



Казахстан: рост сохраняется, но нефтяной экспорт становится главным риском

Главный вывод

Казахстан подошёл ко второй половине 2026 года с экономикой, которая продолжает расти, несмотря на слабую динамику нефтяного сектора. Строительство, обрабатывающая промышленность, торговля и транспорт поддерживают внутреннюю активность, тогда как добыча нефти уже в первом полугодии испытывала давление из-за производственных и экспортных ограничений.

По оценке Национального банка, ВВП за январь–июнь увеличился на 4.1% г/г, а рост без учёта горнодобывающей промышленности составил около 5.3%. Краткосрочный экономический индикатор Бюро национальной статистики вырос на 5.1%. Это показывает, что внутренние источники роста пока компенсируют слабость добывающего сектора.

В июле зависимость страны от основного экспортного маршрута превратилась в непосредственный макроэкономический риск. После атак на танкеры у морского терминала Каспийского трубопроводного консорциума в Новороссийске отгрузка нефти была остановлена. КТК временно прекратил приём казахстанского сырья, а заполнение резервуаров вынудило нефтяные компании сократить добычу.

Проблема заключается уже не только в мировых ценах на нефть или производственных планах Казахстана. Даже добытый объём не может быть полностью реализован, если основной маршрут к покупателям недоступен, а альтернативные направления пока не обладают сопоставимой пропускной способностью.

При быстром восстановлении работы КТК потери останутся управляемыми: ненефтяные отрасли сохраняют высокий темп, а благоприятные нефтяные цены поддержат экспортную выручку. Продолжительные или повторяющиеся перебои способны ухудшить динамику ВВП, торгового баланса, бюджетных поступлений и курса тенге.



Центральный вопрос обзора состоит поэтому не в том, сохранил ли Казахстан способность расти. Важно, насколько устойчивой окажется экономика, если её крупнейший экспортный сектор будет регулярно сталкиваться с физическими ограничениями поставок.

От пандемийного спада к быстрому росту

За последние шесть лет Казахстан прошёл несколько различных экономических фаз. В 2020 году реальный ВВП сократился на 2.5% под влиянием пандемии, ограничительных мер и ухудшения ситуации на сырьевых рынках. Уже в 2021 году экономика выросла на 4.3%, в 2022 году — на 3.2%, а в 2023 году рост ускорился до 5.1%. По уточнённым данным, в 2024 году ВВП увеличился на 5.0%.

В 2025 году экономика выросла на 6.5% — максимальным темпом за рассматриваемый период. Рост поддерживали внутренний спрос, инвестиции, государственные и квазигосударственные программы, потребительское кредитование и увеличение нефтедобычи после расширения Тенгизского месторождения.

