңындағы орналастырулардан әлдеқайда аз. Осылайша, қазіргі дүрбелең инвестиция нысандарының неғұрлым тар шеңберіне және кәсіби капиталдың сүбелі үлесіне сүйенеді, сондай-ақ мемлекеттер жанама түрде бекітеді – мұның бәрі дотком дәуіріндегі бейберекет өрлеуге қарағанда анағұрлым тұрақты етеді.

### Құрылымдық қауіптер: құлдырауға не түрткі болуы мүмкін?

Барлық айырмашылыққа қарамастан, көпіршіктердің жарылу тетігі өзгермейді: ерте ме, кеш пе, эйфория қаржылық жағдайлардың қатал шындығымен бетпе-бет келеді. Тарихи тұрғыдан алғанда, көпіршіктердің жарылуына сөзсіз түрткі болған фактор – монетарлық жағдайлардың қатаюы – мөлшерлемелердің өсуі және өтімділіктің қысқаруы. Соңғы 180 жылдағы барлық ірі көпіршіктердің шарықтау шегінің алдында қарыз капиталы құнының едәуір өсуі немесе басқа да қаржылық «белбеуді тартып байлау» шаралары болды. Қазіргі циклде де бұл саладағы тәуекелдер бар: егер инфляция қайтадан жеделдесе немесе экономикалық жағдайлар орталық банктерді мөлшерлемелерді көтеруге мәжбүрлесе, күрт қымбаттаған ақша тіпті ең «қызған» ЖИ нарығын да салқындатуы мүмкін.

Әңгіме жасанды интеллект – келесі өте маңызды құрал болып табылатын державалар арасындағы «жаңа жарыс» турасында

## Жасанды интеллект нарығын қалыптасқан көпіршік деп айтуға болмайды



Тағы бір елеулі қауіп биржалық кестелерде көрінбейтін сегментте – **AI-ға салынған жеке (жария емес) инвестициялар** саласында жасырынған. Соңғы жылдары венчурлік жобалар мен жасанды интеллектіге байланысты жеке компанияларға орасан зор қаражат құйылды – VofA бағалауы бойынша, бұл инвестициялар көлемі \$5 трлн-ға жетеді. Мұндай инвестициялар көбіне стартаптардың тез өсуіне деген үмітке негізделген жоғары бағалауларға негізделеді. **Егер жеке меншік сегментте асыра бағаланған күтулер «жарыла» бастаса** – мысалы, технологиялық сәтсіздіктер немесе қаржыландыруды тоқтату салдарынан – бұл құбылыс жария нарықтарға да тарауы мүмкін. Әзірге **жария нарық AI-стартаптарға құйылудан пайда көріп отыр**, бірақ онда мәселелер туындаса, олар инвесторлардың көңіл күйіне қысым жасай бастайды. Осыған байланысты **кредиттік қолдау мен туынды қаржы құралдары** мәселесі де өзекті. Бірқатар шолушылар күрделі биржалық өнімдердің танымалдығының артқанын атап өтеді – мысалы, АҚШ нарығында 500-ден астам ETF сатылады, олар теориялық тұрғыдан құбылмалылықты күшейтуі мүмкін. Дегенмен қазіргі таңда олардың ықпалы шектеулі деп бағаланып отыр. Әлдеқайда маңызды фактор – көпіршіктің соңғы кезеңіндегі жеке инвесторлардың белсенділігі. **Көпіршіктің кейінгі сатысында бөлшек инвесторлардың белсенділігі** әлдеқайда маңызды фактор болады. Дәл осы бөлшек сауда дәстүрлі түрде көпіршікті шегіне дейін «үрлейді» – AI жағдайында бұл ілеспе активтердегі алыпсатарлықтың күрт өсуі мен дайындықсыз инвесторлардың жаппай FOMO

әсерімен нарыққа кіруі арқылы көрінуі мүмкін. Егер мұндай кезең басталса, ол қаржылық жағдайлардың нашарлауымен тұспа-тұс келуі мүмкін, бұл нарықтың күрт өзгеруіне негіз болады.

## Қорытынды: көпіршік бар ма және оның дамуының қаупі қандай?

Талдауды қорытындылай келе, **жасанды интеллект нарығын қазірдің өзінде толық қалыптасқан «көпіршік» деп біржақты айтуға болмайды**, бірақ осы бағыттағы белгілер күшейіп келеді. **Қазіргі уақытта AI-сектордың негізгі бөлігі** пайданы арттыру және бизнес пен мемлекет тарапынан сұранысты қолдау негізінде **салыстырмалы түрде қалыпты нарық логикасы аясында өсіп жатыр**. «Шамадан тыс қызу» кезеңіне тән көптеген белгілер әзірге жоқ – құбылмалылықтың күрт өсуі байқалмайды, жеке ойыншылардың жаппай эйфориясы жоқ немесе бағалардың іргелі көрсеткіштерден кең ауқымда ауытқуы байқалмайды.

Сонымен, **қазіргі таңда ЖИ нарығы «көпіршіктің қалыптасуы» кезеңінде деуге болады**. Инвесторлар мен бақылаушыларға қырағылық таныту маңызды, ал оқиғалардың әрі қарай дамуы көп жағдайда технологиялардың нақты ілгерілеуі мен нарықтағы иррационалды артық әрекеттер арасындағы тепе-теңдікке байланысты болады.

## 2026 жылға арналған басымдықтар

2026 жыл өсімнің тұрақтануы және инфляциялық қысымның әлсіреуі аясында тәуекелді активтер үшін қолайлы болады деп уәде етеді. Көптеген болжамдар жасанды интеллект және қолайлы саясат саласындағы инвестициялық серпін тарапынан нарықтарды қолдауды көрсетеді, бұл корпоративтік пайданың одан әрі өсуін ынталандырады.

2025 жылғы технологиялық «фавориттердің» шағын тобының шегінен тыс нарықтық өсуді кеңейту күтілуде: қаржы және өнеркәсіп сияқты циклдік және құндық секторлар назарға ілігеді. Біз сондай-ақ Еуропаны және дамушы нарықтарды қалпына келтіру бенефициарлары мен электрлендіру инфрақұрылымы сегменттерінде нақты мүмкіндіктерді атап көрсетеміз.

