



АССОЦИАЦИЯ БАНКОВ РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН

Ежемесячный финансовый журнал · 1-2 (343-344) 2026

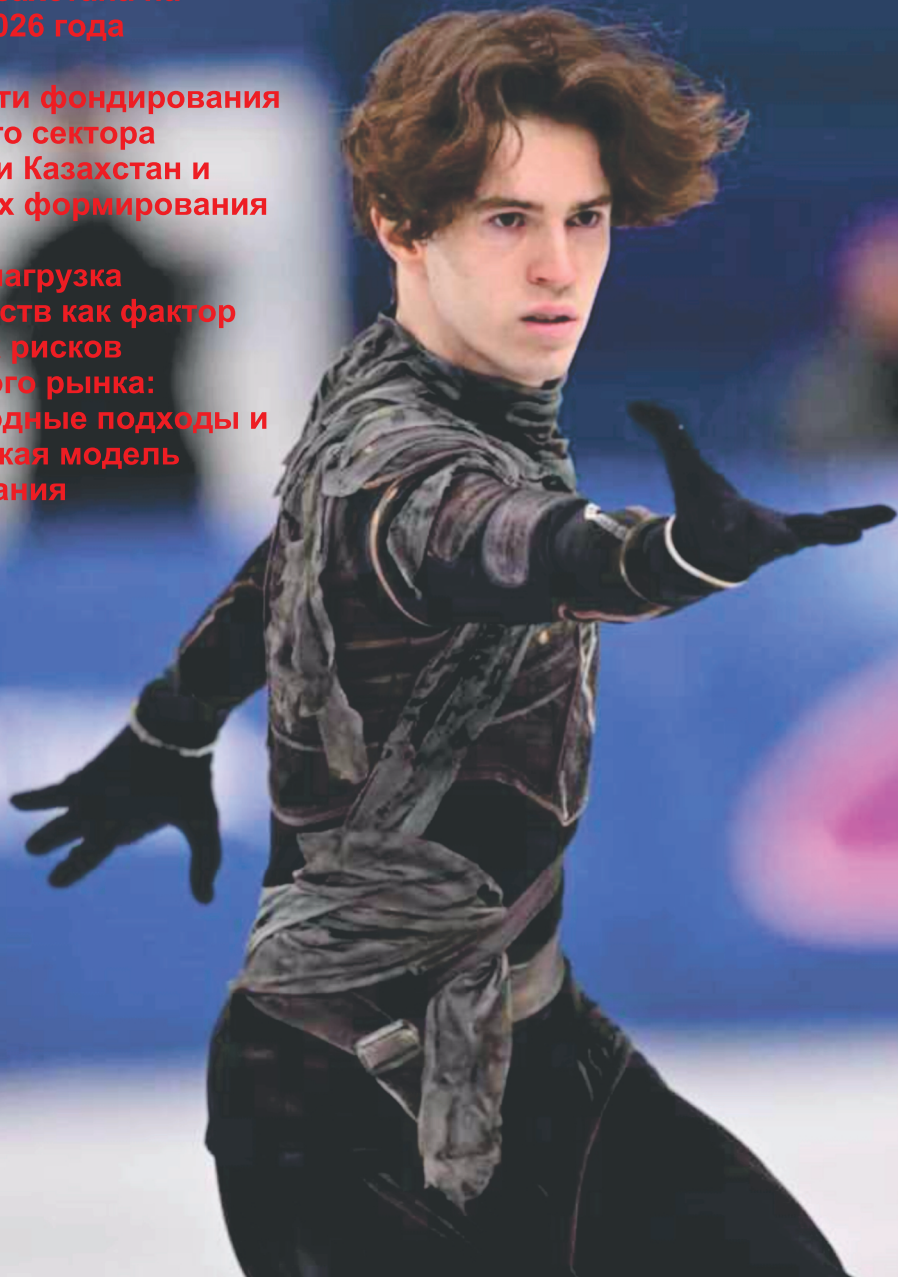


# БАНКИ

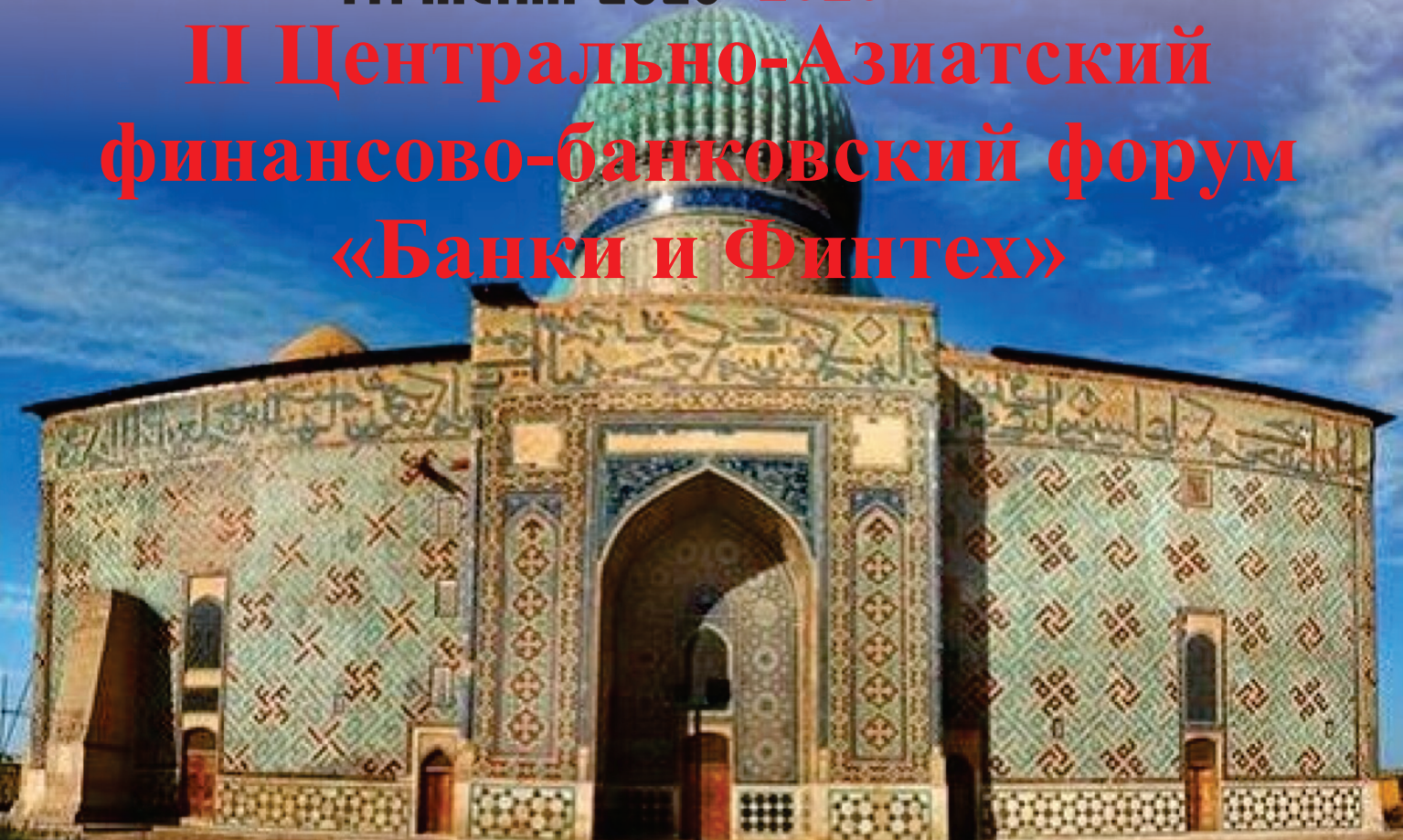
№ 1-2

КАЗАХСТАНА

- ◆ О состоянии банковского сектора Казахстана на 1 января 2026 года
- ◆ Особенности фондирования банковского сектора Республики Казахстан и факторы их формирования
- ◆ Долговая нагрузка домохозяйств как фактор системных рисков финансового рынка: международные подходы и казахстанская модель регулирования



# II Центрально-Азиатский финансово-банковский форум «Банки и Финтех»



*Уважаемые коллеги!*

Приглашаем вас принять участие во **Втором Центрально-Азиатском финансово-банковском форуме «Банки и Финтех» Түркістан – 2026**, который состоится **23–25 апреля 2026 года** в городе **Түркістане (Казахстан)**.

Форум станет международной платформой для диалога между регуляторами, банками, институтами развития и инвесторами, заинтересованными в **масштабируемых инвестиционных возможностях Центральной Азии и тюркских государств**.

**В фокусе форума** — финансовая интеграция региона, рынки капитала, трансграничные инвестиции, цифровые финансы и регуляторные тренды. В рамках программы пройдет **Расширенное заседание Совета банковских ассоциаций тюркских государств с инвесторской панелью «Международные инвестиции: формирование новых точек роста»**.

Участие в форуме предоставляет прямой доступ к ключевым decision-makers (лица, принимающие решения), перспективным проектам и новым инвестиционным инициативам в регионе.

*Будем рады видеть вас среди участников форума.*

С уважением,  
оргкомитет ЦАФБФ «Банки и Финтех»

Содержание

№1-2

**Ежемесячный финансовый журнал  
Издается с июля 1997 года**

**Собственник:**

ТОО «Журнал «Банки Казахстана»

**Редакционная коллегия:**

Баишев Б. (председатель),  
Абишев. А., Абдраев А. (Киргизия),  
Айманова Л., Акпеисов Б., Арупов А.,  
Арыстанов А., Аханов С.,  
Ахмадов В. (Азербайджан),  
Байтоков М.,  
Мельников В., Попов В. (США),  
Ниязбекова Ш. (Россия),  
Сарыбаев А. (Киргизия),  
Садвакасова А., Сапарбаев А.,  
Степаненко Д. (Белоруссия),  
Тасбулатова А., Хубиев К. (Россия),  
Хадури Н. (Грузия)

**Главный редактор:**

Марат Байтоков

**Дизайн, верстка номера:**

Нурзат Раймкулова

**Фото на обложке**

С. Сабирова

Отпечатано в типографии

ТОО ARTICUL.

ул. Каирбекова, 2, Алматы, Казахстан.

Тираж до 1000 экземпляров.

Издание перерегистрировано  
Министерством культуры, информации  
и общественного согласия Республики  
Казахстан 11 августа 1999 года.

**Свидетельство № 826-Ж.**

Полное или частичное воспроизведение  
или размножение каким бы то ни было  
способом материалов, опубликованных  
в настоящем издании, допускается  
только с разрешения журнала «Банки  
Казахстана». Ответственность  
за содержание рекламы несет  
рекламодатель. Точка зрения редакции  
не всегда совпадает с мнением авторов  
статей, публикуемых в журнале.  
Цена договорная.

**Подписной индекс 75692.**

**Адрес: 050000, г. Алматы,  
ул. Панфилова, 98, БЦ «Old Square»,  
блок А, кабинет №518.  
Тел. 8(727) 338 56 08, 8(747) 120 19 04  
e-mail: bankaz@bk.ru, www.abrk.kz**

**АРРФР РК**

2

*О состоянии банковского сектора Казахстана  
на 1 января 2026 года*

**НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК РК**

4

*Финансовые показатели банков второго уровня  
по состоянию на 01.12.2025 г.*

5

*О сохранении базовой ставки на уровне 18,0%*

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР**

6

*Критический литературный обзор подходов к  
моделированию кредитного риска в банковском  
секторе / Ш. АУБАКИРОВ, А. СЕЙТКАЗИЕВА*

**АНАЛИТИКА**

14

*Особенности фондирования банковского  
сектора Республики Казахстан и факторы их  
формирования / К. ЖОЛДАСБАЕВА*

19

*Долговая нагрузка домохозяйств как фактор  
системных рисков финансового рынка:  
международные подходы и казахстанская  
модель регулирования / Ж. ТУКУШЕВА*

**АРРФР РК**

23

*Отчет AQR 2025*

**НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК РК**

57

*Финансовые показатели банков второго уровня  
по состоянию на 01.12.2025 г.*

**ДОКЛАД МДК «ВАЛДАЙ»**

58

*Транспортные коридоры Евразии: конкуренция  
или взаимодополнение?  
/ А. БЕЗБОРОДОВ, М. БЕЛОГЛАЗОВА*  
*Начало. Продолжение читайте в №3, 2026 г. ЖБК*

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

73

*Макроэкономический прогноз на 2026–2028 гг.  
/ Е. Винокуров, А. Кузнецов,  
А. Шарафутдинов, А. Бердигулова,  
К. Федоров, А. Долговечный*  
*Продолжение. Начало читайте в №11-12, 2025 г. ЖБК*

# О состоянии банковского сектора Казахстана на 1 января 2026 года

По состоянию на 1 января 2026 года банковский сектор Республики Казахстан представлен 23 банком второго уровня, из которых 15 банков с иностранным участием, в том числе 10 дочерних банков.