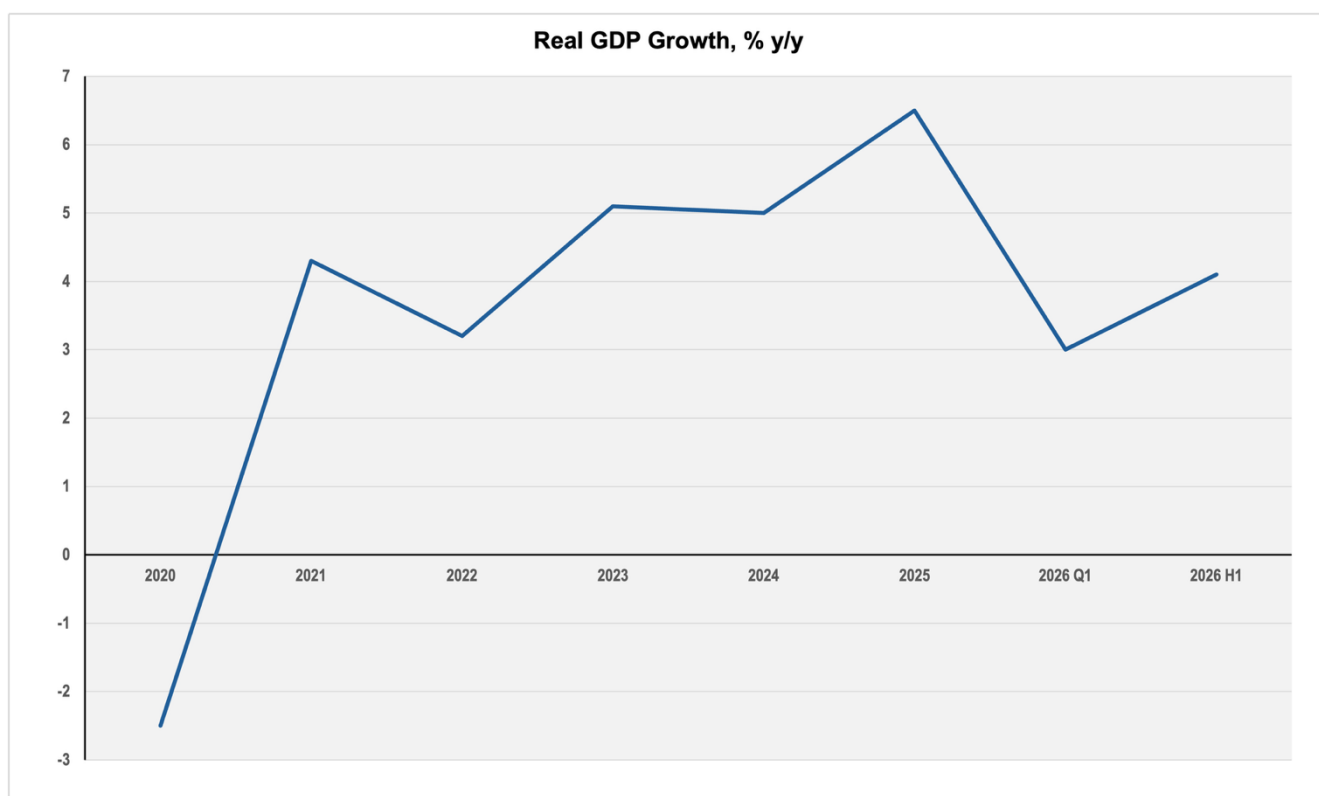


График 1. Реальный рост ВВП Казахстана, 2020 г. – первое полугодие 2026 г., % г/г.

Источник: Бюро национальной статистики Республики Казахстан, Всемирный банк.

Такая динамика одновременно создала признаки перегрева. Международный валютный фонд обращал внимание на быстрое расширение внутреннего спроса, значительный бюджетный и квазибюджетный импульс, рост кредитования и устойчиво высокую инфляцию.

В начале 2026 года темпы заметно снизились. В I квартале реальный ВВП вырос на 3.0% г/г. Выпуск в горнодобывающей промышленности сократился, тогда как обрабатывающая промышленность, строительство, транспорт и внутреннее потребление продолжали поддерживать экономику.

К середине года рост вновь ускорился. Национальный банк оценил увеличение ВВП за первое полугодие в 4.1%, а краткосрочный экономический индикатор составил 5.1%. Расхождение



объясняется различиями в методологии и структуре показателей, однако оба индикатора подтверждают, что экономика продолжает расширяться.

Ненефтяные отрасли удерживают общий темп

В январе–июне наиболее быстро росло строительство — на 15.2% г/г. Транспорт и складирование увеличились на 7.1%, торговля — на 5.7%. Сельское хозяйство выросло на 4.4%, связь — на 4.3%, промышленность в целом — только на 3.5%.

Строительство остаётся одним из главных источников экономической активности. Его поддерживают инфраструктурные проекты, жилищное строительство, государственные программы и инвестиции национальных холдингов. Рост сектора создаёт спрос на строительные материалы, транспорт, рабочую силу, банковское финансирование и сопутствующие услуги.

Обрабатывающая промышленность также демонстрирует более устойчивую динамику, чем добывающая. В I квартале её физический объём вырос на 8.7% г/г, тогда как добыча полезных ископаемых сократилась на 11.5%. Это различие показывает, что замедление экономики связано прежде всего с сырьевым сектором, а не с равномерным ослаблением всей производственной активности.