### 5-кесте. 2026 жылға арналған ТОП-5 бағыт

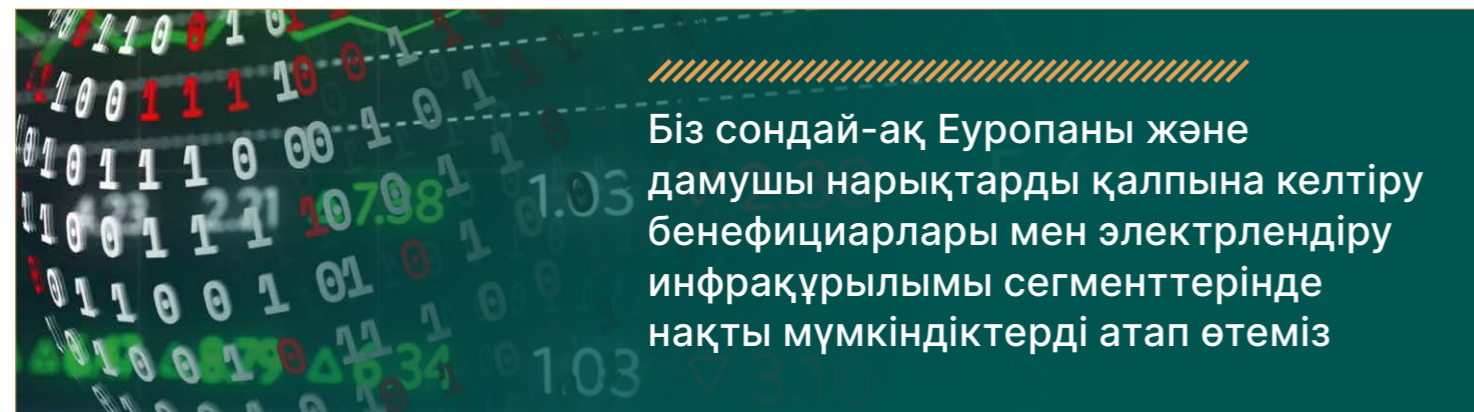
Бағыт (тақырып/сектор/аймақ)	Қысқаша түсіндірме	Күтілетін динамика
<b>Жасанды интеллект және технологиялар</b>	AI-шешімдер мен цифрлық инфрақұрылымға инвестициялардың күрт өсуі технологиялық сектордың көшбасшыларын қолдап отыр	ЖИ-ға салынатын күрделі шығын (акция динамикасына қарамастан) жылдам қарқынмен өсуді жалғастырады
<b>Қаржы секторы (Еуропа мен Жапония банктері)</b>	Жақсарған баланстық көрсеткіштер кезінде тартымды бағалаулар	Тұрақты іргелі көрсеткіштер аясында Еуропада тұрақты пайда алу сақталғанда және мөлшерлемелерді күрт төмендетуді жеделдетпестен қайта бағалау ықтималдығы
<b>Электрлендіру және инфрақұрылым</b>	Электр желілерін жаңғырту және климаттық мақсаттарға жету үшін жаңартылатын энергетика өсімі күрделі салымдарды ынталандырады	Көпжылдық трендтің бастапқы сатысы: энергия балансындағы электр энергиясының үлесі 2050 ж. қарай 20%-дан 55-70%-ға дейін өсуге тиіс
<b>Еуропа және ЕМ: қалпына келу</b>	Еуроаймақ пен Қытайда жақсару белгілері байқалуда	Еуропадағы пайданың өсуінің жеделдеуі және дамушы нарықтарға өрлеу көзқарасын нығайтатын Қытай экономикасының оң бетбұрысы болжанып отыр
<b>Циклдік/value-секторларға ротация</b>	2025 жылы акциялардың шағын тобы өскеннен кейін бұрын қалып қойған бенефициарлардың кеңірек тобына капиталды қайта бөлу күтілуде	Шағын капиталдандыруға және дәстүрлі салаларға өту жалғасады; value-стильге деген қызығушылық сақталуы мүмкін

## 2025 жылдың технологиялық «жұлдыздары» саналатын шағын ғана топтан тыс нарық өсімін кеңейту күтілуде



## 6-кесте. 2026 жылға арналған ТОП-5 акция

Тикері мен компания	Бағыт	Сипаттамасы	Күтулер
MSFT (Microsoft Corp.)	Технологиялар (ЖИ)	Бұлтты және AI-серверде көшбасшы; негізгі бенефициар жалғасатын корпоративтік ЖИ-ға инвестициялар	ЖИ әсерінің арқасында алдымыздағы екі жыл ішінде технологиялық сектор пайдасының озық өсімі күтіледі
BARC LN (Barclays Plc)	Банк секторы (Еуропа)	Еуропаның жетекші банктерінің бірі, макроэкономикалық жағдайдың жақсаруынан пайда алушы; жоғары пайыздық мөлшерлемеден ұтады	Тарихи деңгеймен салыстырғанда неғұрлым мықты іргелі көрсеткіштер мен бағалаудың төмен базасы есебінен еуропалық банктердің қайта бағалануын күтеміз
ETN (Eaton Corp.)	Өнеркәсіп және энергияны басқару (электрлендіру)	Әртараптандырылған өнеркәсіптік компания; электр желілері мен инфрақұрылымға (оның ішінде деректерді өңдеу орталықтарына) инвестициялардың өсуі аясында электр энергиясын басқаруға және таратуға арналған шешімдер	Энергетика мен инфрақұрылымға инвестициялардың өсуі компанияның өнімдеріне көпжылдық сұранысты қолдайды (электрлендіру үрдісі енді ғана қарқын алып келеді)
700 HK (Tencent Holdings)	Интернет-технологиялар (Қытай)	Қытайдағы жетекші онлайн-платформа (әлеуметтік желі, ойындар, қаржы-тех); Қытайда жеке сектор мен тұтынудың жандануынан ықтимал бенефициар	Қытай экономикасындағы жақсару әлеуеті жеткілікті бағаланбаған: белсенділіктің өсуі күтіледі, бұл елдің ең ірі технологиялық компанияларына қатысты оң көзқарасты қолдайды
NVT (nVent Electric plc)	Электр жабдығы (электрлендіру, деректерді өңдеу орталықтарының инфрақұрылымы)	Электрмен жабдықтау, энергияны тарату және өнеркәсіптік қосылу шешімдерін өндіруші; энергиямен қамтуға және деректерді өңдеу орталықтарының инфрақұрылымына инвестициялардың өсуінен бенефициар	Электр желілері мен цифрлық инфрақұрылым қуаттарына бағытталған көпжылдық инвестициялық цикл аясында сұраныстың оң динамикасы ықтимал



Біз сондай-ақ Еуропаны және дамушы нарықтарды қалпына келтіру бенефициарлары мен электрлендіру инфрақұрылымы сегменттерінде нақты мүмкіндіктерді атап өтеміз



Сырым Құттығұл, жетекші талдаушы

## Облигация нарығы – 2026 жылға шолу

2025 жылы облигация нарығы бірнеше жыл бойы жоғары пайыздық мөлшерлемелердің қысымында болғаннан кейін инвесторлардың назарын қайта аударды, алайда қалпына келу біркелкі болмады. Инфляцияның баяулауы және орталық банктердің риторикасының жұмсартуға қарай ауысуы қарыз нарықтарын қолдады, бірақ елдердің макроэкономикалық жағдайлары мен фискалдық ұстанымдарындағы айырмашылықтар кірістіліктің әртүрлі бағытта қозғалуына алып келді. АҚШ-та және бірқатар нарықтарда кірістіліктің төмендеуі бағаның өсуімен және дюрацияның үлесінің жоғары болуымен қатар жүрді, ал басқа елдерде кірістілік фискалдық тәуекелдер мен ақша-кредит саясатының ерекшеліктері аясында жоғары деңгейде сақталды. Нәтижесінде мемлекеттік облигациялардың жаһандық нарығының динамикасы бірінші жартыжылдықтағы өсуден кейін тұрақтандыру фазасына өтті, бұл баға мен купонды ескеретін ірі экономикалардың мемлекеттік облигацияларының жиынтық кірістілігінің индикаторы – FTSE World Government Bond Index (WGBI) өзін ұстауында көрініс тапты.

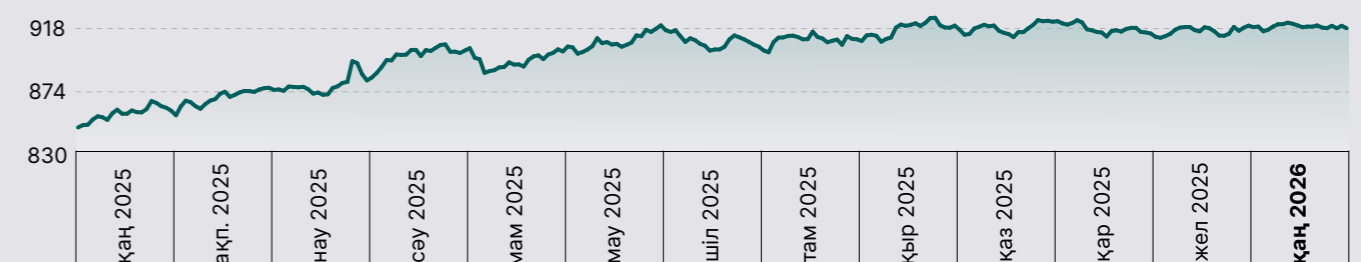
2025 жылы кредиттік сегмент іргелі көрсеткіштер айқын нашарламастан, өсудің баяулауы аясында тұрақтылық көрсетті. Жылдың басым бөлігінде

investment grade және high yield спредтері қысқарып отырды, бұл жоғары кірістілікке деген сұраныстың күшті екенін және сапалы қағаздар ұсынысының шектеулі болғанын көрсетті. Бағалардың қайта бағалануы жүзеге асқан сайын кірістілікке купондық төлемдердің үлесі барған сайын арта түсті, ал спредтердің одан әрі қысқаруы ықтималдығы төмендей бастады.