**Активы** банковского сектора за 2025 год увеличились на 15,0% до 70,8 трлн тенге (за декабрь 2025 года рост на 3,6%) в основном за счет роста ссудного портфеля на 21,3%.

По итогам 2025 года высоколиквидные активы банков второго уровня составили 20,5 трлн тенге или 28,9% от активов, что позволяет банкам обслуживать свои обязательства в полном объеме.

Кредиты экономике, выданные банками второго уровня, составили 40,2 трлн тенге, увеличившись за 2025 год на 19,1% (за декабрь 2025 года рост на 2,0%). Кредиты в национальной валюте выросли на 18,4% до 36,5 трлн тенге, кредиты в иностранной валюте – на 26,4% до 3,7 трлн тенге. В результате удельный вес кредитов в тенге за 2025 год незначительно уменьшился с 91,2% до 90,7%.

За 2025 год банками второго уровня было выдано новых кредитов на 39,9 трлн тенге, что на 10,3% больше по сравнению с 2024 годом. При этом в декабре 2025 года выдано 4,6 трлн тенге, что на 19,6% больше по сравнению с предыдущим месяцем. Замедление темпов роста выдачи новых займов экономи-

ке по сравнению с 19,5% в 2024 году в основном обусловлено изменением параметров денежно-кредитной политики, а также мерами по сдерживанию потребительского кредитования и ограничению рисков в данном сегменте.

**Кредиты субъектам бизнеса** выросли за 2025 год на 18,0% до 15,4 трлн тенге, продемонстрировав максимальный рост с 2007 года (за декабрь 2025 года рост на 4,0%). Основной вклад в рост портфеля кредитов бизнесу в 2025 году обеспечен кредитами крупному бизнесу, которые увеличились на 27,1% до 5,5 трлн тенге, а также индивидуальным предпринимателям – рост на 35,6% до 3,1 трлн тенге.

Кредиты субъектам МСБ выросли на 5,7% до 6,8 трлн тенге. Более умеренные темпы роста кредитования МСБ в 2025 году обусловлены повышенной чувствительностью сегмента к изменению финансовых условий, пересмотром подходов в государственной поддержке, а также наличием альтернативных источников финансирования.

По итогам 2025 года рост кредитования наблюдается во всех отраслях экономики. В промышленности кредиты выросли на 17,0% до 5,1 трлн тенге, торговле – на 20,9% до 4,2 трлн тенге, строительстве – на 23,1% до 0,8 трлн тенге, сельском хозяйстве – на 8,0% до 0,5 трлн тенге, информации и связи – на 37,5% до 0,2 трлн тенге, транс-

порте – на 8,5% до 1,0 трлн тенге и прочих отраслях услуг – на 25,4% до 2,7 трлн тенге.

Всего в 2025 году субъектам бизнеса банками второго уровня было выдано новых займов на сумму 20,4 трлн тенге, что на 11,9% больше, чем в 2024 году.

**Кредиты населению** увеличились за 2025 год на 19,8% до 24,8 трлн тенге (за декабрь 2025 года – рост на 0,8%), замедлившись по сравнению с ростом на 23,9% в 2024 году.

В структуре кредитов населению ипотечные кредиты за 2025 год выросли на 14,6% до 6,9 трлн тенге, потребительские кредиты – на 21,0% до 16,7 трлн тенге (за декабрь 2025 года рост на 0,5%), замедлившись по сравнению с ростом на 33,5% в 2024 году, в том числе рост беззалогового потребительского кредитования снизился с 29,3% в 2024 году до 14,5% по итогам 2025. В свою очередь, в результате принятых сдерживающих мер темпы роста выдачи новых беззалоговых потребительских кредитов замедлились с 22,6% в 2024 году до 6,1% по итогам 2025 года.

При этом значительный вклад в увеличение потребительского кредитования в 2025 году обеспечен автокредитами, которые выросли за год на 42,4% до 4 трлн тенге.

В декабре 2025 года средневзвешенная ставка возна-

граждения по кредитам в национальной валюте субъектам бизнеса составила 21,4% (в декабре 2024 года – 19,7%), населению – 18,3% (в декабре 2024 года – 17,0%).

Качество кредитного портфеля банков второго уровня по итогам 2025 года сохраняется на высоком уровне. Так, на 1 января 2026 года уровень займов с просроченной задолженностью свыше 90 дней (NPL90+) составил 3,6% от ссудного портфеля или 1 575 млрд тенге (на 1 января 2025 года – 3,1% или 1 094 млрд тенге).

В портфеле займов субъектам бизнеса уровень займов NPL90+ составил 2,7% или 504 млрд тенге (на 1 января 2025 года – 2,1% или 304 млрд тенге), в портфеле кредитов населению – 4,3% или 1 072 млрд тенге (на 1 января 2025 года – 3,8% или 790 млрд тенге).

Покрываемость провизиями неработающих займов сохраняется высоким и составляет 60,6% (на 01.01.2025г. – 67,0%).

**Обязательства** банковского сектора увеличились за 2025 год на 14,3% до 60,2 трлн тен-

ге (за декабрь 2025 года рост на 3,9%). В структуре обязательств банковского сектора основную долю – 80,9% или 48,7 трлн тенге занимают вклады клиентов.

По итогам 2025 года депозиты резидентов в депозитных организациях увеличились на 16,3% до 48,0 трлн тенге (за декабрь 2025 года рост на 8,0%) в основном за счет увеличения депозитов в национальной валюте на 18,3% до 37,9 трлн тенге (за декабрь 2025 года рост на 7,8%). Депозиты в иностранной валюте выросли на 9,2% до 10,1 трлн тенге (за декабрь 2025 года рост на 8,8%). В результате уровень долларизации продолжил снижение и по состоянию на 1 января 2026 года составил 21,1% (на 1 января 2025 года – 22,5%).

В структуре депозитов депозиты физических лиц выросли на 15,8% до 26,2 трлн тенге (за декабрь 2025 года рост на 6,2%), юридических лиц – на 16,8% до 21,8 трлн тенге (за декабрь 2025 года рост на 10,2%).

Средневзвешенная ставка вознаграждения по срочным депозитам в национальной валю-

те небанковских юридических лиц в декабре 2025 года составила 16,8% (в декабре 2024 года – 14,0%), по депозитам физических лиц – 14,7% (в декабре 2024 года – 13,2%).

**Собственный капитал** банков за 2025 год увеличился на 19,2% до 10,6 трлн тенге преимущественно за счет нераспределенной чистой прибыли прошлых лет (за декабрь 2025 года рост на 1,7%). По состоянию на 1 января 2026 года коэффициент достаточности основного капитала (к1) составил 19,6%, коэффициент достаточности собственного капитала (к2) – 20,8%, что существенно превышает установленные законодательством нормативы и обеспечивает покрытие потенциальных рисков в банковском секторе.

По итогам 2025 года чистая прибыль банков составила 2,7 трлн тенге, что на 6,7% больше, чем за 2024 год. Рентабельность банковских активов (ROA) на 1 января 2026 года составила 4,2% (на 1 января 2025 года – 4,3%), рентабельность капитала (ROE) – 28,4% (на 1 января 2025 года – 30,3%).





## Финансовые показатели банков второго уровня<sup>1</sup> по состоянию на 01.12.2025 г.

№	Наименование БВУ	1000	1010	1050	1060	1100	1150	1200	1250	1300	1350	1400
		Денги	Аффинированные драгоценные металлы	Корrespondентские счета	Электронные деньги	Требования к Национальному Банку Республики Казахстан	Банкноты национальной валюты до выпуска в обращение	Ценные бумаги, учитываемые по справедливой стоимости через прибыль или убыток	Вклады размещенные в других банках	Займы, предоставленные другим банкам	Расчета с филиалами	Требования к клиентам
1	АО "Народный банк Казахстана"	222 566 650	21 861 299	1 212 561 642		290 000 000		187 835 402	678 869 143	147 967 006		11 790 171 234
2	АО "Kaspi Bank"	243 514 785		330 992 162					37 539 890			6 979 973 639
3	АО "Банк ЦентрФинанс"	240 332 259	68 763 135	738 667 876		437 016 800			201 336 144	12 873 605		4 407 267 546
4	АО "Отбасы банк"	2 555 044		145 029 120		566 988 810			19 285 234			3 808 181 875
5	АО "FortelBank"	84 806 853		252 353 752		200 000 000		20 166	25 033 120	3 338 740		27 19 063 328
6	АО "Alatau City Bank"	66 976 006	1 180 028	194 100 243		300 000 000			286 252 713	107 092 599		829 560 604
7	АО "Евразийский банк"	54 748 477	417 140	370 566 626		41 002 400		390 637	52 655 545	1 027 428		1 403 519 588
8	АО "Фридом Банк Казахстан"	46 860 285		173 135 796				564 288 955	36 496 151			977 877 890
9	АО "Bank Bank RBK"	32 695 528	1 130 618	248 403 529		41 002 400			33 975 833			1 469 160 560
10	АО "Vereke Bank" (JSC Jeshi Bank LLC (Public))	48 089 989		139 537 969		655 754 200			11 762 732			1 286 546 693
11	АО "Ситибанк Казахстан"			132 415 812		820 000 000		49 816 767	7 671 110			163 238 726
12	АО "Home Credit Bank"	10 092 959		109 302 208		156 500 000			10 908 096			884 729 071
13	АО "Алтын Банк" (JSC China Citic Bank Corporation Limited)	2 838 999		197 285 335		50 877 100			15 715 583	37 601 244		707 653 589
14	АО "Шиньган Банк Казахстан"	690 028		32 340 259		453 750 600			27 835 626	6 659 000		114 954 899
15	АО "Нурбанк"	11 234 437		26 794 194		9 000 000		15 924	5 910 448	26 966 615		294 850 761
16	АО ДП "Банк Когал в Казахстане"	1 270 693		136 441 074		296 255 400			1 025 000	6 295 241		62 945 529
17	АО "Торгово-промышленный Банк Когал в Алматы"	351 574		355 020 900		92 255 400			16 423 195			155 571 874
18	АО "КМФ Банк"	3 783 910		2 107 680		3 000 000			11 244 336			301 306 113
19	АО "ЮЧЕРНИЙ БАНК КАЗАХСТАН-ЗИРАТ ИНТЕРНЭШЛ БАНК"	1 847 995		15 468 412		68 000 000			21 093 811			173 410 169
20	ДО АО "Банк ВТБ" (Казахстан)	5 049 165		32 893 566		148 000 000			254 298			40 062 974
21	АО "Исламский Банк АДСР"	1 136 759		17 230 021		46 265 450						180 834 183
22	АО "Исламский банк "Зыяан-Банк"	3 581 449		11 591 072		5 500 000			358 580			18 789 935
23	АО "Коммерческий Банк Бэйфэй"	73 175		99 648		4 505 000						12 223 882
	<b>ИТОГ</b>	<b>1 085 096 819</b>	<b>93 352 220</b>	<b>4 864 338 894</b>		<b>4 685 673 560</b>		<b>802 367 851</b>	<b>1 421 646 588</b>	<b>349 821 477</b>		<b>38 781 885 463</b>



# О сохранении базовой ставки на уровне 18,0%

Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка Республики Казахстан принял решение установить базовую ставку на уровне 18,0% годовых с коридором +/- 1 п.п.

**Инфляция** по итогам 2025 года составила **12,3%**, соответствуя прогнозу Национального Банка. Наибольший вклад в инфляцию продолжает вносить продовольственная компонента (13,5%), в ее структуре высокий рост цен на мясо и масло обусловлен ростом издержек производства и высокими экспортными поставками. Непродовольственная инфляция несколько снизилась (11,1%) на фоне укрепления обменного курса в последние месяцы, тогда как рост цен на платные услуги замедляется (до 12,0%) вследствие административного снижения тарифов на регулируемые жилищно-коммунальные услуги.