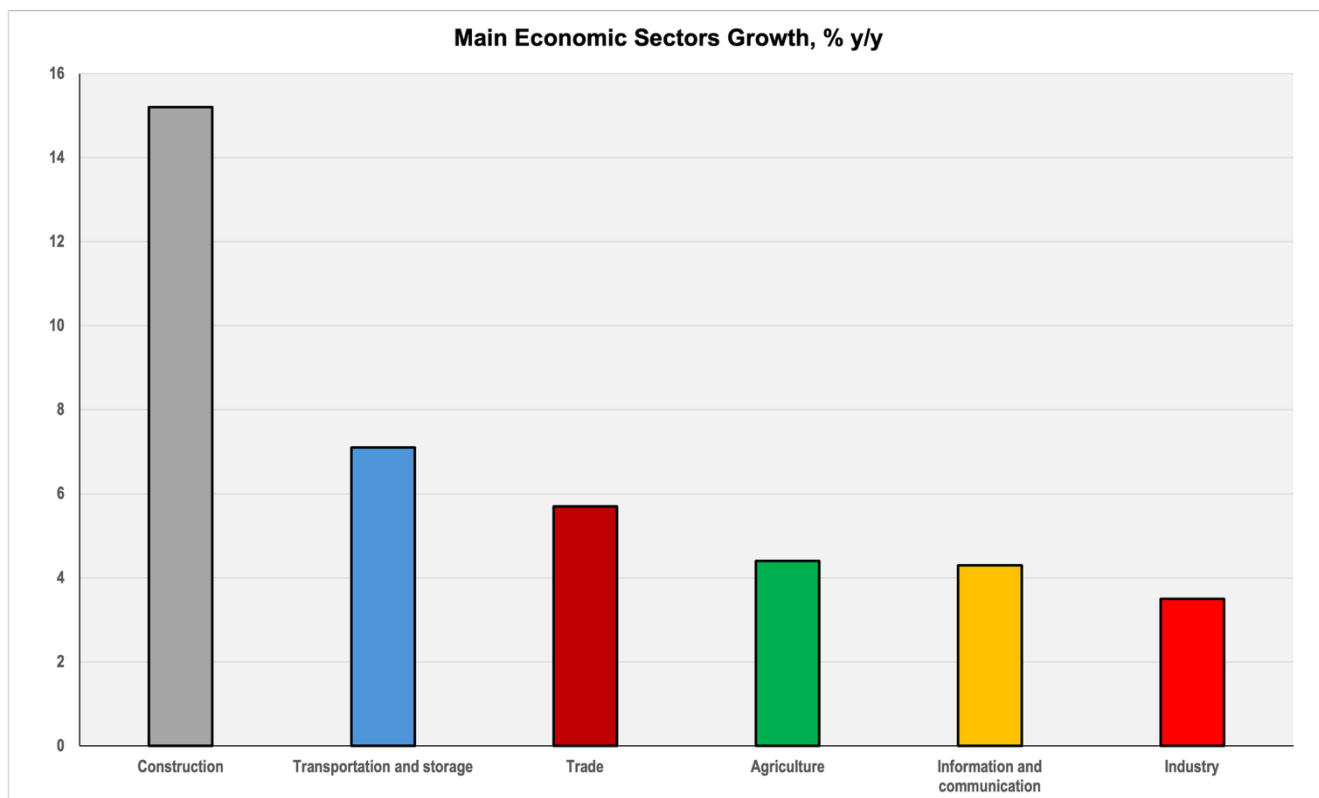


График 2. Динамика основных отраслей экономики Казахстана, январь–июнь 2026 г., % г/г.

Источник: Бюро национальной статистики Республики Казахстан.

Однако быстрый рост строительства и инвестиций пока нельзя считать доказательством завершённой диверсификации. Значительная часть проектов финансируется государством, национальными компаниями и институтами развития. Это поддерживает ВВП, но одновременно сохраняет зависимость экономики от бюджетных решений и квазигосударственного сектора.

Региональные данные подчёркивают различие между нефтяной и ненефтяной экономикой. За первое полугодие краткосрочный экономический индикатор снизился в Западно-Казахстанской



области на 6.4%, а в Атырауской — на 5.3%. Одновременно Туркестанская область выросла на 26.3%, область Ұлытау — на 17.0%, Алматинская область — на 14.8%.

Следовательно, Казахстан развивается на двух скоростях. Западные нефтедобывающие регионы испытывают давление производственных и экспортных ограничений, тогда как строительство, торговля, переработка и транспорт поддерживают рост в других частях страны.

Экспорт остаётся нефтяным, несмотря на развитие других отраслей

За январь–май 2026 года внешнеторговый оборот Казахстана составил USD 56.35 млрд и увеличился на 4.3% г/г. Экспорт вырос на 1.6%, до USD 30.36 млрд, тогда как импорт увеличился на 7.7%, до USD 25.99 млрд. Торговый профицит сохранился, но разрыв между экспортом и импортом заметно сократился.

Сырая нефть и сырые нефтепродукты сформировали 44.6% товарного экспорта. На рафинированную медь и медные сплавы пришлось 7.6%, на медные руды и концентраты — 5.9%, на ферросплавы — 3.0%, на пшеницу и муку — 2.8%.

Доля нефти снизилась с 52.9% в январе–мае 2025 года до 44.6% годом позже. Отчасти это отражает рост поставок металлов и другой продукции, но также связано с более слабой нефтедобычей и перебоями в экспорте. Поэтому сокращение нефтяной доли нельзя полностью интерпретировать как устойчивую структурную диверсификацию.

Основными экспортными партнёрами оставались Китай с долей 19.9%, Италия — 16.4%, Россия — 8.8%, Турция — 7.6%, Нидерланды — 6.3% и Узбекистан — 5.8%. География покупателей выглядит достаточно разнообразной, однако транспортная география значительно более концентрирована: основная часть нефти, предназначенной для европейских рынков, проходит через КТК и Новороссийск.

Таким образом, диверсификация внутреннего производства пока идёт быстрее, чем диверсификация экспортных доходов. Казахстан производит больше ненефтяных товаров и услуг, но внешняя выручка, бюджетные доходы и предложение иностранной валюты всё ещё во многом определяются нефтяным сектором.