Жылдың соңына қарай облигация нарығы циклдің неғұрлым ұстамды кезеңіне өтті.

2026 жылы макроэкономикалық ортаның қалыпқа келуіне және инфляцияның одан әрі бәсеңдеуіне қарай қарыз нарықтары үшін жағдай жалпы алғанда қолайлы болып қала береді, дегенмен экономикалық өсім траекториясы мен ақша-кредит саясаты елдер арасында айтарлықтай ерекшеленеді. Бұл ретте мемлекеттік қарыз алудың артуы және фискалдық шектеулер, әсіресе АҚШ пен бірқатар еуропалық экономикаларда, кірістілік қисығының ұзын бөлігінде мезгіл-мезгіл қысым туғызуы мүмкін. Соған қарамастан, базалық сценарийде мұндай тәуекелдер басқарылатын күйінде қалады және бұл активтер санатының жалпы инвестициялық тартымдылығын өзгертпейді.

## 37-сурет. FTSE World Government Bond Index (WGBI): жиынтық кірістілік



Сипаттамасы: елдердің мемлекеттік облигациялары: I жартыжылдықтағы өсім және II жартыжылдықтағы тұрақтану

Дереккөз: Refinitiv (LSEG)

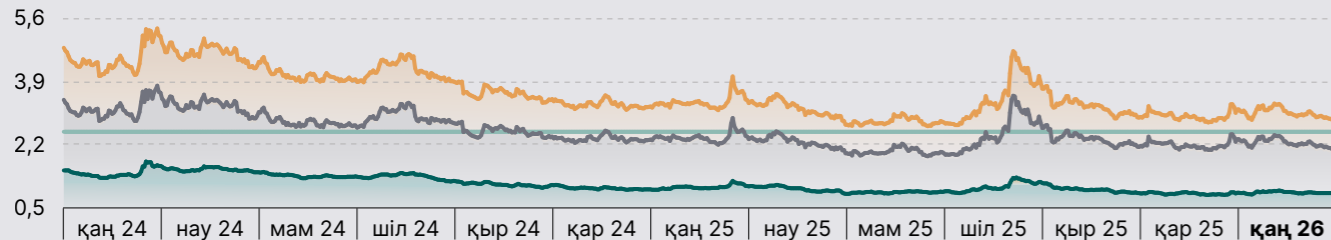
38-сурет. АҚШ-тың 10 жылдық қазынашылық облигацияларының кірістілік динамикасы



Сипаттамасы: АҚШ-тың 10 жылдық қазынашылық облигацияларының кірістілігінің төмендеуі байқалады.

Дереккөз: Refinitiv (LSEG)

39-сурет. АҚШ-тың 10 жылдық қазынашылық облигацияларының кірістілік динамикасы



IG кредиттік спред    HY кредиттік спред    HY-IG спред    Орташа HY-IG (3 жыл)

Сипаттамасы: АҚШ-тың облигация нарығында кредиттік тәуекел үшін сыйлықақы төмен деңгейде қалып отыр.

Дереккөз: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis

2026 жылы орталық банктердің саясаты қарыз нарықтарының негізгі драйвері болып қала береді, алайда оның ықпалы аймақтар бойынша айтарлықтай ерекшеленеді. АҚШ-та Федералдық резерв жүйесі еңбек нарығы мен қаржылық тұрақтылық үшін тәуекелдерге көбірек назар аудара отырып, саясатты жұмсартуды жалғастыруда, бұл ең алдымен кірістілік қисығының орта сегментіндегі қазынашылық облигациялар үшін қолайлы орта қалыптастырады. Еуроаймақта әлсіз экономикалық динамика мен қалыпты инфляцияның үйлесімі мемлекеттік облигацияларға деген сұранысты қолдай отырып, саясатты қатаңдату мүмкіндігін шектейді. Дамушы нарықтарда оң нақты мөлшерлемелердің және мөлшерлемелерді төмендету үшін кеңістіктің болуы жергілікті облигациялар үшін қолайлы жағдай жасайды.

Орталық банктер саясатының алшақтығы жағдайында дамушы елдердің қарыз нарықтары 2026 жылы ең тартымды сегменттердің бірі болып көрінеді. Неғұрлым тежеулі инфляция мен саясатты жұмсарту әлеуеті қолайлы жағдай жасайды. Қосымша қолдауды АҚШ долларының ықтимал әлсіреуі көрсетуі мүмкін, бұл дамушы нарықтардың активтері үшін әдеттегідей қолайлы фактор болып табылады. Тұрақты фискалдық ұстанымдары бар және тәуелсіз ақша-кредит саясатын жүргізетін елдердің жергілікті облигациялары ерекше қызығушылық тудырады.

2026 жылы корпоративтік қарыз эмитенттердің жалпы тұрақты көрсеткіштері аясында тартымды купондық кірісті ұсынуды жалғастырады. Алайда қысқартылған кредиттік спредтер макроэкономикалық жағдайлардың нашарлауына сегменттің сезімталдығын арттыра отырып, тәуекел үшін қосымша өтемақы шектеулі болып қалатынын білдіреді. Мұндай жағдайда селективтілік пен тәуекелдерді бақылаудың маңызы артады. Инвестициялық деңгейдегі, қысқа және орташа дюрациялы облигацияларға, сондай-ақ тұрақты кіріс бейіні бар құралдарға назар аудару неғұрлым негізді көрінеді, ал кредиттердің сапасының төмендеуі есебінен ең жоғары кіріс алуға ұмтылу әрекеті негізсіз болуы мүмкін.

Пайыздық мөлшерлемелердің төмендеуіне қарай ақша құралдары мен қысқамерзімді кәштің тартымдылығы азаяды, ал облигациялар тұрақты кіріс көзі және портфельдің құбылмалылығын азайтудың негізгі құралы ретінде өз рөлін тағы да күшейтеді. Әмбебап шешімдер болмаған кезде, 2026 жылы стратегиялардың тиімділігі икемділікке, әртарапандыруға және тәуекелдерді белсенді басқаруға тәуелді болады. Сауатты құрылымдалған облигация портфелі тұрақты кірісті қамтамасыз етіп, сақталып отырған белгісіздік жағдайында инвестициялардың тұрақтылығын арттыра алады.