**Месячная инфляция** в декабре 2025 года несколько ускорилась и составила 0,9%. Базовая инфляция сохраняется на повышенном уровне – 0,8%. Инфляция по-прежнему формируется в условиях, когда устойчивый внутренний спрос превышает возможности предложения. Вторичные эффекты тарифной реформы и либерализации рынка ГСМ продолжают переключиваться в ожидания и цены.

**Инфляционные ожидания** населения на год вперед выросли (**14,7%**) и остаются волатильными. Ожидания профессиональных участников рынка по инфляции на 2026 год также несколько возросли до 10,8%.

**Мировые цены на продовольствие**, несмотря на снижение в последние месяцы, все

еще остаются на повышенных уровнях. Сохраняется рост цен на зерновые и сахар. В РФ инфляция замедляется на фоне жестких денежно-кредитных условий, в ЕС остается стабильно низкой. В США ФРС продолжает постепенное снижение ставки, одновременно отмечая рост инфляционных рисков, связанных с торговой политикой. Геополитическое напряжение усиливается, что повышает неопределенность и может формировать более высокий инфляционный фон.

**Рост экономики** Казахстана в 2025 году составил **6,5%** в годовом выражении, при этом высокие темпы сохраняются в транспорте, строительстве, торговле, а также в горнодобывающей и обрабатывающей промышленности.

**Проинфляционные риски** в основном обусловлены внутренними факторами: спросом опережающим рост предложения, продолжительными вторичными эффектами от повышения регулируемых цен и ГСМ. Дополнительную неопределенность формируют параметры и формат планируемого масштабного квазифискального стимулирования, которое может снизить дезинфляционный эффект консолидации республиканского бюджета. Риски также связаны с практической реализацией налоговой реформы, предполагающей как повышение ставки НДС, так и расширение круга плательщиков, а также последующей адаптацией бизнеса в течение ближайших кварталов.

**Дезинфляционные** способствуют умеренно жесткие денежно-кредитные условия, замедление

беззалогового потребительского кредитования (рост выдач – 7,3% г/г за 11 месяцев 2025 года), сокращение избыточной ликвидности через повышение МРТ, операции по зеркаливанию покупок золота, а также укрепление курса тенге.

**Денежно-кредитная политика.** Динамика инфляционных процессов и баланса рисков соответствует прогнозам и оценкам Национального Банка. При этом внешние вызовы, неопределенность относительно масштаба воздействия изменений налоговой системы и параметров возобновления роста тарифов ЖКУ и цен на ГСМ со 2 квартала т.г. обуславливает взвешенный и осмотрительный подход к установлению базовой ставки. Таким образом, базовая ставка с высокой вероятностью будет удерживаться на текущем уровне до конца первого полугодия 2026 года.

Национальный Банк продолжит мониторинг ценовой динамики, а также оценку эффективности совместных инициатив в рамках Программы совместных действий по макроэкономической стабилизации и повышению благосостояния на 2026-2028 годы и Комплекса мер по контролю и снижению инфляции.

Очередное плановое решение Комитета по денежно-кредитной политике Национального Банка Республики Казахстан по базовой ставке будет объявлено 6 марта 2026 года в 12:00 по времени Астаны.

Более подробную информацию представители СМИ могут получить по телефону: 8 (7172) 77-52-10  
e-mail: [press@nationalbank.kz](mailto:press@nationalbank.kz) [www.nationalbank.kz](http://www.nationalbank.kz)

# Критический литературный обзор подходов к моделированию кредитного риска в банковском секторе

**АУБАКИРОВ Шакарим Ериқұлы**, старший научный сотрудник лаборатории Data Science, Казахстанско-Британский Технический университет, главный специалист управления надзора за системно значимыми банками департамента банковского регулирования, Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка, Алматы, Казахстан.

**СЕЙТКАЗИЕВА Аружан Мукашевна**, доктор экономических наук, профессор Академии корпоративного образования, Казахстанско-Британский Технический университет, Алматы, Казахстан.

## АННОТАЦИЯ

В статье представлен критический литературный обзор современных подходов к оценке кредитного риска в банковском секторе с акцентом на моделирование вероятности дефолта и портфельных потерь. Обобщаются результаты исследований по классическим статистическим скоринговым моделям, стохастическим портфельным методикам и вычислительным подходам машинного обучения, которые в последние годы активно внедряются в банковской практике. Сопоставление литературы выполнено по критериям интерпретируемости и возможности экономической трактовки результатов, требованиям к данным (объём, полнота, стабильность распределений), устойчивости к структурным сдвигам, а также регуляторной приемлемости и воспроизводимости расчётов. Показано, что повышение прогностической точности за счёт усложнения моделей часто сопровождается ростом модельного риска: снижается прозрачность принятия решений, усложняются процедуры валидации и мониторинга, усиливается чувствительность к дрейфу данных и к выбору параметров обучения. В портфельных моделях дополнительным источником неопределённости выступают допущения о гомогенности экспозиций, структуре зависимостей и параметризации факторов риска, что особенно существенно при сегментной неоднородности и концентрационных эффектах. В результате обоснована необходимость согласования требований точности, управляемости и надзорной прозрачности в рамках единого жизненного цикла модели, включающего документирование допущений, стресс-проверки, сценарный анализ и регулярную перекалибровку.

**Ключевые слова:** кредитный риск; портфельный риск; вероятность дефолта; скоринговые модели; портфельные модели; машинное обучение; модельный риск.

## Введение

Кредитный риск относится к числу ключевых факторов финансовой устойчивости банков, определяя качество активов, потребность в резервах и устойчивость капитала. Усложнение продуктовой линейки, рост объёмов розничного кредитования и усиление регуля-

торного контроля обусловили развитие модельно-ориентированного подхода к измерению риска, при котором значимость приобретают не только прогностические характеристики, но и воспроизводимость расчётов, документуемость допущений и управляемость модельного риска [1, 2]. В контексте Респу-

блики Казахстан дополнительный импульс развитию таких практик задают нормативные требования к системе управления рисками и внутреннему контролю, надзорные проверки качества активов и изменения законодательства, направленные на минимизацию рисков кредитования и защиту прав

заёмщиков [3–6]. Публичные раскрытия крупнейших банков указывают на широкое использование внутренних скоринговых контуров, процедур резервирования и портфельных ограничений, что подчёркивает практическую значимость сопоставления моделей с точки зрения управляемости и надзорной прозрачности [7–12]. В научной и прикладной литературе методы оценки кредитного риска традиционно рассматриваются на двух взаимосвязанных уровнях. На микроуровне фокусируется задача оценки вероятности дефолта отдельного заёмщика на основе финансовых, поведенческих и иных признаков, что лежит в основе скоринговых систем и процедур принятия решений. На портфельном уровне анализ смещается к распределению совокупных потерь, концентрационным эффектам и хвостовым рискам, что необходимо для расчёта экономического капитала и стресс-тестирования [1, 13]. Современный этап развития методов моделирования характеризуется одновременным расширением вычислительного инструментария и ростом требований к интерпретируемости и надзорной прозрачности. Повышение точности за счёт методов машинного обучения сопровождается усложнением валидации и мониторинга, а использование портфельных стохастических моделей усиливает зависимость результатов от структурных допущений о зависимости дефолтов и гомогенности экспозиций. Указанные обстоятельства формируют методологическую необходимость критического сопоставления моделей не только по метрикам качества, но и по устойчивости к структурным сдвигам, требованиям к данным и рискам внедрения в банковский контур управления [2, 14]. Цель настоящей обзорной статьи состоит

в критическом анализе основных классов моделей кредитного риска и выявлении условий их корректной применимости в задачах индивидуальной оценки и портфельной агрегации. Структура статьи организована следующим образом: далее формулируется методологическая рамка обзора; затем рассматриваются статистические скоринговые модели, портфельные стохастические подходы и методы машинного обучения, после чего обсуждаются практические критерии выбора моделей и перспективные направления исследований.

**Методологическая рамка критического обзора**

Логика обзора основана на разграничении уровней анализа кредитного риска и на сопоставлении классов моделей, ориентированных на различные управленческие задачи. В рамках микроуровня рассматриваются подходы, направленные на оценку риска отдельного заёмщика (скоринг и прогноз вероятности дефолта PD<sup>1</sup>), тогда как портфельный уровень предполагает моделирование совокупных потерь и концентрационных эффектов. Разделение уровней анализа принципиально важно, поскольку критерии качества и ограничения моделей на этих уровнях различаются: для скоринга доминирует точность дискриминации и стабильность калибровки, а для портфельных моделей — корректность хвостовых оценок и чувствительность к структурным допущениям [1, 13].

Для систематизации литературы выделены три блока исследований. Первый блок включает статистические скоринговые модели, формирующие базовую линию интерпретируемых оценок риска. Второй блок представлен стохастическими и актуарными портфельными методами, ориентирован-

ными на распределение потерь и стресс-сценарный анализ. Третий блок охватывает методы машинного обучения и генеративные подходы, применяемые для повышения точности и устойчивости обучения при сложных, высокоразмерных и несбалансированных данных [14, 15].

Сопоставление проводится по набору критериев, отражающих требования академической воспроизводимости и банковской практики риск-менеджмента: (I) интерпретируемость и возможность экономической трактовки; (II) требования к данным (объём, полнота, качество, устойчивость распределений); (III) устойчивость к структурным сдвигам и дрейфу данных; (IV) чувствительность к ключевым допущениям (в частности, к предпосылкам о зависимости дефолтов и гомогенности экспозиций); (V) регуляторная совместимость и управляемость модельного риска на этапах валидации, мониторинга и пересмотра модели [2]. В прикладной плоскости указанная система критериев соотносится с институциональными ограничениями и практиками риск-менеджмента, описываемыми в исследованиях и обзорах по банковскому сектору Казахстана, где подчёркиваются вопросы качества портфеля, концентраций, организационной зрелости процедур управления риском и соответствия надзорным ожиданиям [6, 16–21]. В качестве обобщающего ориентира классификация подходов к моделированию кредитного риска представлена на рис. 1. Дополнительно в табл. 1 систематизированы ключевые свойства рассматриваемых классов моделей.

<sup>1</sup>PD (*Probability of Default*) — вероятность дефолта; LGD (*Loss Given Default*) — доля потерь при дефолте; EAD (*Exposure at Default*) — величина подверженности риску на момент дефолта.

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

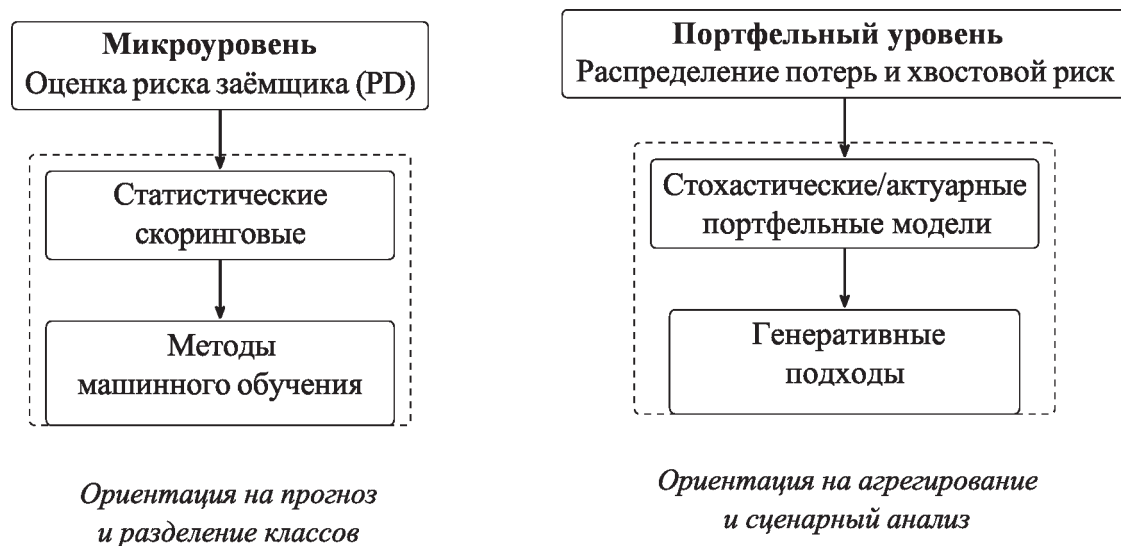


Рис. 1: Концептуальная карта классов моделей кредитного риска по уровню анализа и назначению (составлено по материалам обзора)

Таблица 1: Сравнительная характеристика подходов к моделированию кредитного риска