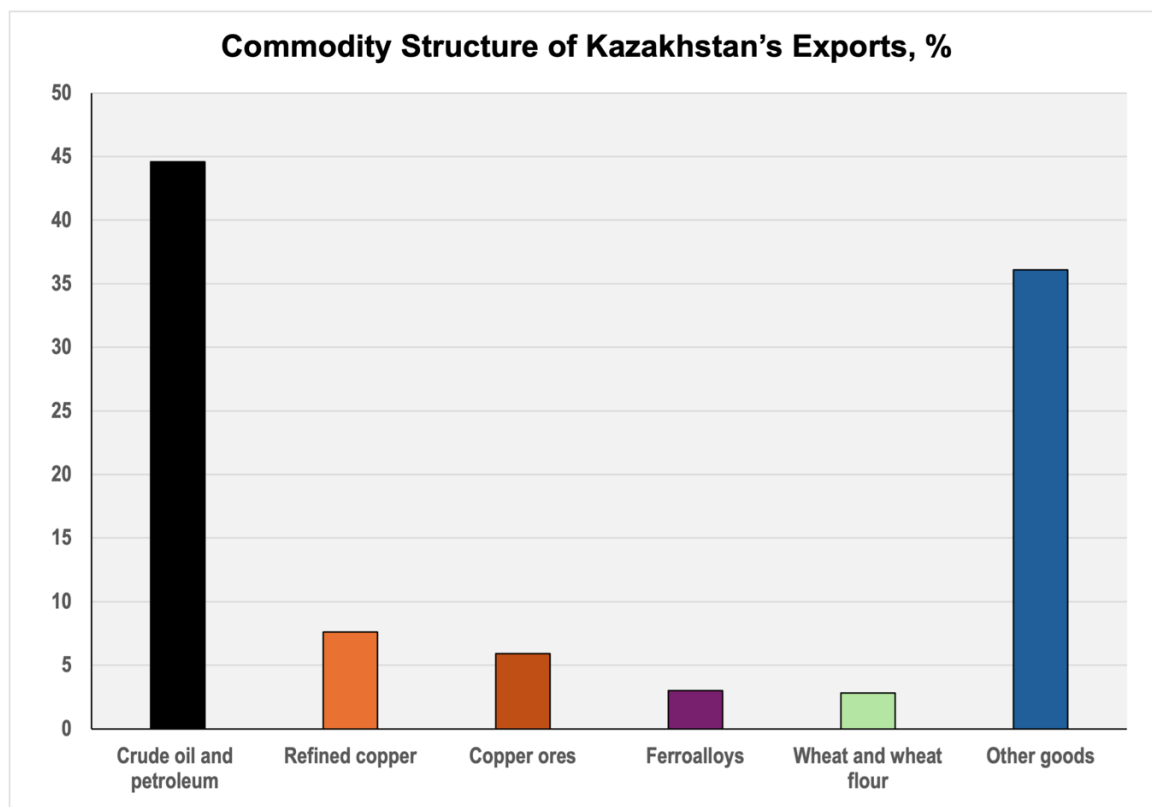


График 3. Товарная структура экспорта Казахстана и динамика экспорта и импорта, январь–май 2026 г.

Источник: Бюро национальной статистики Республики Казахстан.

КТК превратил внешний конфликт во внутренний производственный шок

Каспийский трубопроводный консорциум транспортирует нефть с месторождений западного Казахстана через территорию России к морскому терминалу возле Новороссийска. Длина системы превышает 1,500 километров. Через неё проходит около 80% казахстанского нефтяного экспорта и почти 2% мировой ежедневной поставки нефти.

В июле атаки на танкеры в районе терминала привели к остановке погрузки. После заполнения терминальных резервуаров КТК прекратил приём нефти из Казахстана. Несмотря на отсутствие подтверждённого повреждения самих погрузочных объектов, продолжение операций стало невозможным из-за угрозы безопасности судоходству.

Казахстанским компаниям пришлось снижать добычу, чтобы предотвратить переполнение собственных хранилищ. Министерство энергетики подтвердило контролируемое сокращение производства, не назвав точных объёмов. По данным отраслевых источников Reuters, добыча на Тенгизе снизилась примерно с 925 тыс. баррелей в сутки в среднем за июль до 406 тыс. баррелей. Общая добыча нефти и газового конденсата сократилась с 2.07 млн до 1.63 млн баррелей в сутки.

Для обычного экспортёра временная остановка порта означает задержку поставок. Для нефтяной отрасли Казахстана она быстро становится ограничением производства. Нефть нельзя неограниченно хранить возле месторождений, а снижение и последующее восстановление добычи на крупных проектах связано с технологическими и финансовыми издержками.

Особенно важно положение Тенгиза. Расширение месторождения должно было стать одним из основных источников роста добычи и экспортных доходов в 2025–2026 годах. Однако дополнительный объём имеет экономическую ценность только при наличии стабильного маршрута к покупателям.