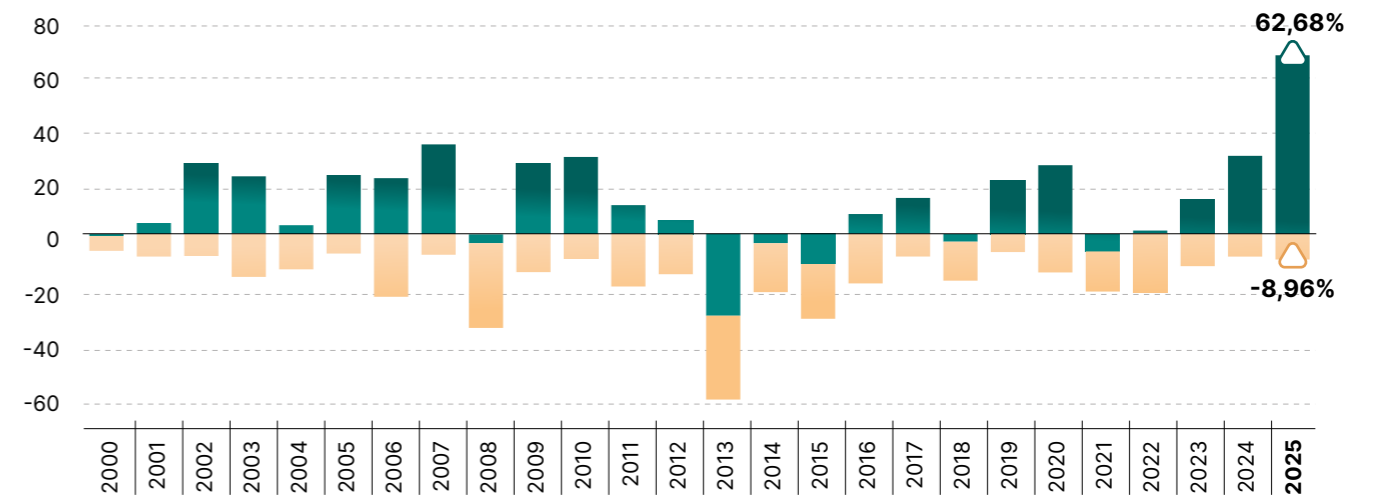
## АЛТЫН

2025 жыл алтын үшін айрықша жыл болды: баға 50 реттен аса рекордтық максимумға жетті, ал жыл басынан бері жиынтық өсім 60%-дан асты. Бұған факторлардың үйлесімі ықпал етті. Біріншіден, геосаяси және экономикалық белгісіздіктің бұрын-соңды болмаған жоғары деңгейі қорғаныш активтерге деген сұранысты арттырып, алтынның бағасына айтарлықтай «премиумдық» серпін берді. World Gold Council (WGC) бағалауы бойынша, геосаяси тәуекелдердің жоғары деңгейі мен жалпы макроэкономикалық белгісіздік 2025 жылы алтын бағасының өсуінің шамамен 12 пайыздық тармағын түсіндіреді. Екіншіден, АҚШ долларының әлсіреуі және нақты пайыздық мөлшерлемелердің біршама төмендеуі алтынды иеленудің баламалы шығынын азайтып, кірістілікке тағы шамамен 10 п.т. қосты. Бұл екі фактор тобы жиынтығында өсімнің шамамен жартысын қамтамасыз етіп, орталық банктердің саясаты мен валюта-ақша шарттарының алтын нарығына зор ықпалын көрсетті. Басқа драйверлер де сүбелі үлес қосты: бағаның оң динамикасы мен инвесторлар қаражатының ағыны (моментум) шамамен 9 п.т. қосты, ал экономикалық конъюнктураның жақсаруы тағы шамамен тағы 10 п.т. қосты. Айта кетерлігі, 2025 жылы алтын бағасының өсуіне ықпал еткен негізгі факторлардың үлесі әдеттегіден анағұрлым теңгерімді болды – драйверлердің ешқайсысы жеке-дара басым болған жоқ. Бұл нарықтың кең негізде өскенін көрсетеді: қорғаныш сұранысының артуынан бастап іргелі көрсеткіштердің жақсаруына дейін, ал

баға импульсінің (алыпсатарлық сұраныстың) рөлі өткен жылдарға қарағанда сәл айқынырақ болды.

Раллиде **инвестициялық сұраныс** пен орталық банктердің сатып алуы басты рөл атқарды. Басқа активтердің кірістілігі төмендеп, қор нарықтарының шамадан тыс «қызуы» туралы алаңдаушылық күшейген жағдайда инвесторлар алтынның пайдасына әртарапандыруды күшейтті. Алтынға байланысты биржалық қорларға (ETF) ағындар қайтадан өсе бастады: 2025 жылы ETF алдыңғы төрт жылдағы шығарылған ағынның орнын толығымен өтеп, рекордтық айлық түсімді көрсетті (тек қыркүйек айында шамамен \$17 млрд), бұл – бақылаудың барлық уақытындағы ең ірі айлық түсім. Жалпы алғанда шілде-қыркүйек айларында алтын ETF-ке жиынтық түсім 26 млрд АҚШ долларына жетті, бұл – тарихи ең жоғары көрсеткіш. Осы ауқымды инвестициялар орталық банктердің тарапынан тұрақты сұраныспен қатар 2025 жылы жалпы әлемдік алтынға деген сұраныстың шамамен 4850 тоннаға жақындауына мүмкіндік берді, бұл – 2011 жылдан бергі ең жоғары деңгей. Орталық банктер резервтер үшін алтынды белсенді түрде сатып алуды жалғастырды, дегенмен соңғы үш жылдағы рекордтармен салыстырғанда қарқын біршама баяулады. Соған қарамастан, орталық банктердің сұранысы долларсыздандыруға ұмтылу және геосаяси тәуекелдерді хеджирлеуге деген ұмтылысын көрсете отырып, орташа тарихи мәндерден әлдеқайда жоғары болып отыр.

40-сурет. Алтын: жылдық кірістілік және 2000 жылдан бергі максималды төменгі шегі, %



Жылдық кірістілік, %    Максималды төменгі шегі, %

Дереккөз: Bloomberg; BCC Invest-тің есептеуі және көрнекі түрде ұсынуы

# Зейнетақы активтерін басқару

ВСС Invest зейнетақы жинақтары – бұл өз зейнетақы активтерін кәсіби сүйемелдеумен инвестициялық құралдар арқылы тиімді басқару мүмкіндігі. Өнім салымдарды әртараптандыруға, ұзақмерзімді мақсаттарды және жол берілетін тәуекел деңгейін ескере отырып, зейнетақы қаражатын сақтауға мүмкіндік береді.

## НЕНІ БІЛГЕН ЖӨН

### 1. Қалай аударады:

БЗЖҚ-дағы жеке кабинетте ВСС Invest деп таңдау

Зейнетақы жинақтарының қалаған бөлігін жеке басқаруға беруге болады

### 2. Қалай басқарады:

ВСС Invest инвестициялық декларацияға сай инвестиция салады

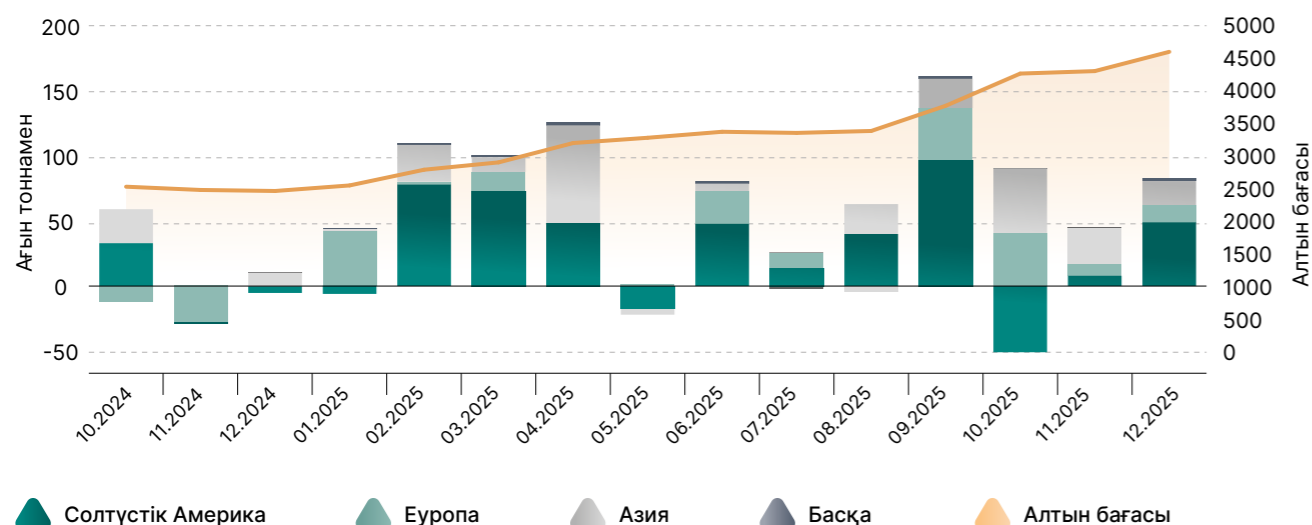
Кәсіби команда сенімді әрі тексерілген қаржы құралдарына инвестициялайды