Класс моделей	Фокус анализа	Сильные стороны	Ключевые ограничения
Статистические скоринговые модели	Оценка риска заёмщика, PD	Прозрачность результатов; удобство документирования; устойчивые процедуры валидации	Линейные предпосылки; чувствительность к дрейфу распределений и калибровки
Портфельные стохастические и актуарные модели	Распределение совокупных потерь портфеля	Ориентация на хвостовые риски; применимость в стресс-тестировании и оценке капитала	Высокая зависимость от допущений о зависимости дефолтов и гомогенности экспозиций
Модели машинного обучения	Нелинейный прогноз риска на микроуровне	Повышение точности на высокоразмерных данных; учёт взаимодействий признаков	Снижение интерпретируемости; усложнение мониторинга и управления модельным риском
Генеративные подходы	Поддержка обучения на редких событиях	Снижение дисбаланса классов; расширение обучающих выборок при редких дефолтах	Риск искажения распределений; необходимость контроля качества синтетических данных

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР**

**Статистические скоринговые модели: роль интерпретируемости и ограничения линейных предпосылок**

Статистические скоринговые модели составляют методологическую основу микроуровневой оценки кредитного риска и традиционно реализуются в виде скоркарда, опирающегося на логистическую регрессию и связанные с ней процедуры преобразования признаков. Их устойчивое положение в банковской практике объясняется сочетанием прогнозной адекватности с формализуемой интерпретацией: вклад факторов риска может быть представлен через знаки и относительные величины коэффициентов, что упрощает документирование допущений, воспроизводимость расчётов и построение процедур независимой валидации в контуре управления модельным риском [2, 13]. Вместе с тем интерпретируемость обеспечивается ценой ограничений функциональной формы. Линейность в логит-пространстве, требования к устойчивости распределений и необходимость предварительной инженерии признаков (включая биннинг и монотонные преобразования) создают риск систематических ошибок при наличии нелинейных эффектов, взаимодействий и выраженной сегментации портфеля. В подобных условиях повышение качества дискриминации достигается либо усложнением спецификации модели за счёт ручного конструирования взаимодействий, либо переходом к более гибким вычислительным методам, что ставит вопрос о границах применимости классического скоринга как «базовой линии» сравнения [13, 14].

Критическим ограничением статистического скоринга вы-

ступает временная стабильность параметров и калибровки. Макроэкономические шоки, изменение кредитной политики и состава портфеля приводят к дрейфу данных и сдвигу условных зависимостей, вследствие чего модель может сохранять ранжирующую способность, но утрачивать корректность вероятностной интерпретации оценок PD. В рамках надзорно ориентированного подхода это требует регулярного мониторинга стабильности, стресс-проверок, перекалибровки и явной фиксации допущений о неизменности статистических связей, поскольку именно на этих элементах замыкается баланс между точностью, управляемостью и регуляторной приемлемостью модели [1, 2].

**Портфельные стохастические модели: оценка распределения потерь и чувствительность к допущениям**

Портфельные стохастические модели фокусируются на распределении совокупных потерь и, в отличие от скоринга, описывают риск на уровне агрегирования: ключе-

вым результатом выступают хвостовые характеристики потерь, используемые в оценке экономического капитала и стресс-тестировании. В данной постановке центральным объектом анализа становится не индивидуальная оценка PD, а совместное влияние структуры экспозиций и зависимостей дефолтов на итоговую вариабельность потерь; согласование таких оценок с декомпозицией риска на PD, LGD и EAD повышает сопоставимость результатов, но усиливает требования к корректности допущений и качеству данных [1, 13]. Актуарная линия портфельного моделирования (включая CreditRisk<sup>+</sup>) строится на вероятностном описании числа дефолтов и позволяет эффективно получать распределение потерь при явном учёте факторной компоненты риска. Практическая привлекательность подобных схем связана с вычислительной экономичностью и с ориентацией на редкие события, что делает их удобными для сценарных расчётов и регулярных пересчётов риск-метрик при обновлении портфеля [1].

Таблица 2. Ключевые допущения портфельных стохастических моделей (сжатое представление)

Компонент	Типовое допущение и практическая уязвимость
<b>Число дефолтов</b>	Пуассоновская/условно-пуассоновская динамика; риск неверной спецификации интенсивности при смене режима и сегментации [1].
<b>Зависимость дефолтов</b>	Факторная структура и условная независимость;
	чувствительность хвостовых оценок к числу факторов и их калибровке [13]. Гомогенность и концентрации
<b>Гомогенность и концентрации</b>	Укрупнение портфеля по «корзинам»; возможное смещение VaR/ES3 при наличии крупных экспозиций и неоднородных LGD [1]

<sup>2</sup>CreditRisk+ — актуарная портфельная модель кредитного риска, в которой число дефолтов моделируется пуассоновским процессом с учётом общих (систематических) факторов риска.

Сильные стороны портфельных моделей проявляются при корректной калибровке зависимостей и при достаточной granularity сегментации, однако именно структурные предпосылки становятся источником повышенной неопределённости. Как следует из табл. 2, наибольшая чувствительность возникает при переходе от «среднего» режима к стрессовому: изменения корреляционной структуры, рост концентраций и неоднородность экспозиций способны существенно изменить оценки хвостового риска даже при близких средних потерях [1, 13].

В регуляторно ориентированной практике применение портфельных стохастических моделей требует усиленного контроля модельного риска: документирования допущений, проверки устойчивости параметров, сопоставления альтернативных спецификаций зависимости и регулярного сценарного анализа. При таком подходе портфельная модель рассматривается не как «единственный» источник истины, а как инструмент, чьи результаты должны быть интерпретируемы в терминах риск-факторов и воспроизводимы в процедурах валидации и мониторинга [2].

#### **Машинное обучение и генеративные подходы: повышение точности и рост модельного риска**

Методы машинного обучения расширяют инструментарий микроуровневого прогнозирования кредитного риска за счёт способности извлекать нелинейные закономерности и учитывать взаимодействия признаков без жёстких предпосылок о функциональной форме. В прикладных исследованиях ансамбли деревьев решений, градиентный бустинг и нейронные сети демонстрируют улучшение метрик дискриминации по сравнению с классическими скоринговыми моделями, особенно

на высокоразмерных и слабо структурированных наборах данных, где существенную роль играют скрытые зависимости и неоднородность поведенческих паттернов [13, 14, 22].

Повышение точности сопровождается ростом требований к управлению модельным риском и к воспроизводимости результатов. Снижение интерпретируемости усложняет экономическую трактовку факторов риска и формирование причинно-следственных объяснений, а чувствительность к настройке гиперпараметров, выбору схемы валидации и дрейфу данных повышает вероятность деградации качества при смене макроэкономического режима и кредитной политики. В регуляторно ориентированной логике это означает необходимость расширенного контроля жизненного цикла модели: фиксации предпосылок, мониторинга стабильности входных распределений, стресс-проверок, а также сопоставления

альтернативных спецификаций и процедур объяснимости в целях надзорной прозрачности [2, 23].

Генеративные подходы, в частности GAN<sup>4</sup>, рассматриваются как вспомогательный механизм повышения качества обучения при редких дефолтах и выраженной несбалансированности классов за счёт синтетического расширения обучающей выборки. Потенциальный выигрыш связан с уменьшением смещения в сторону «недефолтного» класса и с повышением устойчивости оценок PD в сегментах с малым числом наблюдений; одновременно возникает риск искажения совместных распределений признаков и

«переноса» артефактов генератора в итоговую предиктивную модель. Вследствие этого применение синтетических данных требует процедур контроля качества (сравнение распре-

делений, проверка сохранения зависимостей, тесты на утечки и переобучение), а также документирования ограничений применимости для обеспечения воспроизводимости и регуляторной приемлемости; отдельное внимание в прикладной литературе уделяется вопросу организационной готовности банков к внедрению AI/ML-решений в риск-контуре [2, 15, 24--26].

#### **Заключение**

В статье представлен критический обзор ключевых классов моделей кредитного риска с разграничением микроуровневых задач (оценка PD и поддержка решений в скоринге) и портфельных задач (распределение потерь, хвостовой риск, стресс-тестирование). Сопоставление подходов выполнено по критериям интерпретируемости и экономической объяснимости, требованиям к данным, устойчивости к структурным сдвигам, чувствительности к допущениям и регуляторной приемлемости, что отражено в концептуальной карте (рис. 1) и обобщающей сравнительной систематизации (табл. 1). На этой основе показано, что развитие инструментария следует траектории усложнения моделей, однако прирост прогностической точности не является достаточным условием практической состоятельности, если нарушаются требования воспроизводимости и управляемости модельного риска [2, 13].

Отмечено, что статистический скоринг сохраняет значение «базовой линии» благодаря прозрачности коэффициентов и формализуемости процедур валидации, но ограничен линейными предпосылками и уязвим к дрейфу данных и деградации калибровки при смене макроэкономического режима [2, 13]. Портфельные стохастические модели, включая актуарные схемы CreditRisk+, ориентированы на оценку хвостовых характеристик потерь и потому

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР**

релевантны задачам капитала и сценарного анализа, однако демонстрируют высокую чувствительность к параметризации зависимости дефолтов, степени гомогенности экспозиций и концентрационным эффектам; данные источники неопределённости в сжатом виде зафиксированы в табл. 2 [1, 13]. Для современных методов машинного обучения подтверждается тенденция к повышению дискриминирующей способности на сложных, высокоразмерных данных, но одновременно усиливаются риски непрозрачности, сложность

<sup>4</sup>GAN (*Generative Adversarial Network*) — класс генеративных нейросетевых моделей, обучаемых в состязательном режиме «генератор–дискриминатор». мониторинга и зависимость результатов от дизайна обучения и выбора гиперпараметров [2, 13, 14]. В части генеративных техно-

логий GAN и связанных подходов подчёркнут двойственный эффект: синтетическое расширение данных потенциально снижает дисбаланс классов и повышает устойчивость обучения при редких дефолтах, но может исказить совместные распределения признаков и переносить артефакты в предиктивную модель, что снижает надёжность оценок PD и усложняет регуляторную экспертизу [2, 15, 24]. В связи с этим авторская позиция сводится к необходимости трактовать выигрыш в точности как компромисс с модельным риском: при росте сложности модели возрастают требования к качеству данных, документированию допущений, стресс-проверкам, независимой валидации и регулярной перекалибровке.

Итоговый вывод заключается в отсутствии универсально доминирующей модели кредитного риска: выбор определяется постановкой задачи (скоринг

либо портфельное агрегирование), доступностью и стабильностью данных, ограничениями интерпретируемости и стандартами надзорной прозрачности. Дополнительным ограничением для практической реализации выступают макроэкономические и институциональные факторы, влияющие на долговую нагрузку домохозяйств и на качество заёмщиков, что повышает значимость согласования модельных предпосылок со сценарным анализом и надзорными стресс-тестами [6, 17, 27]. Перспективным направлением обозначены комбинированные (гибридные) решения, согласующие микро- и портфельный уровень за счёт сочетания интерпретируемых базовых моделей, более гибких ML-подходов и процедур повышения устойчивости обучения на несбалансированных данных, при условии формализации жизненного цикла модели и воспроизводимости результатов [2, 14, 15].

**Список литературы**

- ZHENZHEN HUANG and YUE KUEN KWOK. Efficient risk measures calculations for generalized creditrisk+ models. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 24(02):2150012, March 2021. ISSN 1793-6322. doi: 10.1142/s0219024921500126. URL <http://dx.doi.org/10.1142/S0219024921500126>.
- Basel Committee on Banking Supervision. Newsletter on artificial intelligence and machine learning. Technical report, Basel Committee on Banking Supervision, 2023. URL <https://www.bis.org>. Модельный риск, интерпретируемость, надзор за ML-моделями.
- Национальный Банк Республики Казахстан. Правила формирования системы управления рисками и внутреннего контроля для банков второго уровня. Нормативный правовой акт, 2019. URL <https://www.gov.kz>. Обязательные требования к управлению кредитным риском, резервированию и валидации моделей.
- Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка. Результаты оценки качества активов банковского сектора Республики Казахстан

- (aqr). Отчет надзорного органа, 2024. URL <https://www.gov.kz>. Пост экспозиций стадии Stage 3, концентрация проблемных кредитов, требования к резервированию.
- Парламент Республики Казахстан. О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам минимизации рисков при кредитовании, защиты прав заемщиков, совершенствования регулирования финансового рынка и исполнительного производства. Закон Республики Казахстан № 97--VIII от 19.06.2024, 2024. URL <https://www.gov.kz>. Запрет кредитования при NPL90+, ограничения DTI, ГЭСВ, реструктуризация.
- International Monetary Fund. Republic of kazakhstan: Financial system stability assessment. *Financial System Stability Assessment*, 2024. URL <https://www.imf.org>. Credit risk, stress testing, macroprudential measures.
- Halyk Bank of Kazakhstan. Annual report. Annual Report, 2024. URL <https://halykbank.kz>. Credit risk management, NPL, IFRS 9, internal scoring.
- Kaspi Bank. Annual report. Annual Report,

2024. URL <https://ir.kaspi.kz>. Retail credit risk, scoring models, portfolio quality.

9. Bank CenterCredit. Annual report. Annual Report, 2024. URL <https://bcc.kz>. Credit portfolio, provisioning, risk governance.