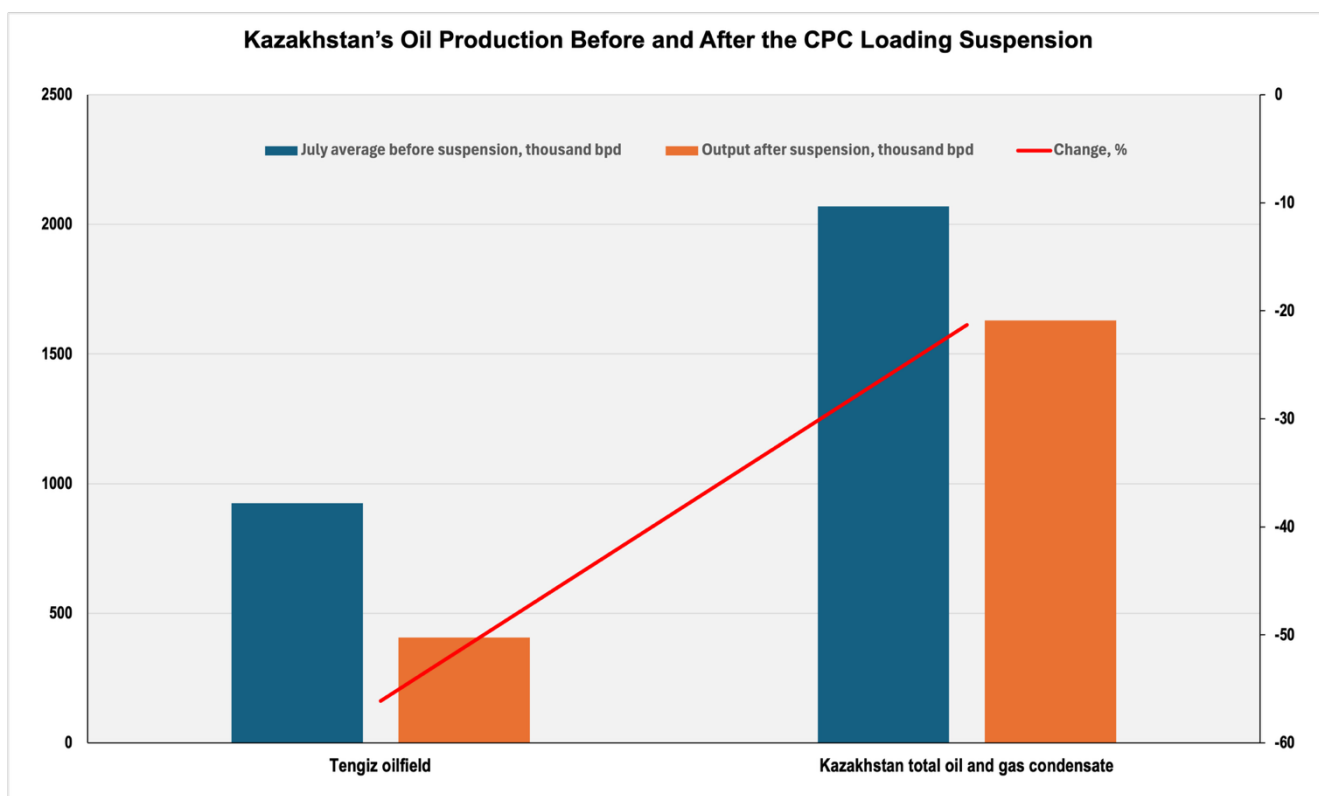


График 4. Добыча нефти в Казахстане до и после остановки отгрузки через КТК, июль 2026 г., тысяч. бар./сутки.

Источник: Министерство энергетики Республики Казахстан, Reuters.

Высокая цена нефти не заменяет экспортный маршрут

Остановка поставок произошла на фоне напряжённости на мировом нефтяном рынке. Нарушения судоходства в Красном море, проблемы с поставками через Ближний Восток и перебои в Чёрном море привели к росту цен на физические сорта нефти. В конце июля отдельные котировки приблизились к USD 110 за баррель, а датированный Brent достигал USD 105.70.

Для Казахстана высокая цена создаёт частичный компенсирующий эффект. После восстановления отгрузки более высокая стоимость каждого барреля поддержит торговый баланс, бюджетные поступления, Национальный фонд и предложение иностранной валюты.

Однако рост котировок не способен полностью заменить сокращение физических объёмов. Пока нефть не отгружается, экспортная выручка не формируется независимо от рыночной цены. Одновременно сокращаются производственные налоги, транспортные платежи и доходы подрядчиков.

Казахстан располагает альтернативными направлениями — через систему Атырау — Самара, нефтепровод в Китай, Каспийское море и маршрут Баку — Тбилиси — Джейхан. В период предыдущих перебоев КазТрансОйл перенаправлял часть потоков в сторону Самары, ВТС и Китая.

Эти каналы имеют стратегическое значение, но пока не могут принять объёмы, сопоставимые с КТК. Транскаспийские поставки требуют танкерных мощностей, портовой перевалки и доступа к инфраструктуре Азербайджана. Железнодорожный экспорт обходится дороже, а китайское и северное направления имеют собственные технические и контрактные ограничения.

Поэтому задача заключается не в экстренном поиске одного нового маршрута, который сразу заменит КТК. Более реалистичный путь — постепенное увеличение совокупной пропускной



способности альтернативных каналов: расширение портов Актау и Курык, развитие каспийского флота, модернизация соединительной инфраструктуры и заключение долгосрочных соглашений с транзитными странами.

До появления таких мощностей продолжительность перебоев в Новороссийске будет непосредственно влиять не только на экспорт, но и на объём нефтедобычи внутри Казахстана.

Инфляция замедляется, но остаётся двузначной

Годовая инфляция в июне снизилась до 10.3% с 10.4% в мае. Продовольственные товары подорожали на 10.4%, непродовольственные — на 11.7%, платные услуги — на 9.0%. Месячная инфляция составила 0.8%.

Несмотря на замедление, текущий уровень цен остаётся более чем вдвое выше среднесрочной цели Национального банка в 5%. Непродовольственная инфляция практически не снижается, а рост стоимости услуг вновь несколько ускорился.

Историческая динамика показывает устойчивость инфляционной проблемы. В конце 2020 года инфляция составляла 7.5%, в 2021 году — 8.4%. В 2022 году она ускорилась до 20.3%, затем снизилась до 9.8% в 2023 году и 8.6% в 2024 году. В 2025 году инфляция вновь выросла до 12.3%.

Дополнительным фактором стало повышение базовой ставки НДС с 12% до 16% с 1 января 2026 года. Для лекарственных средств, медицинских изделий и медицинских услуг предусмотрена пониженная ставка.

Национальный банк отмечает, что первоначальный перенос повышения НДС в потребительские цены оказался меньше ранних опасений. Однако полный эффект может проявляться постепенно через торговые наценки, стоимость услуг, заработную плату и производственные расходы.