### 3. Өз жинақтарын алу мерзімі

Зейнетақы жасына жеткенге дейін **10 күн** бұрын зейнетақы жинақтары инвестициялау нәтижесімен бірге БЗЖҚ-дағы шотыңызға аударылады



41-сурет. Алтын ETF-ке айлық ағындар тоннамен және алтын динамикасы



Дереккөз: World Gold Council

Мысалы, дамушы елдердің орталық банктерінің резервтеріндегі алтынның үлесі әзірге дамыған елдердің орталық банктеріндегі тиісті үлестің үштен біріне жуығын ғана құрайды және көптеген ЕМ-орталық банктер санкциялар мен валюталық тәуекелдерді әртараптандыру және төмендету үшін алтын қорларын ұлғайтуды жоспарлап отыр. Жеке секторда да портфельдерде алтынды толық пайдаланбау байқалады: UBS талдаушыларының бағалауына, қазір алтынға жаһандық инвестициялық активтердің 0,4%-ы ғана тиесілі, ал өткен онжылдықтарда бұл көрсеткіш дағдылы түрде 5-10%-ды құраған. Бұл нарықтардағы құбылмалылықты сақтай отырып, алтын секторға капиталдың одан әрі ағынының айтарлықтай әлеуетін көрсетеді. 2025 жылы нарыққа қосымша қолдауды **геосаяси фактор** көрсетті: әскери қақтығыстардың жалғасуы және геэкономикалық қайшылықтардың шиеленісуі алтынның тартымдылығын арттырды. WGC бағалауы бойынша, нақ осы саяси тұрақсыздық баға өсуінің басты құрамдас бөліктерінің бірі болды – жиынтық кірістіліктің 60%-дан шамамен 8 п.т. геосаяси тәуекелге (мысалы, онымен байланысты тәуекел үшін сыйлықақылар) тиесілі болды. Осылайша, турбуленттілік аясында жоғары кірісті актив ретінде алтын позициясының нығаюы 2025 жылдың қорытындысы болды: алтын көптеген қор индекстері мен тауарларын басып озып, тиімді қорғау құралы мәртебесін растай отырып, жыл активтерінің неғұрлым табысты сыныптарының қатарына енді.

## 2026 жылға арналған сценарийлер мен күткен үміттер

Ағымдағы бағалар көбінесе экономикалық өсу, инфляция және ақша-кредит саясаты бойынша консенсустық күтулерді көрсетеді; сондықтан **макроэкономикалық жағдайды тұрақтандыру** кезінде алтын салыстырмалы түрде тар ауқымда қалуы мүмкін. World Gold Council бұл мәртебе-квоны *Macro consensus* сценарийі ретінде сипаттайды, бұл ретте 2026 жылы алтын бағасының өзгеруі ағымдағы деңгейден 5% диапазонында ғана бағаланады. Алайда, тәжірибе көрсетіп отырғандай, шындық консенсустық жолмен өте сирек жүреді. WGC және ірі банктер экономиканың базадан ауытқу мүмкіндігін ескеретін бірнеше баламалы сценарийді қарастырып отыр.

Банктердің көпшілігі 2026 жылға арналған базалық сценарийде **жаһандық экономиканың біртіндеп баяулауы және монетарлық саясаттың жұмсартылуы** қарастырылған. Бұл орташа өрлеу тренді сақталғанымен, **алтын бағасының елеулі қозғалысы күтілмейтінін** білдіреді.

Нарық бойынша консенсус-бағалаулар да бағалардың аздап өсу мүмкіндігімен ағымдағы деңгейге жақын сақталуын көрсетеді: орташа болжамдар 2026 жылдың аяғында бір унция үшін \$4300-4700 диапазонында ауытқиды. Бұл ретте алтынның фьючерстері мен форвардтарының қисық сызығы тым күшті 2025 жылдан кейін сұраныстың ішінара қалыпқа келуі күтілетінін көрсете отырып, **бэквордацияның** жалғасатынын көрсетеді.

**Құбылмалылық жағдайында**, қай сценарий болса да өзекті болып қала беретін **алтынның портфельдердегі рөлін** бөлек атап өткен жөн. Алтын өзін тиімді әртараптандыру құралы ретінде көрсетті: дағдарыс кезеңдерінде оның тәуекелді активтермен (акциялар, жоғары кірісті облигациялар) корреляциясы әдетте теріс болады, бұл портфельдің төмендеуін жұмсартуға көмектеседі. 2025 жыл бұған айқын мысал болды – алтынды портфельге қосу теңгерімді портфельдер үшін елеулі оң нәтиже беріп, облигациялардың әлсіздігін және акциялардың жоғары құбылмалылығын өтеді. **2026 жылы жоғары белгісіздік сақталады** (геосаяси қақтығыстар, бірқатар елдердің фискалдық мәселелері, **арты қатерлі оқиғалар**), сондықтан инвесторлар қорғаныш активтерге деген қызығушылығын сақтап қалады деп күтілуде. Алтын бұрынғысынша портфельде **хеджирлеу функциясын атқарып отыр**, ал бағаның қазіргі түзетулері артық тәуекелге бармай-ақ алтынның үлесін портфельдің оңтайлы 5%-ына дейін арттыруға мүмкіндік береді. Негізгі фактор – алтынның **тұрақтандырушы рөлі** болып қала береді: металл әртараптандыруды қамтамасыз етеді, әсіресе жоғары нарықтық ауытқулар күшейген жағдайда жиынтық инвестициялардың құбылмалылығын төмендетеді. Осылайша, 2026 жылға аяқ басқанда алтын екіұшты сипатқа ие: бір жағынан, жаңа күйзелістер болмағанда жылдам өсу әлеуеті шектеулі, екінші жағынан, металл күтпеген оқиғалардан хедж ретінде және капиталды сақтау құралы ретінде аса сұранысқа ие болып қала береді. Біздің базалық

сценарийімізде біз ағымдағы жылдың ішінде алтынның бағасы бір унциясы үшін \$4 900 деңгейіне дейін көтерілуі мүмкін деп болжаған едік. Алайда нарық бұл өсімді **күтілгеннен әлдеқайда жылдам жүзеге асырды**: қазіргі жағдайда алтын жедел қарқынмен өсіп, бағасы \$5 200 деңгейіне жақындап қалды. Бұл бастапқы базалық траекторияның іс жүзінде алдын ала «өтілгенін» білдіреді және жылдық қорытынды диапазонның жоғары жаққа ығысу қаупінің едәуір артқанын білдіреді.

Осыны ескере отырып, біз бағдарларды жаңартамыз. Егер бастапқыда **базалық сценарийіміз** жыл соңында \$5 200 деңгейін көздеген болса, мұндай күрт әрі жылдам өсуден кейін біз базалық сценарийдегі нысаналы бағаны **бір унция үшін \$5 500-ге дейін** көтереміз. **Бұқа сценарийінде** – жоғары геосаяси сыйлықақының сақталуы, инвесторлардың тарапынан тұрақты сұраныс пен орталық банктердің сатып алуын жалғастыру жағдайында – **жыл соңына дейін \$5 700-ге** жету мүмкіндігін жоққа шығармаймыз. Ал **қолайсыз сценарийде** (күтулерді қалыпқа келтіру, пайданы тіркеу, тәуекел үшін төленетін сыйлықақыны ішінара төмендету және доллардың нығаюы) төмендеудің негізгі «діңгегі» **бір унция үшін \$4 900 шамасында** бұрын күтілген деңгейге жақын диапазон болып қала бермек. Осы факторлардың теңгерімі алтынның стратегиялық портфельдерде маңызды орын алуды жалғастыратынын көрсетеді – бұл әрі базалық сценарийде, әрі әсіресе стресс-сценарийлер жүзеге асқан жағдайда өзекті.