10. ForteBank. Annual report. Annual Report, 2024. URL <https://fortebank.com>. Risk appetite, credit losses, internal limits.

11. Freedom Finance Bank. Risk management disclosure. Risk management disclosure, 2024. URL

<https://bankffin.kz>. Рост NPL, резервирование, результаты надзорной оценки.

12. Ranking.kz. Банковский сектор Казахстана: активы, кредиты, npl. Интернет-ресурс, 2025. URL <https://ranking.kz>. Статистика топ-10 банков.

13. Luana Cristina Rogoian, Andreea Elena Croicu, and Laura Andreea Iancu. Modern approaches in credit risk modeling: A literature review. *Proceedings of the International Conference on Business Excellence*, 17(1):1617–1627, July 2023. ISSN 2558-9652. doi: 10.2478/picbe-2023-0145. URL <http://dx.doi.org/10.2478/picbe-2023-0145>.

14. Victor Chang, Sharuga Sivakulasingam, Hai Wang, Siu Tung Wong, Meghana Ashok Ganatra, and Jiabin Luo. Credit risk prediction using machine learning and deep learning: A study on credit card customers. *Risks*, 12(11):174, November 2024. ISSN 2227-9091. doi: 10.3390/risks12110174. URL <http://dx.doi.org/10.3390/risks12110174>.

15. Xueping Zhu, Suzani Mohamad Samuri, Lin Qin, and Muhamad Hariz Muhamad Adnan. Integrating generative adversarial networks and stacked autoencoder neural networks for enhanced credit risk assessment in fintech. *International Journal of Entrepreneurship and Management Practices*, 8(29):01–13, March 2025. ISSN 2600-8750. doi: 10.35631/ijemp.829001. URL <http://dx.doi.org/10.35631/IJEMP.829001>.

16. Perizat Buzaubayeva, Aigul Orazbayeva, Gulzhan Alina, Zamzagul Baimagambetova, and Gulzhihan Kenges. Enhancing financial performance and risk management in kazakhstan's banking sector. *Banks and Bank Systems*, 19(1):157–169, March 2024. ISSN 1991-7074. doi: 10.21511/bbs.19(1).2024.14. URL [http://dx.doi.org/10.21511/bbs.19\(1\).2024.14](http://dx.doi.org/10.21511/bbs.19(1).2024.14).

17. Makpal Nurpeissova, Gaukhar Saimagambetova, Aizhan Omarova, Bibigul Saubetova,

and Zhanat Baishukurova. Kazakhstan's banking sector: Between domestic regulation and macroeconomic trends. *Eurasian Journal of Economic and Business Studies*, 69(1):64–80, March 2025. ISSN 2789-8253. doi: 10.47703/ejeb.v69i1.464. URL <http://dx.doi.org/10.47703/ejeb.v69i1.464>.

18. D. Kerimkulova, M. Zholamanova, and I. Larionova. Trends in ensuring financial stability of the banking sector of kazakhstan. *ECONOMIC SERIES OF THE BULLETIN OF THE L.N. GUMILYOV ENU*, (2):198–208, 2022. ISSN 2789-4320. doi: 10.32523/2789-4320-2022-2-198-208. URL <http://dx.doi.org/10.32523/2789-4320-2022-2-198-208>.

19. L. Baibulekova, G. Lukhmanova, N. Zaitenova, and A. Musina. Analysis of measures of anti-crisis regulation of the kazakhstan's banking sector. *Bulletin of the National Engineering Academy of the Republic of Kazakhstan*, 3(77):134–140, October 2020. ISSN 2709-4707. doi: 10.47533/2020.1606-146x.20. URL <http://dx.doi.org/10.47533/2020.1606-146X.20>.

20. Dinara Sh. Kuatbekova and Makpal T. Zholamanova. Increasing the stability of the banking system in accordance with basel iii requirements. *Economic Series of the Bulletin of the L. N. Gumilyov Eurasian National University*, (2):136–142, 2023. ISSN 2789-4320. doi: 10.32523/2079-620X-2021-2-136-142.

21. M.KH. Abdinova and A.E. Azharbayeva. Credit risk management of a commercial bank: Problems and solutions (on the example of jsc “halyk bank”). *THE BULLETIN*, 4(404):304–316, August 2023. ISSN 2518-1467. doi: 10.32014/2023.2518-1467.552. URL <http://dx.doi.org/10.32014/2023.2518-1467.552>.

22. Ayagoz Mukhanova, Madiyar Baitemirov, Azamat Amirov, Bolat Tassuov, Valentina Makhmatova, Assemgul Kaipova, Ulzhan Makhazhanova, and Tleugaisha Ospanova. Forecasting credit-worthiness in credit scoring using machine learning methods. *International Journal of Electrical and Computer Engineering (IJECE)*, 14(5):5534, October 2024. ISSN 2088-8708. doi: 10.11591/ijece.v14i5.pp5534-5542. URL <http://dx.doi.org/10.11591/ijece.v14i5.pp5534-5542>.

23. Nicholas Dacre, Odai AlJaloudi, M.K.S. Al-Mhdawi, Mouhamed Thiam, Muath Abdel Qader, and Abroon Qazi. Examining the impact of credit risk management challenges on bank performance: The mediating role of best practices. *SSRN Electronic Journal*, 2024. ISSN 1556-5068. doi: 10.2139/ssrn.5024281. URL <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5024281>.

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР**

org/10.2139/ssrn. 5024281.

24. Suresh Moolchandani. The integration of generative ai in credit risk management. International Journal of Management IT and Engineering, 14(2):9--21, 2024.

25. Komal Goyal, Megha Garg, and Shruti Malik. Adoption of artificial intelligence-based credit risk assessment and fraud detection in the banking services: a hybrid approach (sem-ann). Future Business Journal, 11(1), March 2025. ISSN 2314-7210. doi: 10.1186/s43093-025-00464-3.

URL <http://dx.doi.org/10.1186/s43093-025-00464-3>.

26. Dauren Darkenbayev. Big data processing on the example of credit scoring. Journal of Problems in Computer Science and Information Technologies, 1(3), October 2023. ISSN 2958-0846. doi: 10.26577/1i32jpcsit2307. URL <http://dx.doi.org/10.26577/1i32jpcsit2307>.

27. Martin Melecky and Florin Dansaescu. New beginnings: Resolving consumer insolvencies in central asia. World Bank Policy Blog, 2024.

**АҢДАТПА**

Мақала банк секторындағы кредиттік тәуекелді бағалаудың қазіргі тәсілдеріне арналған сыни әдеби шолуды ұсынады және дефолт ықтималдығын, сондай-ақ портфельдік шығындарды модельдеуге басымдық береді. Жұмыста классикалық статистикалық скорингтік модельдер, стохастикалық портфельдік әдістер және машиналық оқытуға негізделген есептеу тәсілдері бойынша зерттеулер нәтижелері жүйеленеді. Әдебиеттерді салыстыру түсіндірмелілік және экономикалық интерпретация мүмкіндігі, деректерге қойылатын талаптар (көлемі, толықтығы, үлестірімдердің тұрақтылығы), құрылымдық өзгерістерге орнықтылық, сондай-ақ реттеушілік тұрғыдан қабылдануы мен есептеулердің қайта өндірілуі өлшемдері бойынша жүргізіледі. Талдау модель күрделенген сайын болжау дәлдігі көбіне артқанымен, модельдік тәуекелдің де ұлғаятынын көрсетеді: шешім қабылдау логикасының ашықтығы төмендейді, валидация және мониторинг рәсімдері күрделенеді, деректер дрейфіне және оқыту параметрлеріне сезімталдық өседі. Портфельдік модельдерде белгісіздік көздері ретінде экспозициялардың біртектілігі, тәуелділіктер құрылымы және тәуекел факторларын параметрлеу туралы жорамалдар ерекше рөл атқарады, әсіресе сегменттік әркелкілік пен шоғырлану әсерлері жағдайында. Осыған байланысты модельдің өмірлік циклі шеңберінде дәлдік, басқарылуы және қадағалау талаптарын келісу қажеттілігі негізделеді.

**Түйінді сөздер:** *кредиттік тәуекел; портфельдік тәуекел; дефолт ықтималдығы; скорингтік модельдер; портфельдік модельдер; машиналық оқыту; модельдік тәуекел.*

**ABSTRACT**

The paper provides a critical literature review of contemporary approaches to credit risk assessment in the banking sector, with an emphasis on modelling probability of default and portfolio loss distributions. Evidence from studies on classical statistical scoring models, stochastic portfolio frameworks, and machine-learning-based methods is synthesised and compared along several dimensions: interpretability and economic explainability, data requirements (sample size, completeness, stability of distributions), robustness to structural shifts, and regulatory acceptability and reproducibility. The review shows that gains in predictive accuracy achieved by increasing model complexity often come at the cost of higher model risk: reduced transparency of decision logic, more demanding validation and monitoring procedures, and greater sensitivity to data drift and training design choices. For portfolio models, additional uncertainty arises from structural assumptions on exposure homogeneity, dependence modelling, and factor parametrisation, which can materially affect tail-risk estimates in the presence of segmentation and concentration effects. The findings support the need to balance accuracy, governance, and supervisory transparency within a coherent model life cycle that includes explicit documentation of assumptions, stress checks and scenario analysis, and regular recalibration.

**Keywords:** *credit risk; portfolio risk; probability of default; scoring models; portfolio models; machine learning; model risk.*

# Особенности фондирования банковского сектора Республики Казахстан и факторы их формирования

**ЖОЛДАСБАЕВА Камилла Нурлановна,**  
 Центр прикладных финансов БШ, НАО «Университет  
 Нархоз»

## АННОТАЦИЯ

В статье рассматриваются особенности фондирования банков второго уровня Республики Казахстан и факторы, определяющие его формирование, на основе агрегированных статистических данных банковского сектора. Анализ охватывает депозитную базу, валютную и инструментальную структуру пассивов, а также роль макроэкономических и институциональных условий в формировании сложившейся модели фондирования.

**Ключевые слова:** фондирование, ресурсная база, депозитный портфель, депозитная база

### 1. Введение

Фондирование банков второго уровня является ключевым элементом функционирования банковского сектора и определяет условия формирования его ресурсной базы. Состав источников привлечённых средств, их валютная и инструментальная структура, а также степень зависимости от отдельных форм фондирования формируются под воздействием совокупности макроэкономических, институциональных и поведенческих факторов.

В последние годы условия формирования фондирования определялись сочетанием высокой роли депозитной базы, изменяющейся макроэкономической среды, инфляционных и валютных колебаний, а также институциональных мер, направленных на поддержание устойчивости финансовой системы. Эти факторы оказывали непосредственное влияние на структуру пассивов банков и характер использования альтернативных источников фондирования.

В настоящей статье проводится анализ особенностей фондирования банков второго уровня Республики Казахстан и факторов, определяющих его формирование, на основе агрегированных статистических данных банковского сектора.

### 2. Условия и факторы формирования фондирования банков второго уровня

Существенное влияние на формирование фондирования оказывают макроэкономические параметры, прежде всего инфляционная динамика, процентные условия и валютная среда. Изменения инфляции и уровня процентных ставок отражаются на предпочтениях экономических агентов при размещении средств и, тем самым, влияют на состав депозитной базы банков. Валютные условия, в свою очередь, определяют структуру обязательств по валютам и степень использования депозитов в иностранной валюте, что особенно значимо для экономик с исторически высокой долларизи-

зацией.

В периоды макроэкономической нестабильности возрастает значение институциональных механизмов, поскольку они сглаживают реакцию депозитной базы на внешние шоки и формируют условия для сохранения ресурсной устойчивости банков.