Остановка нефтяного экспорта формирует разнонаправленные последствия. С одной стороны, сокращение добычи и инвестиций способно ослабить внутренний спрос. С другой — снижение валютных поступлений может усилить давление на тенге, а более дорогая логистика и импортные товары создать дополнительный инфляционный импульс.

Национальный банк начал смягчение, но пространство ограничено

В начале 2026 года базовая ставка сохранялась на уровне 18%. 5 июня Национальный банк снизил её до 17%, а 24 июля — до 16.75%. При этом денежно-кредитные условия остаются жёсткими, а реальная процентная ставка — положительной.

Регулятор объясняет снижение ставки замедлением инфляции, укреплением тенге, стабилизацией потребительской активности и ограниченным переносом повышения НДС в цены. Одновременно инфляционные ожидания населения остаются высокими: в июне они составляли 13.4% на год вперёд.

Дальнейшее снижение ставки потребует осторожности. Слабость нефтяного сектора является аргументом в пользу поддержки экономики, но возможное ослабление тенге, высокие инфляционные ожидания, рост цен производителей и сохраняющийся государственный спрос действуют в противоположном направлении.

Июльское решение было основано на предположении, что правительство будет соблюдать заявленные параметры бюджета, трансфертов из Национального фонда и квазигосударственного стимулирования. Национальный банк прямо указал, что существенное отклонение от этих параметров может привести к пересмотру оценки рисков и траектории ставки.



Поэтому перебои в работе КТК не создают однозначного основания для быстрого смягчения политики. Они одновременно ухудшают перспективы роста и повышают риски для валютного курса и инфляции.

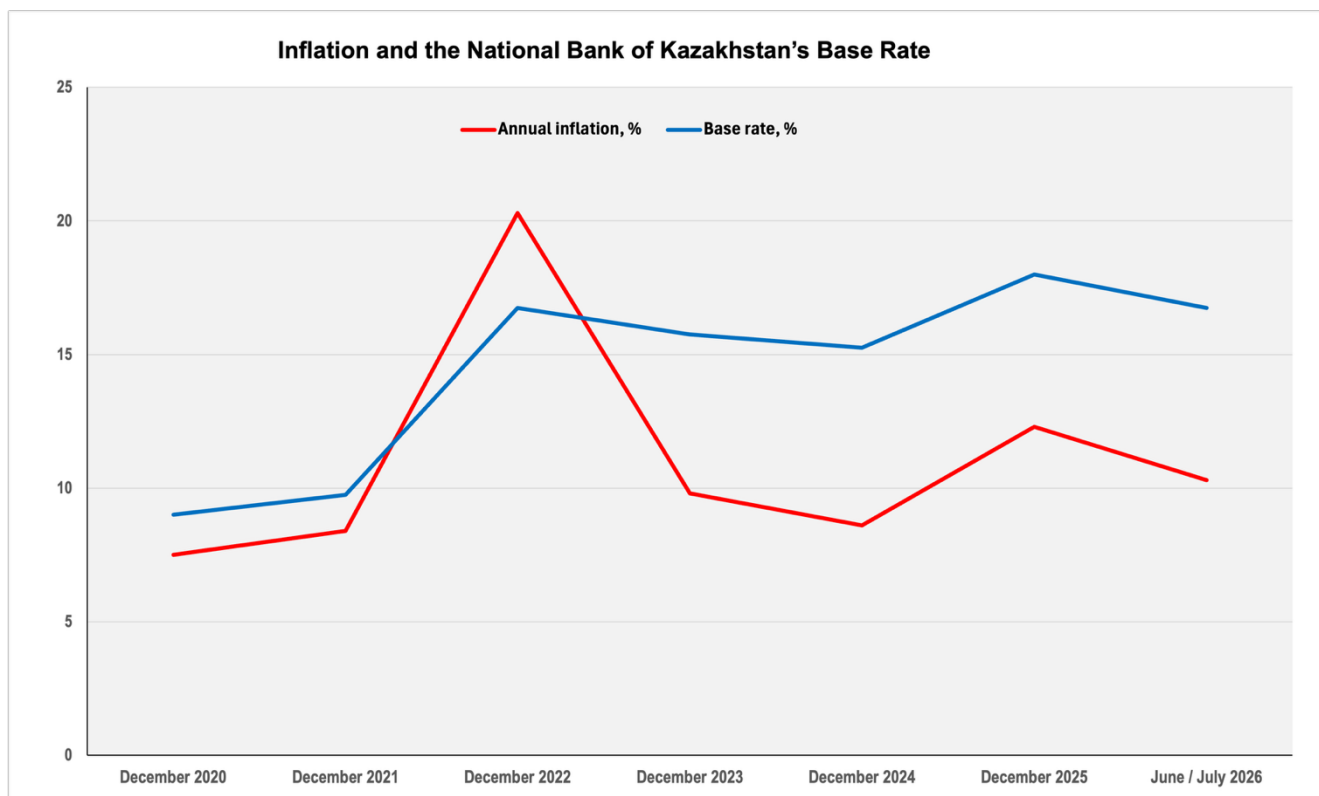


График 5. Годовая инфляция и базовая ставка Национального банка Казахстана, 2020 г. – июль 2026 г.

Источник: Бюро национальной статистики Республики Казахстан, Национальный банк Казахстана.