Алтын, бағалау бойынша, базалық сценарий кезінде де, тіпті стресстік сценарийлерді іске асырған кезде де стратегиялық портфельдерде маңызды орын алады

# BCC Invest-тен премиум сервис

«Дербес брокер» – қаржы нарығындағы жеке кеңесшісіз,  
тек Сіздің капиталыңыздың мүддесіне сай жұмыс істейді

📍 Қазақстан, Алматы қ., Панфилов көшесі, 98    ✉ [persbroker@bcc-invest.kz](mailto:persbroker@bcc-invest.kz)  
☎ +7 (727) 244 32 32, +7 (701) 743 06 71    🌐 <https://www.bcc-invest.kz>



\*\* Инвестициялық ұсыным емес. Қаржы құралдарымен мәмілелер жасамас бұрын олардың сипаттамаларымен және [bcc-invest.kz](https://www.bcc-invest.kz) сайтында орналастырылған ақпаратпен танысуды сұраймыз

ҚР ҰБ бағалы қағаздар нарығында қызметті жүзеге асыруға берген 10.07.2018 жылғы № 3.2.235/12 мемлекеттік лицензиясы

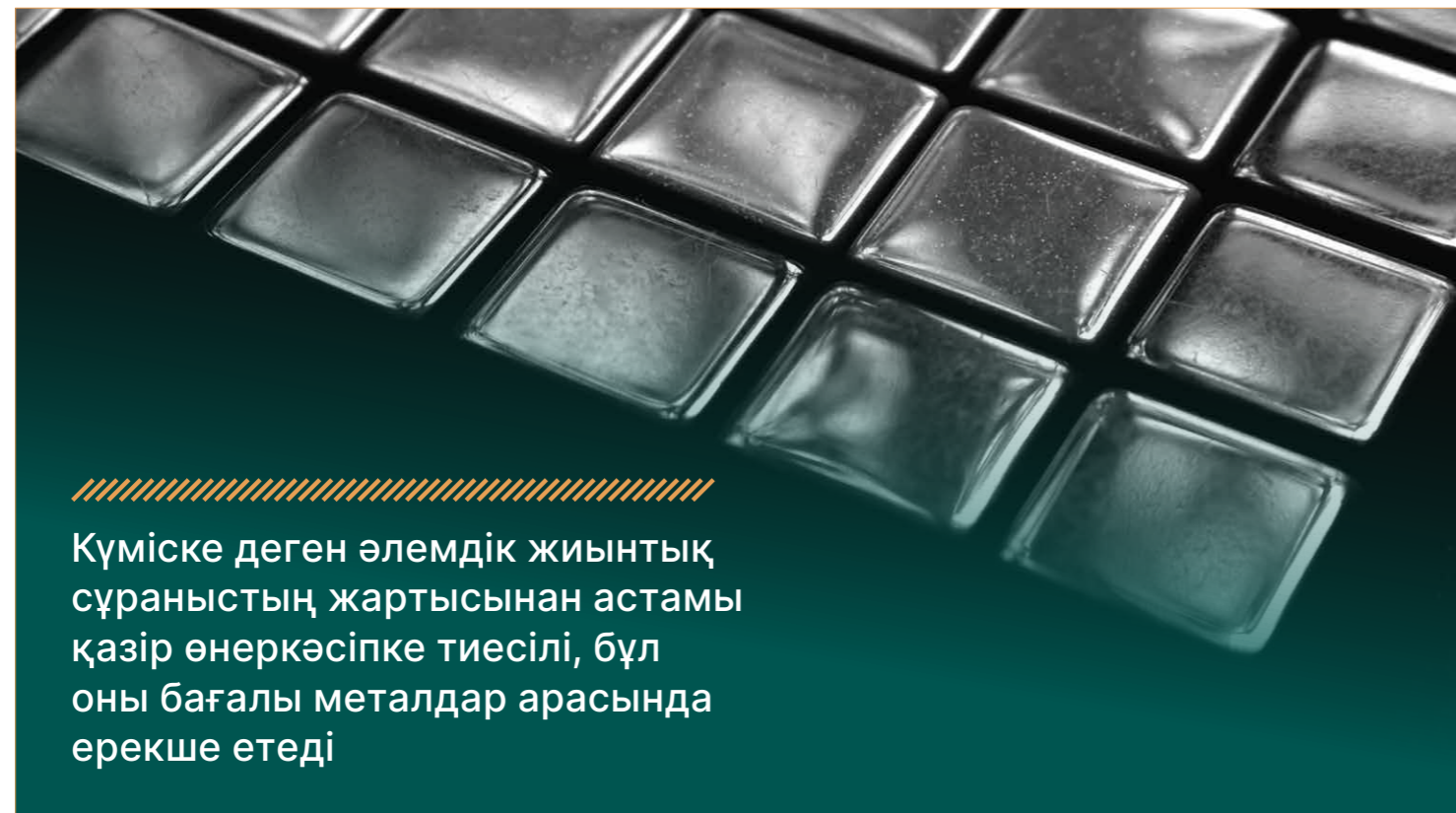
## Күміс нарығы

### 2025 жыл қорытындысы

2025 жылы күміс нарығы алтынға ұқсас макроэкономикалық үрдістердің әсерінен дамыды, бірақ әлдеқайда әсерлі динамика көрсетті. «Алтын раллиі» аясында күміс дәстүрлі түрде құбылмалылығы жағынан алтыннан озып, күшті серпіліс жасады. Жыл соңына қарай күміс бағасы **жыл басынан бері** шамамен **140%-ға** өсті, ал алтын осы кезеңде «бар болғаны» **63%-ға** өсумен «шектелді». Жыл бойы күміс бағасы күрт ауытқуды бастан өткерді: қарқынды өсім кезеңдері түзетулермен алмасып отырды. Мысалы, күзде бірқатар рекордтық ең жоғары деңгейлерден кейін қазан айында соңғы онжылдықтағы ең ірі күндік бағаның құлдырауы тіркелді (бір сауда сессиясында -6,6% болды), бұл нарықтың қызып кетуі жөніндегі қауіптерге байланысты кейбір инвесторлардың пайдасын бекітуімен байланысты болды. Дегенмен іргелі факторлар өсім трендін қолдап отырды, ал бағаның төмендеуі жаңа сатып алушыларды тартты – FOMO әсері (*fear of missing out*, яғни мүмкіндікті