Дополняющим элементом процесса формирования фондирования выступает состояние финансового рынка и доступность недепозитных источников ресурсов. Ограниченная глубина рынка долговых инструментов и сравнительно высокая стоимость рыночных заимствований сдерживают использование облигаций в качестве полноценной альтернативы депозитам. В результате депозитная база сохраняет доминирующее значение в структуре фондирования банков второго уровня.

В совокупности условия формирования фондирования банковского сектора носят комплексный характер и определяются сочетанием макроэ-

**АНАЛИТИКА**

кономической среды, институциональной рамки и рыночных возможностей. Эти факторы формируют устойчивую модель фондирования банков второго уровня и предопределяют направления её изменения, что находит отражение в текущих тенденциях фондирования банковского сектора Республики Казахстан.

**3. Текущие тенденции в фондировании банковского сектора Республики Казахстан**

Анализ статистических материалов банковского сектора позволяет рассмотреть, каким образом формируется текущая конфигурация фондирования банков второго уровня и какие изменения происходят внутри ресурсной базы.

Рассмотрим, как изменялась структура фондирования в 2018-2025 гг. на рисунке 1.

доля которых на протяжении всего периода остается близкой к 69%. Незначительная доля заёмных средств и выпущенных ценных бумаг свидетельствует о вспомогательной роли недепозитных источников в формировании пассивов банковского сектора и сравнительно высокой стоимости альтернативных источников привлечения ресурсов, сдерживающей их более активное использование. Рост доли нераспределённой прибыли в структуре пассивов отражает усиление роли внутренних источников фондирования, однако масштаб данного фактора остаётся ограниченным и не приводит к пересмотру базовой модели фондирования.

В совокупности представленная структура свидетельствует о том, что формирование фондирования банков второго уровня в значитель-

структура депозитов сохраняет смешанный характер, сочетая срочные формы вкладов с существенной долей текущих счетов и средств до востребования. Такая конфигурация фондирования формируется в условиях изменяющихся процентных и макроэкономических условий и отражает стремление вкладчиков к поддержанию ликвидности при одновременном использовании инструментов с фиксированным сроком размещения средств. Изменения долей отдельных видов вкладов позволяют рассматривать депозитную структуру как адаптивный элемент фондирования, который реагирует на внешние условия, сохраняя при этом свою доминирующую роль в ресурсной базе банковского сектора.

Далее рассмотрим изменение валютной структуры депозитов банков второго уровня в 2018-2025 гг. (Рис.3).



**Рисунок 1. Структура фондирования БВУ РК по состоянию на 01.01.2018 г., 01.01.2021 г., 01.01.2025 г.**

Примечание: составлено на основе Источника [1]

Фондирование банковского сектора Республики Казахстан в 2018-2025 гг. характеризуется преобладанием депозитной модели – во все рассматриваемые периоды ключевую роль в формировании фондирования играют вклады клиентов,

ной степени определяется устойчивостью депозитной базы и институциональными условиями её функционирования, тогда как влияние рыночных источников остаётся вторичным (Рис.2).

В течение 2018-2025 гг.

зитов банков второго уровня в 2018-2025 гг. (Рис.3).

На рисунке 5 в течение всего периода наблюдается устойчивое сокращение доли депозитов в иностранной валюте – с 47,6% в 2018 году до 26,8% в 2025 году – при соот-

## АНАЛИТИКА



**Рисунок 2. Структура депозитного портфеля БВУ РК по видам вкладов за 2018-2025 гг., %**

Примечание: составлено на основе Источника [2]



**Рисунок 3. Валютная структура депозитного портфеля БВУ РК, %**

Примечание: составлено на основе Источника [2]

ветствующем росте депозитов в национальной валюте. Данная динамика является свидетельством постепенного снижения валютной сегментации депозитного портфеля банков и ослаблении зависимости структуры пассивов от колебаний обменного курса.

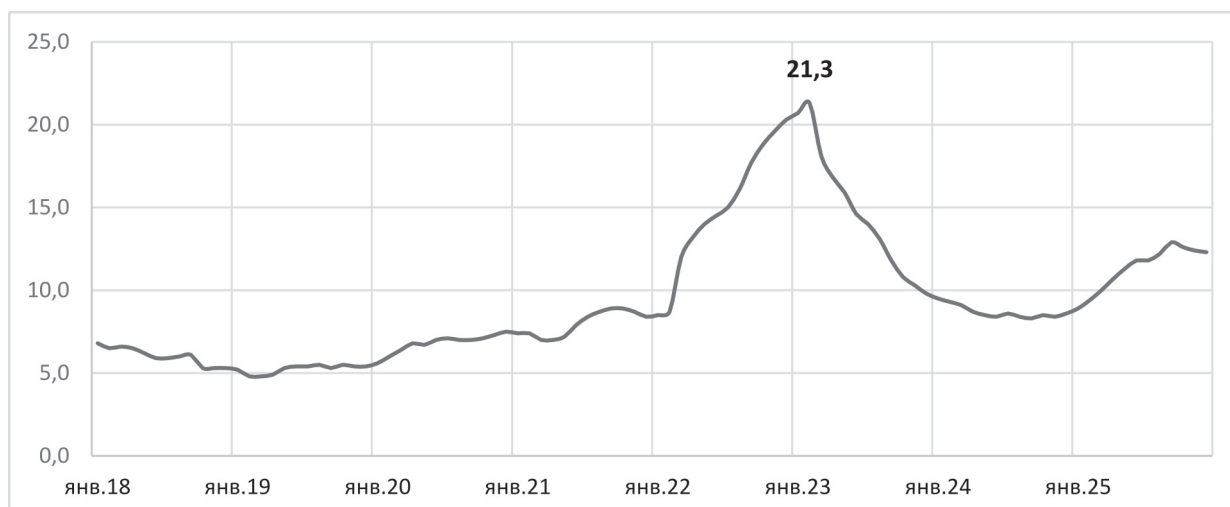
Рост доли депозитов в национальной валюте способствует повышению предсказуемости и управляемости фондирования в условиях проведения денежно-кредит-

ной политики в тенге, снижая валютные несоответствия в балансе банковского сектора.

Вместе с тем, сохранение значимой доли валютных депозитов означает, что валютный фактор продолжает играть роль в формировании структуры фондирования банков второго уровня и обуславливает необходимость его учёта при анализе особенностей фондирования банковского сектора.

Рисунок 4 демонстрирует

динамику инфляции в годовом выражении в Республике Казахстан в рассматриваемый период. Представленные данные демонстрируют изменение макроэкономических условий, в рамках которых формировались решения вкладчиков и банков по размещению и привлечению средств. Резкий рост инфляции в 2022-начале 2023 года привёл к существенному снижению реальной доходности депозитов и усилил неопределённость условий



**Рисунок 4. Годовой уровень инфляции в 2018-2025 гг., %**

Примечание: составлено на основе Источника [3]

сбережения.

В таких условиях формирование фондирования банковского сектора происходило в среде повышенной чувствительности вкладчиков к сохранности и ликвидности средств, а также к институциональным гарантиям. Последующее замедление инфляции сопровождалось стабилизацией макроэкономических условий, однако уровень инфляции оставался выше докризисных значений, что продолжало оказывать влияние на структуру депозитной базы.

На устойчивость депозитного фондирования в 2022-2023 годах также повлияли институциональные меры поддержки вкладчиков. Как показано на рисунке 5, максимальные ставки по депозитам на начало 2023 года не обеспечивали положительной реальной доходности, что создавало предпосылки для оттока средств. В этих условиях значимую роль в формировании условий фондирования сыграли институциональные меры поддержки вкладчиков. Введение программы защиты тенговых вкладов было направлено на поддержание доверия к депозитным инструментам и сохранение ресурсной базы банковского сектора в период повы-

шенной макроэкономической неопределённости.

Ограниченность депозитной базы как единственного источника устойчивого фондирования актуализирует использование альтернативных инструментов привлечения ресурсов. В этой связи отдельный интерес представляет активность банков на рынке долговых ценных бумаг как источника недепозитного фондирования.

Рисунок 6 демонстрирует параметры размещений корпоративных облигаций отдельными банками второго уровня Республики Казахстан в 2025 году. Представленные данные показывают, что банки используют облигационные заимствования преимущественно как инструмент привлечения ресурсов на фиксированных условиях, дополняющий депозитное фондирование. Для банков, осуществлявших размещения облигаций с различными параметрами доходности, в анализе использованы максимальные значения ставок. Доходности по новым выпускам характеризуются существенной дифференциацией по уровню доходности, отражающее различия в условиях заимствований и индивидуальных характеристиках

банков-эмитентов.

В совокупности использование облигационных заимствований отражает институциональные и рыночные условия формирования фондирования банков второго уровня, в рамках которых депозитная база сохраняет доминирующее значение, а альтернативные источники выполняют вспомогательную функцию.

#### 4. Заключение

Проведённый анализ показал, что фондирование банков сохраняет выраженную ориентацию на депозитные источники, которые формируют базовую конфигурацию ресурсной базы и определяют устойчивость привлечения средств в изменяющихся макроэкономических условиях. Результаты исследования показывают, что особенности фондирования банков второго уровня Республики Казахстан формируются под воздействием совокупности поведенческих, макроэкономических и институциональных факторов при ограниченной роли альтернативных источников привлечения средств. Сложившаяся модель фондирования характеризуется устойчивостью базовой структуры при изменении её внутренних параме-

## АНАЛИТИКА

тров, что определяет направления дальнейшей адаптации ресурсной базы банковского сектора.

Таким образом, полученные результаты позволяют обобщить выявленные факторы формирования структуры фондирования банков второго уровня Республики Казахстан в виде следующих характеристик:

- поведение вкладчиков, определяющее структуру де-

позитной базы и соотношение срочных и отзывных форм вкладов;

- макроэкономические условия, включая инфляционную и валютную динамику, формирующие предпочтения экономических агентов при размещении средств;

- валютные ожидания, влияющие на соотношение депозитов в национальной и иностранной валюте и степень валютной сегментации пассивов;

- институциональная среда, включая механизмы защиты вкладов, обеспечивающая сохранение депозитной базы в периоды макроэкономической нестабильности;

- рыночные условия привлечения ресурсов, определяющие характер использования недепозитных источников фондирования и их роль в структуре пассивов банков.

#### Список использованных источников:

1. Сведения о структуре фондирования БВУ РК за 2018-2025 гг. – <https://nationalbank.kz/file/download/115527>
2. Сведения о структуре вкладов БВУ РК за 2018-2025 гг. – <https://nationalbank.kz/file/download/115518>
3. Индекс цен и тарифов на потребительские товары и услуги по Республике Казахстан ежемесячно за 2000-2025 гг. – <https://stat.gov.kz/api/iblock/element/1550/file/ru/>
4. Максимальные ставки вознаграждения КФГД по депозитам. Хронология с 01.01.2018 г. по 01.04.2024 гг. – <https://kdif.kz/bankam/predelnye-stavki-voznagrashdeniya/?ysclid=lvfci995md94884525>
5. Инфляционные тенденции за декабрь 2022 года – <https://www.nationalbank.kz/file/download/87113>
6. Аналитика рынка ценных бумаг по состоянию на 01.01.2026 г. – [https://kase.kz/files/presentations/ru/26\\_01\\_01\\_KASE\\_ru.pdf](https://kase.kz/files/presentations/ru/26_01_01_KASE_ru.pdf)

#### АҢДАТПА

Мақалада Қазақстан Республикасының екінші деңгейлі банктерінің қаржыландыруының ерекшеліктері және оның қалыптасуын айқындайтын факторлар банк секторының агрегатталған статистикалық деректері негізінде қарастырылады. Талдау депозиттік базаны, пассивтердің валюталық және құралдық құрылымын, сондай-ақ қалыптасқан қаржыландыру моделін айқындаудағы макроэкономикалық және институционалдық жағдайлардың рөлін қамтиды.

#### ABSTRACT

The article examines the features of funding of second-tier banks in the Republic of Kazakhstan and the factors determining its formation, based on aggregated statistical data from the banking sector. The analysis covers the deposit base, the currency and instrument composition of liabilities, as well as the role of macroeconomic and institutional conditions in shaping the prevailing funding model.