Налоговая консолидация соседствует с квазибюджетным расширением

Новый Налоговый кодекс должен увеличить устойчивость государственных доходов, сократить часть льгот и снизить зависимость бюджета от трансфертов Национального фонда. Повышение НДС является центральным элементом этой реформы.

Формальное улучшение бюджета, однако, не обязательно означает ужесточение всей государственной экономической политики. Значительная часть стимулирования осуществляется за пределами республиканского бюджета — через национальные холдинги, государственные компании и институты развития.

Международный валютный фонд отмечает, что масштабные квазибюджетные программы поддерживают инфраструктурные проекты, промышленность и кредитование, но одновременно усиливают внутренний спрос и осложняют борьбу с инфляцией.

Для роста такая модель остаётся эффективной в краткосрочном периоде. В условиях дорогого банковского финансирования предприятия получают доступ к государственным программам и инвестиционным ресурсам. Строительство, транспорт и обрабатывающая промышленность сохраняют высокий темп даже при слабой нефтедобыче.

Для денежно-кредитной политики эффект менее благоприятен. Национальный банк удерживает высокую стоимость денег, пытаясь ограничить потребление и рост цен, тогда как государственный и квазигосударственный сектор продолжает расширять инвестиции.



Возникает несогласованность между отдельными направлениями макроэкономической политики. Пока она поддерживает ВВП, но может замедлить возвращение инфляции к цели и продлить период высоких процентных ставок.

Снижение нефтяных доходов способно дополнительно усложнить баланс. Если перебои с экспортом окажутся продолжительными, государству придётся выбирать между сокращением расходов, увеличением трансфертов Национального фонда и сохранением инвестиционного импульса за счёт квазигосударственных структур.

Политическая реформа и институциональная предсказуемость

1 июля в Казахстане вступила в силу новая Конституция. Она предусматривает переход от двухпалатного к меньшему однопалатному парламенту и учреждение должности вице-президента. Досрочные парламентские выборы назначены на 23 августа.

Непосредственное влияние политической реформы на текущий ВВП ограничено. Для экономики важнее то, как новая система скажется на последовательности государственной политики, контроле бюджетных расходов, скорости принятия решений и взаимодействии с частными инвесторами.

Особое значение приобретает положение крупных иностранных инвесторов в нефтегазовом секторе. 21 июля власти заморозили имущество и транспорт оператора месторождения Кашаган — North Caspian Operating Company — из-за неуплаты экологического штрафа в размере около USD 4.84 млрд. Консорциум отвергает обвинения, а спор рассматривается в международном арбитраже.

С точки зрения государства вопрос связан с соблюдением экологических требований и исполнением национального законодательства. С точки зрения инвесторов он повышает неопределённость вокруг условий работы на одном из крупнейших нефтяных проектов страны.

Сам по себе спор не означает резкого прекращения иностранных инвестиций. Но в сочетании с уязвимостью КТК, необходимостью расширения альтернативной логистики и высокой капиталоемкостью нефтяных проектов он усиливает значение предсказуемости регулирования и стабильности договорных условий.

Казахстану необходимо одновременно защищать государственные интересы, обеспечивать экологические стандарты и сохранять доверие компаний, способных финансировать сложные и долгосрочные энергетические проекты.

Прогноз: рост замедлится, диапазон рисков расширился

До июльской остановки отгрузки Международный валютный фонд ожидал роста реального ВВП Казахстана на 4.6% в 2026 году. Июньский прогноз Национального банка находился в диапазоне 4.5–5.5%, отражая более сильную экономическую активность и благоприятные предпосылки по цене нефти.

Результаты первого полугодия показывают, что внутренние источники роста остаются устойчивыми. ВВП увеличился примерно на 4.1%, рост без горнодобывающей промышленности составил около 5.3%, а строительство и перерабатывающие отрасли сохраняли высокую динамику.

Поэтому временная остановка КТК сама по себе не означает разворота экономики. Но она увеличивает зависимость результата года от продолжительности перебоев и возможности восстановить добычу после возобновления отгрузки.



При быстром восстановлении терминала часть июльских потерь может быть компенсирована последующим увеличением экспорта и высокими ценами на нефть. В таком случае рабочая оценка роста ВВП по итогам года составляет около **4–4.5%**. Это аналитическая оценка, основанная на текущих показателях первого полугодия и предположении о непродолжительном нарушении поставок.

Продолжительные или повторяющиеся перебои ограничат возможность восстановления добычи и усилят давление на экспорт, бюджетные поступления, Национальный фонд и курс тенге. Ослабление национальной валюты одновременно усложнит снижение инфляции и ограничит пространство Национального банка для дальнейшего смягчения.

Позитивный сценарий предполагает стабильное возобновление работы КТК, сохранение сильной динамики строительства и обрабатывающей промышленности и постепенное увеличение пропускной способности альтернативных маршрутов.

Негативный сценарий связан с повторяющимися нарушениями отгрузки в Новороссийске, более слабой нефтедобычей, снижением валютных поступлений, ослаблением тенге и необходимостью дольше удерживать высокие процентные ставки.

Отдельный риск связан с сочетанием нефтяного шока и активной государственной инвестиционной политики. Попытка полностью компенсировать снижение экспортных доходов новыми расходами способна сохранить номинальную активность, но усилить инфляцию и зависимость от ресурсов Национального фонда.