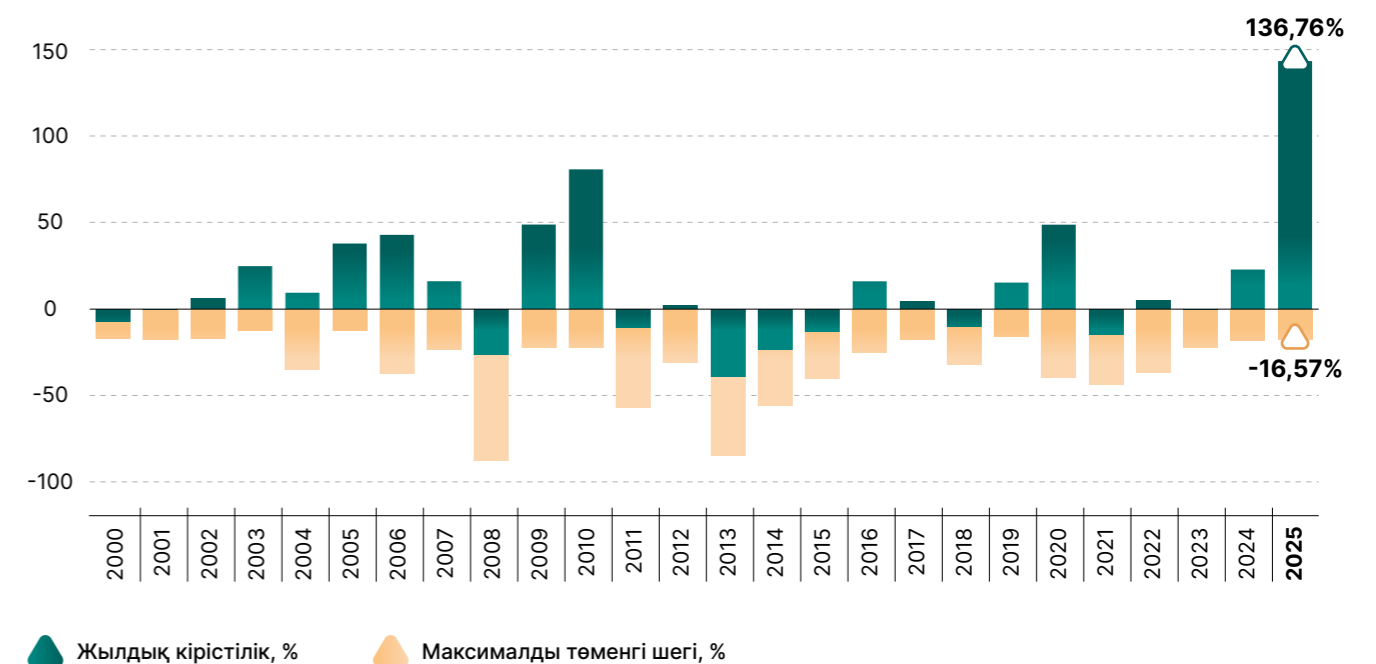
жіберіп алудан қорқу) күміс нарығында да байқалды. Нәтижесінде 2025 жыл күміс үшін қазіргі тарихтағы ең табысты жылдардың біріне айналды: кірістілігі бойынша бұл металл алтыннан айтарлықтай озып кетті. **Gold/Silver ratio** коэффициенті (алтын мен күміс бағасының арақатынасы) жыл басындағы **105** деңгейінен желтоқсан айына қарай **70-ке** дейін төмендеп, соңғы бірнеше жылдағы ең төменгі мәнге жетті. Бұл коэффициенттің төмендеуі күміс бағасының алтыннан озып кеткенін және ұзақ уақыт бойы алтын динамикасы күмістен едәуір асып түскен кезеңнен кейін бұрын бағаланбай келген күміске деген институционалдық инвесторлардың қызығушылығының қайта оянганын білдіреді.

2025 жылы күміс бағасының осындай әсерлі өсуі инвестициялық және индустриялық факторлардың үйлесімімен түсіндіріледі. **Бір жағынан**, күміс, алтын сияқты, инфляция мен геосаяси тәуекелдерден қорғануды іздейтін инвесторлардан қомақты қаражат ағынын алды. ФРЖ саясатының жеңілдеуі күтіліп отырғандықтан, инвесторлар бағалы металдарды белсенді түрде сатып алды. Нәтижесінде



Күміске деген әлемдік жиынтық сұраныстың жартысынан астамы қазір өнеркәсіпке тиесілі, бұл оны бағалы металдар арасында ерекше етеді

42-сурет. Жылдық кірістілік және 2000 жылдан бергі максималды төменгі шегі, %



Дереккөз: Bloomberg; BCC Invest-тің есептеуі және көрнекі түрде ұсынуы

2025 жылы күміс ETF-ке айтарлықтай капитал қайтарылды және бұл қорлардың жаһандық қорлары бұрынғы рекордтық деңгейге (шамамен 1,021 млрд унция) дейін қалпына келеді деп болжанып отыр. Капитал ағынының қосымша драйвері ретінде салыстырмалы баға теңгерімсіздігін атауға болады: жыл басында күміс алтынға қарағанда арзан көрінді ( $G/S \text{ ratio} > 100$  кезінде), сондықтан инвесторлардың бір бөлігі оны өсім әлеуеті жоғары әрі алтынға қарағанда қолжетімді балама ретінде қарастырды. Күміске инвестициялық сұраныстың артуы әсіресе Азияда және осы металдың салыстырмалы қолжетімділігі қызықтырған жеке инвесторлар арасында айқын байқалды.

**Екінші жағынан**, күміске деген өндірістік сұраныс құрылымдық трендтердің арқасында жаңа шыңдарға жетті. Күміс жоғары технологиялық салаларда кеңінен қолданылады: ең алдымен күн панельдерін өндіруде, сондай-ақ электроникада, электрлі көлікте (гибридті және электрлі автомобильдер) және әртүрлі электрлендіру жүйелерінде. Қайта жаңартылатын энергетика секторының қарқынды өсуі негізгі қозғаушы факторлардың біріне айналды: соңғы жылдары (әсіресе Қытайда) күн энергиясының рекордтық көлемінен кейін фотоэлектрлік панельдерге арналған күміске деген сұраныс тарихи максимумға көтерілді. Сонымен қатар электрлі көлік құралдарын және ілеспе инфрақұрылымды

(қуаттау станциялары, автомобильдегі электрондық жүйелер) дамыту күмісті өнеркәсіптік тұтынуды да ұлғайтты, өйткені бұл металл электрондық өнеркәсіпте қажет бірегей электрөткізгіштік пен жылуөткізгіштік қасиетке ие. Сонымен энергетикалық ауысу мен технологиялық серпіліс күміс нарығына күшті іргелі серпін берді. ING бағалауы бойынша, күміске деген жиынтық әлемдік сұраныстың жартысынан астамы енді өнеркәсіпке тиесілі, бұл оны бағалы металдар арасында ерекшелендіреді (алтынға, керісінше, инвестициялық және зергерлік сұраныс басым). 2025 жылы күмісті өнеркәсіптік тұтыну өсуді жалғастырды, дегенмен жыл соңына қарай жергілікті шарықтау шегіне жетудің алғашқы белгілері байқала бастады – атап айтқанда, Қытайда жаңа күн қуатын енгізу қарқыны қарқынды өсімнен кейін тұрақталуы мүмкін.

Тұрақты индустриялық сұраныс пен инвестициялық ағынның үйлесуі күміс ұсынысын арттыру мүмкіндіктерінің шектеулі болуы аясында орын алды, бұл нарықта тапшылықтың қалыптасуына әкелді. 2025 жыл күміске деген жаһандық сұраныстың өндіру мен қайта өңдеу көлемінен асып түскен бесінші жыл болды. Бұл құрылымдық тапшылық соның ішінде ұсыныстың икемсіздігімен түсіндіріледі: әлемдік күміс өндірісінің шамамен 70–80%-ы ілеспе өнім ретінде, яғни басқа металдардың

(негізінен қорғасын, мырыш, мыс және алтын) кен орындарын игеру барысында бірге өндіріледі. Бұл күміс бағасының айтарлықтай өсуі оның өндірісінің тез ұлғаюына әкелмейді, өйткені өндірісті жедел арттыра алатын мамандандырылған күміс кеніштері көп емес. Тау-кен компаниялары ең алдымен негізгі металдардың бағасына бағдарланады, ал күміс өндірісі осы базалық металдарды өндіру кеңейген жағдайда ғана өседі. 2025 жылы әлемдік күміс өндірісі тіпті аздап (жылдық есеппен шамамен 3%-ға) төмендеді – бұл кендердің біртіндеп сарқылуымен (жетілген кен орындарында күміс үлесінің азаюымен) және алдыңғы жылдары жаңа жобаларға инвестициялардың жеткіліксіз болуымен байланысты.