# Долговая нагрузка домохозяйств как фактор системных рисков финансового рынка: международные подходы и казахстанская модель регулирования

ТУКУШЕВА Жанел Махмутқызы, ОП «Финансовый аналитик», Центр прикладных финансов БШ, НАО «Университет Нархоз»

## Аннотация

В статье анализируется долговая нагрузка домохозяйств как фактор формирования системных рисков финансового рынка. Рассматриваются теоретические подходы и международная практика оценки долговой нагрузки, включая агрегированные и borrower-based показатели. Проведено сопоставление зарубежных моделей макропруденциального регулирования с казахстанской практикой, ориентированной преимущественно на микропруденциальную оценку заёмщиков. Показано, что отсутствие агрегированных показателей долговой нагрузки домохозяйств в Казахстане ограничивает возможности мониторинга системных рисков и требует дальнейшего развития макропруденциального инструментария.

**Ключевые слова:** Казахстан, долговая нагрузка домохозяйств, системные риски, финансовая стабильность, borrower-based меры, макропруденциальное регулирование.

## 1. Введение

Долговая нагрузка казахстанских домохозяйств стала значимым фактором системных рисков для финансового рынка. Активный рост потребительского кредитования, особенно необеспеченных займов, усиливает уязвимость финансовой системы. Несмотря на существующие регуляторные меры, закредитованность населения остается высокой. Основными причинами являются доступность кредитных продуктов, расширение необеспеченного кредитования и недостаточная финансовая грамотность. В условиях

инфляции и роста стоимости жизни долговая нагрузка повышает вероятность просрочек по задолженностям и дефолтов, что может повлиять на устойчивость банковского сектора.

Несмотря на действующие механизмы регулирования, высокая закредитованность казахстанских домохозяйств остается актуальной проблемой и несет риски для финансовой стабильности. Рост потребительского кредитования увеличивает просроченную задолженность, снижает качество банковских активов и усиливает системные риски. В

долгосрочной перспективе это может привести к росту проблемных активов и снижению доверия к финансовым институтам.

Целью настоящей статьи является анализ теоретических подходов к оценке долговой нагрузки домохозяйств и выявление ее роли в формировании системных рисков финансового рынка с учетом международной практики и особенностей казахстанской модели регулирования.

## 2. Теоретические подходы к оценке долговой нагрузки домохозяйств

Долговая нагрузка домохозяйств представляет собой один из ключевых интегральных показателей финансовой устойчивости населения и одновременно важнейший индикатор состояния финансового сектора. В международной практике под долговой нагрузкой домохозяйств понимают совокупность накопленных долговых обязательств домохозяйства и долю текущих доходов, необходимых для их обслуживания.

В зависимости от концептуальных приоритетов национальных регуляторов различают показатели «запаса», отражающие отношение совокупного долга к уровню доходов, и показатели «потока», измеряющие текущую платёжную нагрузку. Такое разделение позволяет учитывать как долговую устойчивость в статике, так и чувствительность домохозяйств к изменениям экономической среды, включая процентные, инфляционные и доходные шоки.

В развитых финансовых системах показатели долговой нагрузки стандартизированы и применяются на национальном уровне. В Соединённых Штатах Америки Федеральная резервная система публикует агрегированный показатель Debt Service Ratio (DSR), отражающий долю располагаемого дохода, направляемую на обязательные платежи по кредитам. Благодаря публикации с 1980-х годов и прозрачной методологии данные индикаторы используются для анализа долговых циклов и оценки финансовой устойчивости [1][2].

В странах Европейского союза регулирование долговой нагрузки домохозяйств осно-

вано на применении borrower-based ограничений, включающих показатели loan-to-value (LTV), loan-to-income (LTI), debt-to-income (DTI) и debt service-to-income (DSTI). Они используются для предупреждения рисков, связанных с перегревом ипотечных рынков, и позволяют ограничивать чрезмерный рост кредитования на ранней стадии [3][4].

### 3. Долговая нагрузка домохозяйств как фактор системных рисков

В современной теории финансовой стабильности под системными рисками финансовой системы понимаются риски нарушения предоставления финансовых услуг, влекущие ухудшение финансового состояния всей финансовой системы или ее части и (или) подрывающие ее стабильное функционирование [5]. В совместном определении Международного валютного фонда, Совета по финансовой стабильности и Банка международных расчётов системный риск трактуется как риск нарушения финансовых услуг, обусловленный нарушением всей или части финансовой системы и способный оказывать серьезное негативное влияние на реальный сектор экономики [6].

Связь долговой нагрузки домохозяйств с системными рисками формируется через несколько каналов. Рост платёжной нагрузки при неизменном или падающем доходе увеличивает вероятность дефолтов домохозяйств, ухудшает качество кредитных портфелей банков и приводит к росту резервов и требований к капиталу. Ухудшение балансов банков сдерживает кредитное предложение, усилива-

ет спады в потреблении и инвестициях и может запустить кредитно-долговой цикл. Высокий уровень долговой нагрузки ограничивает способность домохозяйств сглаживать экономические шоки, усиливая чувствительность потребления к изменению процентных ставок, инфляции и занятости.

Международная практика демонстрирует, что агрегированные показатели долговой нагрузки используются в качестве ключевых индикаторов финансовой стабильности. В Европейском союзе borrower-based меры рассматриваются как важный инструмент предотвращения накопления уязвимостей на рынке недвижимости.

### 4. Международные модели borrower-based регулирования

В странах Европейского союза отдельные государства закрепляют жесткие лимиты долговой нагрузки. Так, Болгарский национальный банк ввел ограничения по LTV, DSTI и сроку кредитования, допускающие ограниченную долю исключений [7]. Во Франции действует обязательное ограничение DSTI на уровне 35% при выдаче новых жилищных кредитов с установленным максимальным сроком кредитования и механизмом надзорной гибкости [8][9][10].

В Великобритании применяется комбинированный подход, включающий контроль накопленной долговой нагрузки через ограничение доли ипотечных кредитов с высоким LTI и стресс-тестирование платёжеспособности заёмщиков. Данные меры направлены на снижение рисков перегрева ипотечного рынка и повыше-

**АНАЛИТИКА**

ние устойчивости домохозяйств к процентным шокам [11][12].

Страны Азии демонстрируют более жесткие модели регулирования. В Сингапуре используется показатель total debt servicing ratio (TDSR), ограничивающий долю дохода, направляемую на обслуживание всех долгов. В Республике Корея внедрена система stress DSR, предусматривающая расчет долговой нагрузки с учетом стрессовой процентной надбавки, что усиливает устойчивость домохозяйств к изменению процентных ставок [13].

**5. Казахстанская модель регулирования долговой нагрузки**

На фоне развитой нормативной базы зарубежных стран казахстанский подход к оценке долговой нагрузки домохозяйств имеет иную конструкцию. В Казахстане основной акцент сделан на расчёте индивидуальной долговой нагрузки заёмщика. Ключевыми инструментами выступают коэффициент долговой нагрузки (КДН) и коэффициент долга к доходу (КДД) [14].

Коэффициент долговой нагрузки рассчитывается как отношение совокупной величины ежемесячных платежей по всем непогашенным займам заёмщика к его среднему ме-

сячному доходу. Регулятором установлен предельный уровень КДН в размере 50% для большинства заёмщиков и 25% для заёмщиков повышенного риска. Данный показатель применяется в качестве микропруденциального фильтра при оценке платёжеспособности физического лица.

Коэффициент долга к доходу отражает отношение общего объёма долгов к годовому доходу заёмщика. На момент внедрения данного показателя регулятором был выбран поэтапный подход без установления жестких нормативных порогов, с целью накопления статистических данных для последующей калибровки.

Важной особенностью казахстанской модели является отсутствие агрегированных макроуровневых данных по показателям КДН и КДД. Данные коэффициенты не публикуются в виде средних значений или распределений по сектору домохозяйств и не используются напрямую в системе макропруденциального мониторинга. В отличие от развитых стран, в Казахстане отсутствуют публичные показатели совокупной платёжной нагрузки домохозяйств, что затрудняет оценку фаз кредитного цикла и накопления системных рисков.

**6. Заключение**

Таким образом, долговая нагрузка домохозяйств представляет собой не только частный финансовый параметр, но и ключевой элемент формирования системных рисков финансового рынка. Международная практика демонстрирует эффективность borrower-based мер регулирования, основанных на использовании агрегированных показателей долговой нагрузки и стресттестирования платёжеспособности заёмщиков.

Казахстанская модель регулирования ориентирована преимущественно на микропруденциальный уровень и не сопровождается развитием системы агрегированных индикаторов долговой нагрузки домохозяйств. Отсутствие таких показателей снижает возможности раннего выявления системных уязвимостей и ограничивает эффективность макропруденциальной политики.

Создание и регулярная публикация агрегированных показателей долговой нагрузки, а также интеграция данных индикаторов в систему мониторинга финансовой стабильности могут способствовать повышению устойчивости финансового рынка и снижению системных рисков, связанных с ростом за кредитованности населения.

**Список литературы**

1. Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Household Debt Service Payments as a Percent of Disposable Personal Income [TDSP], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/TDSP>, January 20, 2026. <https://fred.stlouisfed.org/series/TDSP>
2. Federal Reserve Bank of New York, Research and Statistics group, Quarterly report

on household debt and credit, November 2025 <https://www.newyorkfed.org/microeconomics/hhdc>

3. European Systemic Risk Board, European System of Financial Supervision, The ESRB handbook on operationalising macroprudential policy in the banking sector [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrb.handbook\\_](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrb.handbook_)

mp180115.en.pdf

4. European Systemic Risk Board [https://www.esrb.europa.eu/national\\_policy/other/html/index.en.html](https://www.esrb.europa.eu/national_policy/other/html/index.en.html)

5. Национальный Банк Республики Казахстан <https://nationalbank.kz/ru/page/sifi>

6. Bank for International Settlements <https://www.bis.org/publ/othp08.htm>

7. Bulgarian National Bank, Press release, 2024 [https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPpressReleases/POPDate/PR\\_20240911\\_1\\_EN](https://www.bnb.bg/AboutUs/PressOffice/POPpressReleases/POPDate/PR_20240911_1_EN)

8. The High Council for Financial Stability (HCSF), Decision № D-HCSF-2023-02 [https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/hcsf/Decision\\_mesure\\_immobilier\\_2023-2.pdf?v=1690789101](https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/Decision_mesure_immobilier_2023-2.pdf?v=1690789101)

9. The High Council for Financial Stability (HCSF), Decision № D-HCSF-2021-07 [https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/hcsf/D-HCSF-2021-7\\_sign%C3%A9e.pdf](https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/D-HCSF-2021-7_sign%C3%A9e.pdf)

10. The High Council for Financial Stability (HCSF), Press Release, 2023 [https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/hcsf/20230911\\_HCSF\\_Press\\_Release\\_20230911.pdf?v=1694488101](https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/20230911_HCSF_Press_Release_20230911.pdf?v=1694488101)

[https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/hcsf/231204HCSF\\_CP\\_en.pdf?v=1702575224](https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/231204HCSF_CP_en.pdf?v=1702575224)

11. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/Records/fpc/2014/1407.aspx>

12. Bank of England, Record of the Financial Policy Committee Meeting on 21 June 2017 <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/record/2017/financial-policy-committee-meeting-june-2017.pdf?la=en&hash=F3702890C3F76408B42937A616CF96A5967A4AC5>

13. Russell J Kelsall, FCA publishes policy statement setting out changes making it easier for borrowers to re-mortgage, Consumer Finance Law Legal issues for the UK, Consumer finance industry, 22 July 2025 <https://consumerfinancelaw.co.uk/wp/2025/07/22/fca-publishes-policy-statement-setting-out-changes-making-it-easier-for-borrowers-to-re-mortgage/>

14. Агентством по регулированию и развитию финансового рынка, постановление Правления от 16 августа 2024 года № 63 <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/press/news/details/830981?>

#### Аңдатпа

Мақалада үй шаруашылықтарының қарыз жүктемесі қаржы нарығындағы жүйелік тәуекелдердің қалыптасу факторы ретінде қарастырылады. Қарыз жүктемесін бағалаудың теориялық тәсілдері мен халықаралық тәжірибесі, оның ішінде жинақталған және borrower-based көрсеткіштер талданады. Шетелдік макропруденциялық реттеу модельдері мен Қазақстандағы негізінен микропруденциялық бағалауға бағытталған тәжірибе салыстырылады. Қазақстанда үй шаруашылықтарының қарыз жүктемесінің жинақталған көрсеткіштерінің болмауы жүйелік тәуекелдеріне мониторинг жасау мүмкіндіктерінің шектейтінін көрсетеді.