Итоговая оценка

Казахстанская экономика стала устойчивее к колебаниям нефтяного сектора, чем несколько лет назад. Строительство, транспорт, торговля и обрабатывающая промышленность способны поддерживать рост даже в условиях временного сокращения добычи.

Однако диверсификация внутреннего производства пока не устранила концентрацию экспортных доходов и транспортной инфраструктуры. Нефть по-прежнему формирует почти половину товарного экспорта, а около 80% её поставок зависит от одного маршрута к Чёрному морю.

Главная проблема состоит не в полном отсутствии альтернатив. Казахстан может перенаправлять отдельные партии через Китай, Каспий, Азербайджан и северные трубопроводные системы. Но масштаб этих направлений пока несопоставим с КТК.

Внутренняя макроэкономическая ситуация также остаётся сложной. Инфляция замедляется, но сохраняется на двузначном уровне. Национальный банк начал осторожно снижать ставку, однако инфляционные ожидания, налоговые изменения, государственный спрос и возможное давление на тенге ограничивают пространство для быстрого смягчения.

Политическая и институциональная перестройка добавляет ещё одно измерение. Для поддержания инвестиций Казахстану необходимо обеспечить последовательность экономической политики и предсказуемые условия работы крупных международных компаний.

Наиболее вероятным остаётся рост экономики примерно на 4–4.5% в 2026 году при условии, что работа КТК будет восстановлена без продолжительного перерыва. При повторяющихся перебоях результат может оказаться заметно слабее.

Казахстан продолжает расти благодаря внутреннему спросу и ненефтяным отраслям. Но главным вопросом второй половины 2026 года становится уже не только объём добытой нефти, а устойчивость маршрутов, по которым она поступает на мировой рынок.



ДИСКЛЕЙМЕР

Настоящий аналитический обзор (далее — «Обзор») подготовлен Rioni Capital LLC исключительно в информационных целях. Обзор не является и не должен рассматриваться как индивидуальная инвестиционная рекомендация, инвестиционный совет, предложение, оферта, приглашение делать оферту, рекомендация по покупке, продаже, подписке, обмену, погашению, удержанию какого-либо финансового инструмента, совершению какой-либо сделки или реализации какой-либо инвестиционной стратегии.

Обзор подготовлен на основе информации из публичных (открытых) источников, которые Rioni Capital LLC считает достоверными на дату подготовки материала. Вместе с тем Rioni Capital LLC не дает каких-либо заверений и гарантий, прямых или подразумеваемых, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности информации, содержащейся в Обзоре. Любые оценки, мнения, предположения и выводы, содержащиеся в Обзоре, отражают суждение авторов на дату публикации и могут быть изменены без предварительного уведомления.

Содержащаяся в Обзоре информация не учитывает инвестиционные цели, финансовое положение, уровень знаний, опыт, допустимый риск, инвестиционный горизонт или иные индивидуальные особенности какого-либо конкретного лица. Финансовые инструменты, сделки, услуги или стратегии, упомянутые в Обзоре, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю, ожиданиям или целям. Оценка пригодности того или иного финансового инструмента, операции или стратегии должна осуществляться инвестором самостоятельно либо с привлечением независимых профессиональных консультантов.

Rioni Capital LLC не гарантирует достижение какой-либо доходности, финансового результата или инвестиционной цели. Стоимость финансовых инструментов и иных активов может как увеличиваться, так и уменьшаться, а инвестор может потерять часть или все инвестированные средства. Результаты инвестирования в прошлом не являются показателем и не гарантируют результатов в будущем. Государство не гарантирует доходность инвестиций. Любые комиссии, сборы, налоги и иные расходы уменьшают итоговую доходность инвестиций.

Обзор не должен использоваться в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного, финансового, юридического, налогового, бухгалтерского или иного решения. Перед совершением любой сделки инвестору следует самостоятельно оценить все риски и получить, при необходимости, независимую юридическую, налоговую, финансовую и иную профессиональную консультацию.

Rioni Capital LLC, ее участники, руководители, сотрудники, представители и аффилированные лица не несут ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки, ущерб, упущенную выгоду, расходы или иные последствия, возникшие в связи с использованием Обзора, содержащейся в нем информации, либо в связи с инвестиционными решениями, принятыми на основании Обзора.

Если иное прямо не указано в тексте Обзора, Rioni Capital LLC не обязуется обновлять, дополнять, пересматривать или иным образом актуализировать Обзор после даты его публикации, в том числе в случае появления новой информации, изменения рыночных условий или последующих событий.

Информация, содержащаяся в Обзоре, является объектом авторского права и охраняется законодательством Грузии. Все права на Обзор принадлежат Rioni Capital LLC. Полное или частичное воспроизведение, распространение, публикация, передача третьим лицам, переработка, публичное цитирование в существенном объеме либо иное использование материалов Обзора допускаются только при наличии предварительного письменного разрешения Rioni Capital LLC, за исключением случаев, прямо допускаемых применимым законодательством. При любом разрешенном цитировании обязательна ссылка на Rioni Capital LLC как на правообладателя и источник материала.

© Rioni Capital LLC. Все права защищены.
Тбилиси, Грузия, 2026