Ұсынысқа қатысты шектеу бірегей логистикалық факторлардың әсерінен де қиындай түсті. 2025 жылы сауда кедергілерінен күміс нарығында аймақтық өтімділіктің қысқару эпизоды байқалды. АҚШ-та кейбір металдарға (соның ішінде АҚШ үшін аса маңызды минералдық ресурстар тізіміне енгізілген күміске) ықтимал импорттық баж салығы енгізілуі мүмкін деген күтулер аясында күмістің ірі партиялары Лондоннан америкалық нарыққа бағытталды. Бұл Лондонда көрінетін күміс қорларының күрт азаюына және Нью-Йорктегі COMEX биржасында сыйлықақылардың өсуіне әкелді. Нәтижесінде өзіндік бір short-squeeze жағдайы қалыптасты: АҚШ-та күмістің фьючерстік бағасы Лондондағы спот бағамдарынан айтарлықтай жоғары саудаланып, металдың Атлант мұхиты арқылы ағылуын ынталандырды. Соның

салдарынан Лондонда күмісті жалға беру (лизинг) мөлшерлемелері жылдық ~6%-ға дейін өсті – бұл қоймалардағы тапшылықты толықтыру үшін металл рекордтық көлемде жеткізілгеннен кейін де сақталған әдеттен тыс жоғары деңгей болды. Бұл оқиғалар 2025 жылы күмістің физикалық нарығының тым шиеленісті болғанын көрсетеді: резервтік қорлар минимум деңгейінде болды, соның салдарынан бағалар жеткізілімдегі кез келген іркіліске өте сезімтал болды. Жалпы алғанда 2025 жыл күміс үшін факторлардың сирек сәйкес келуімен сипатталды: күшті инвестициялық сұраныс + рекордтық өнеркәсіптік сұраныс + шектеулі ұсыныс. Мұндай комбинация нарықтағы жоғары құбылмалылықпен қатар жүретін металл бағасының екі есе өсуін түсіндіреді.

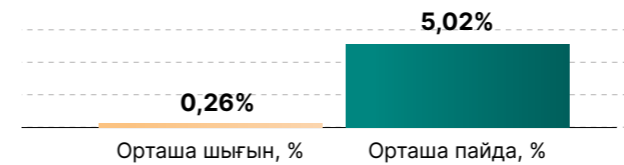
## 2026 жылға арналған перспектива мен тәуекел

2026 жылы күміске қатысты қолайлы жағдайлар сақталады деп күтілуде, дегенмен бағаның кейін қалыпты жағдайға оралуы мүмкін. Нарықты түбегейлі қолдау күшті күйінде қалып отыр: физикалық теңгерім әлі де тапшы, ал макроэкономикалық орта (монетарлық саясатты жеңілдету, доллардың әлсіреуі, геосаяси белгісіздіктің сақталуы) инвесторлардың бағалы металдарға деген қызығушылығын арттырады.

2025 жыл күміс үшін сирек кездесетін факторлардың сәйкес келуі: күшті инвестициялық сұраныс + рекордтық өнеркәсіптік сұраныс + шектеулі ұсыныс

43-сурет. 2025 жылғы тәуекел-кірістілік профилі (айлық payoff)

**Алтын: 2025 жылғы тәуекел-кірістілік профилі (айлық payoff)**



Дереккөз: Bloomberg; BCC Invest-тің есептеуі және көрнекі түрде ұсынуы

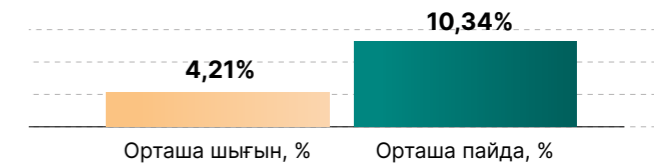
**КҮМІС БОЙЫНША ҚОРЫТЫНДЫ: 2026 жылға арналған базалық болжам** – инвестициялық және өнеркәсіптік сұраныстың үйлесімі арқасында бағаның жоғары деңгейде сақталуы. Бұл ретте соңғы апталарда күміс алтын сияқты қарқынды өсіп келе жатыр, нарық жаңалықтарға және бағалы металдарға капитал ағынына жоғары сезімталдық танытатынын атап өткен жөн. Бұл жыл бойы баға ауқымының кеңею ықтималдығын арттырады және сценарийлік тәсілді ерекше маңызды етеді.

**Базалық сценарийде** біз раллидің күрт өсуі мен жеделдеуінен кейін металл түзету кезеңінен өтеді деп күтеміз: ең ықтимал кері тарту ауқымы – бір унциясы үшін \$83-92. Одан әрі тапшылық балансын және тұрақты өнеркәсіптік сұраныстың сақталу жағдайында (күн энергетикасы, электрлендіру, электроника) бағаның қазіргі деңгейіне қайтуы мүмкін, оны біз бір унциясы \$110 шамасында деп бағалаймыз.

**Бұқа сценарийінде**, егер ағымдағы динамика жалғаса берсе және күшті инвестициялық сұраныс (ETF және алыпсатарлық капиталды қоса алғанда) сақталса, күміс өте құбылмалы болып қалып, жыл соңына қарай бір унциясы үшін \$125-140 кеңейтілген диапазонда саудалануы мүмкін.

**Аю сценарийінде** («risk-on» көңіл күйінің бәсеңдеуі, пайда алу, доллардың нығаюы немесе циклдік ахуалдың нашарлауы) түзетуден кейін күміс \$83-92 диапазонында тұрып, жоғары деңгейге тез қалпына келмей, тұрып қалуы мүмкін. Күміс бұрынғысынша тапшылық жағдайында қалады, бұл бағаның төмендеуі әлеуетін шектейді. Бұл ретте құбылмалылық ешқандай жойылмайды: металл әлі де көңіл күй мен жаңалықтардың өзгеруіне қатты әсер етеді. Инвесторлар күмістің конъюнктураның циклдік ауытқуларына жоғары сезімталдықпен алтыннан гөрі неғұрлым тәуекелді және құбылмалы актив екенін ескергені жөн.

**Күміс: 2025 жылғы тәуекел-кірістілік профилі (айлық payoff)**



Тоқтаусыз өсуді шектейтін қосымша фактор өнеркәсіптегі тұтынушылардың жоғары бағалардың ұзақ кезеңіне реакциясы болуы мүмкін. Күміс елеулі шығыс бабы болып табылатын салалар (ең алдымен күн панельдерін өндірушілер) қымбат күмісті сақтай отырып, осы металды үлестік тұтынуды азайту жөніндегі технологияларды белсенді түрде енгізе алады, не ішінара алмастырғыштарды іздей алады. Бұл 2026 жылы энергетикалық көшудің жалпы тренді жалғасатын болса да, өнеркәсіптік сұраныстың өсу қарқынын тежеуге қабілетті.

Нарықтың өрлеу сатысында күміс 2025 жылы болғандай, үстемелі кірістілікті көрсете отырып, алтыннан озуға қабілетті. Алайда құлдырау сатысында ол алыпсатарлық капиталдың әкетілуінен және нақты өнеркәсіптік тұтынудың төмендеуінен зардап шегіп, жылдам және тереңірек құлдырады. Бұл фактор 2026 жылы күміс үшін негізгі тәуекел болып қала береді: макроэкономикалық конъюнктура нашарлаған кезде металл алтынға қарағанда анағұрлым күрделі түзетуге ұшырауы мүмкін.

### 2026 ЖЫЛЫ ҚАДАҒАЛАНУҒА ТИІС НЕГІЗГІ

**ФАКТОРЛАР:** күн энергетикасының даму динамикасы (нарықтың қанығу белгілері немесе, керісінше, жаңа ынталандырулар мен қуаттарды енгізу мақсаттары), электроника мен автомобиль өнеркәсібі тарапынан сұраныс, ФРЖ саясаты (пайыздық мөлшерлемелердің өзгеру траекториясы) және АҚШ долларының бағамы, сондай-ақ орталық банктердің бағалы металдар қорларына қатысты тактикасындағы ықтимал өзгерістер. Жалпы алғанда, 2026 жылдың қарсаңында күміс инвестициялық портфельдің шикізат бөлігінің маңызды құрамдас бөлігі ретінде қарастырылады. Ол энергетикалық ауысу аясында тартымды өсу әлеуетіне ие, бірақ өзіне тән жоғары құбылмалылыққа байланысты сақтықты талап етеді.