**Түйін сөздер:** Қазақстан, үй шаруашылықтарының қарыз жүктемесі, жүйелік тәуекелдер, қаржылық тұрақтылық, borrower-based шаралар, макропруденциялық реттеу.

#### Abstract

The article examines household debt burden as a factor contributing to systemic risks in the financial market. The study reviews theoretical approaches and international practices for assessing household indebtedness, including aggregated and borrower-based indicators. International macroprudential frameworks are compared with the Kazakhstani approach, which is mainly focused on microprudential borrower assessment. The paper shows that the absence of aggregated household debt indicators in Kazakhstan limits the effectiveness of systemic risk monitoring and highlights the need for further development of macroprudential regulation.

**Keywords:** *Kazakhstan, household debt burden, systemic risk, financial stability, borrower-based* measures, macroprudential regulation.

# Отчет AQR 2025

## Предисловие

*Уважаемые читатели,*

Представляю вашему вниманию регулярный отчет Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка о результатах регулярной оценки качества активов (банковского сектора). Публикация настоящего отчета отражает институционализацию регулярной оценки качества активов (как одного из ключевых инструментов государственной политики в сфере обеспечения финансовой стабильности). AQR окончательно закрепился как обязательный элемент риск ориентированной модели банковского надзора и как механизм прямого влияния на качество управления кредитным риском в банковском секторе.

Ежегодное проведение AQR формирует для банков устойчивые и недвусмысленные надзорные ожидания. Банки обязаны не только обеспечивать формальное соответствие регуляторным требованиям, но и выстраивать внутренние процессы управления рисками таким образом, чтобы качество активов, корректность классификации кредитов и адекватность провизий подтверждались независимой надзорной оценкой. Практика AQR наглядно демонстрирует, что системные недостатки в управлении кредитным риском неизбежно трансформируются в надзорные меры и капитальные требования.

По итогам 2024 года банковский сектор Республики Казахстан функционировал в условиях сохраняющейся внешней неопределенности и повышенной волатильности финансовых потоков. В этих условиях AQR подтвердил способность надзорной системы своевременно выявлять уязвимости и предотвращать накопление рисков, потенциально угрожающих финансовой стабильно-



**Мадина АБЫЛКАСЫМОВА**, Председатель Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка

сти. Полученные результаты свидетельствуют о достаточном уровне устойчивости банковского сектора и о постепенном улучшении качества кредитных портфелей крупнейших банков.

В текущем цикле AQR в периметр оценки были включены 11 крупнейших банков, аккумулирующих 86 активов сектора. Такой охват позволяет Агентству применять единый и сопоставимый подход к оценке кредитного риска, обеспечивать равные надзорные условия и исключать регуляторный арбитраж. Оценка проводилась на основе полностью внедренных принципов МСФО 9 с использованием количественных моделей и экспертного надзорного суждения.

Регулярная оценка качества активов получила положительное признание со стороны международных финансовых организаций и рейтинговых агентств. Последовательность надзорных действий и прозрачность методологии AQR стали одним из факторов повышения оценки институциональной среды и улучшения рейтинговых позиций банков-

ского сектора, включая повышение оценки BICRA.

Агентство рассматривает AQR не как статичный инструмент, а как развивающийся элемент надзорной системы. В среднесрочной перспективе предусмотрено расширение периметра оценки за счет включения дополнительных видов рисков и более глубокой интеграции результатов AQR с процессами SREP и надзорного стресс тестирования. Это позволит усилить связь между выявленными рисками и индивидуальными надзорными требованиями к капиталу и управлению.

Настоящий отчет предназначен для профессиональных участников финансового рынка и отражает позицию Агентства в части допустимого уровня кредитного риска и требований к системам управления рисками. Агентство исходит из того, что устойчивость банковской системы является зоной совместной ответственности регулятора и банков, при этом соблюдение надзорных ожиданий является обязательным условием стабильного развития финансового сектора Республики Казахстан.

## КЛЮЧЕВАЯ ИНФОРМАЦИЯ

11  
БАНКОВ87%  
ССУДНОГО  
ПОРТФЕЛЯ86%  
АКТИВОВ1 299  
ИНД. ЗАЕМЩИКОВ8,7%  
ДОЛЯ СТАДИИ 3377,4  
млрд. тенге  
Δ ПРОВИЗИИк1 17,7%  
(↓-0,8 п.п.)7,1%  
ПОКРЫТИЕ  
ПРОВИЗИЯМИПЕРИМЕТР И ОБЪЕМ  
ДАННЫХ

В 2025 году в периметр регулярного AQR вошли 11 банков, что составляет 86% активов системы.

Оценка была произведена по состоянию на 01.01.2025г. Общий размер задолженности\* составил 32,8 трлн. тенге, из них 9,9 трлн. тенге, или 30,2%, было оценено на индивидуальной основе.

Индивидуальные заемщики – 1 299 заемщиков и 580 созаемщиков и гарантов – оценивались при помощи Скоринговой модели и рейтинговой модели ARES. Общий объем залогового обеспечения всех индивидуальных заемщиков составил около 36,6 тыс. залогов на об-

щую сумму 50,8 трлн. тенге.

37,7 млн. займов с общей задолженностью 22,9 трлн. тенге оценивались на коллективной основе при помощи автоматизированной статистической модели.

Треть задолженности представлена беззалоговыми потребительскими займами (11 трлн. тенге).

## РЕЗУЛЬТАТЫ AQR 2025

Уровень достаточности собственного капитала 11 банков оценен в размере 17,7%, что **значительно выше минимального нормативного требования.**

Снижение общего уровня достаточности капитала в сравнении с оценками банков состави-

ло 0,8 п.п. Доля стадии 3 была оценена в размере 8,7% (7,5% по оценкам банков). Доля стадии 3 снизилась по сравнению с AQR 2024 года на 1,1 п.п., доля стадии 2 увеличилась с 3,3% до 3,5%. Различие в оценке требуемого размера провизий между банками и оценкой AQR составило 377,4 млрд. тенге, уменьшившись по сравнению с 2024 годом на 37,7 млрд. тенге. Доля корректировок провизий от EAD составила 1,15%, что показало снижение по сравнению с прошлым годом на 0,35 п.п.

В сравнении с AQR 2024 года наибольшее снижение объема дополнительных провизий зафиксировано по портфелю инвестиционных займов (на 61,6 млрд тенге), преимущественно за счет сокращения дополнительных провизий по коллективным займам. Указанная динамика обусловлена, с одной стороны, проведенной банками работой по учету ранее выданных рекомендаций в части расчета и сбора статистики возвратов по дефолтным займам, используемой при оценке параметров LGD, а с другой - снижением вероятности дефолта по данному портфелю. В совокупности данные факторы свидетельствуют об улучшении оценки кредитного риска и отсутствии необходимости в формировании дополнительных провизий по портфелю инвестиционных займов.

Результаты AQR, проведенного в 2025 году **показали более высокое качество кредитов**, что отражает эффект общего увеличения размера задолженности и улучшения финансового состояния заемщиков по отдельным портфелям.

Сегментация EAD по портфелям  
(трлн. тенге)

	Займы крупному бизнесу (CORLAR) 4,7	Займы малому бизнесу (RETSML) 4,5
	Автокредиты (RETCAR) 3,6	Займы среднему бизнесу (CORMED) 2,5
Беззалоговые потребительские займы (RETCON) 11,0	Инвест. Займы (CORINV) 3,3	Ипотека (RETEST) 2,5

\*Здесь и далее термины «EAD» и «задолженность» используются как взаимозаменяемые.

**АРРФР РК**

**АНАЛИЗ  
ИНДИВИДУАЛЬНЫХ  
ЗАЙМОВ**

По сравнению с AQR 2024 года задолженность индивидуальных заемщиков возросла на 273 млрд. тенге, или 2,8%. Однако это не привело к существенному увеличению размера дополнительных провизий, которые в 2025 году сложились на уровне **107 млрд. тенге**, против **124 млрд. тенге** в 2024 году. Наибольшее снижение дополнительных провизий наблюдается по нескольким крупным заемщикам, отнесенным в 3 стадию. В стадию 2 реклассифицировано 40 индивидуальных заемщиков, в стадию 3 – 18 индивидуальных заемщиков. Наибольший объем EAD в 2025 году был сосредоточен в портфелях займов крупному бизнесу (**4,1 трлн. тенге**) и инвестиционных займов (**2,3 трлн. тенге**). Наибольшие реклассификации займов в стадию 3 наблюдались по портфелям инвестиционных займов и займов субъектам среднего предпринимательства. При этом наибольшая доля стадии 3 как по оценкам банков, так и по оценке AQR наблюдается в **портфелях** займов субъектам малого предпринимательства и займов выданных на приобретение и строительство недвижимости. В разрезе отраслей экономики наибольший объем реклассификаций наблюдается по отраслям «Обрабатывающая промышленность» (119,7 млрд. тенге) и «Прочие отрасли» (100 млрд. тенге).

Учет залогового обеспечения по индивидуальным заемщикам в 2025 году, как и в 2024 году, осуществлялся по уточненным коэффициентам ликвидности, основанных на статистике реализации залогового обеспечения. По наиболее часто встречающимся видам залогов статистика реализации была разделена на подвиды.

**АНАЛИЗ  
КОЛЛЕКТИВНЫХ  
ЗАЙМОВ**

Основными факторами возникновения дополнительных

провизий по однородным займам являются:

- реклассификации займов в худшую стадию обесценения;
- применение единого определения дефолта;
- пересчет PD;
- изменение LGD.

Для учета коротких сроков розничных кредитов, также как и в 2024 году, при оценке PD по крупным портфелям беззалоговых потребительских займов и автокредитов в 2025 году использовались данные о квартальных переходах займов по стадиям обесценения, что позволило повысить точность оценки PD и привело к росту оценок

провизий в рамках AQR.

Как и в 2024 году, дополнительные провизии по портфелям однородных залоговых займов во многом объясняются подходом банков к расчету LGD, который учитывает дисконтированную стоимость действующего залогового обеспечения, в то время как методология регулярного AQR основывается на подтвержденной статистике возвратов по дефолтным/ списанным займам.

Портфель*	Ср.взв. PD стадии 1	Ср.взв. LGD портфеля
RETCON	6,7%	51,5%
RETCAR	6,3%	45,0%
RETEST	1,1%	56,8%
RETSML	5,9%	49,3%
CORCOR	3,9%	45,3%

Вследствие общего прироста портфелей, размер дополнительных провизий по однородным займам, в сравнении с AQR 2024 года, уменьшился на 20,9 млрд. тенге и составил 270,1 млрд. тенге.



Наибольший прирост дополнительных провизий по однородным займам в сравнении с AQR 2024 года наблюдается по портфелям RETCON (+61,3 млрд. тенге) и RETCAR (+14,0 млрд. тенге).

**ХАРАКТЕРИСТИКА  
ЗАЕМЩИКОВ ФЛ**

Ниже представлена краткая справка по 7.3 млн. заемщикам-физическим лицам в периметре AQR 2025. Например, в

разрезе гендеров можно сравнить такие метрики, как средний размер задолженности, среднее время нахождения в дефолте и доля погашений в статистике возвратов.

**ГЕНДЕРНЫЙ АНАЛИЗ: Кредитный портфель**

	
<b>ДОЛЯ ЗАЕМЩИКОВ В ССУДНОМ ПОРТФЕЛЕ</b>	
45,2%	54,8%
<b>СРЕДНИЙ РАЗМЕР ЗАДОЛЖЕННОСТИ</b>	
2,5 МЛН. ТЕНГЕ	2,1 МЛН. ТЕНГЕ
<b>СРЕДНЕЕ ВРЕМЯ НАХОЖДЕНИЯ В ДЕФОЛТЕ</b>	
735 ДНЕЙ	710 ДНЕЙ
<b>ДОЛЯ EAD В СТАТИСТИКЕ ВОЗВРАТОВ</b>	
56,2%	43,8%
<b>ДОЛЯ ЗАЕМЩИКОВ В СТАТИСТИКЕ ВОЗВРАТОВ</b>	
55%	45%
<b>ДОЛЯ ПОГАШЕНИЙ В СТАТИСТИКЕ ВОЗВРАТОВ</b>	
55%	45%

\*Описание сегментации приведено на [стр. 9](#)

АРРФР РК

СТАРТОВАЯ ТОЧКА AQR 2025

В 2025 году периметр регуляционного AQR вошли 11 банков, что составляет 86% активов системы.  
В сравнении с отчетной датой

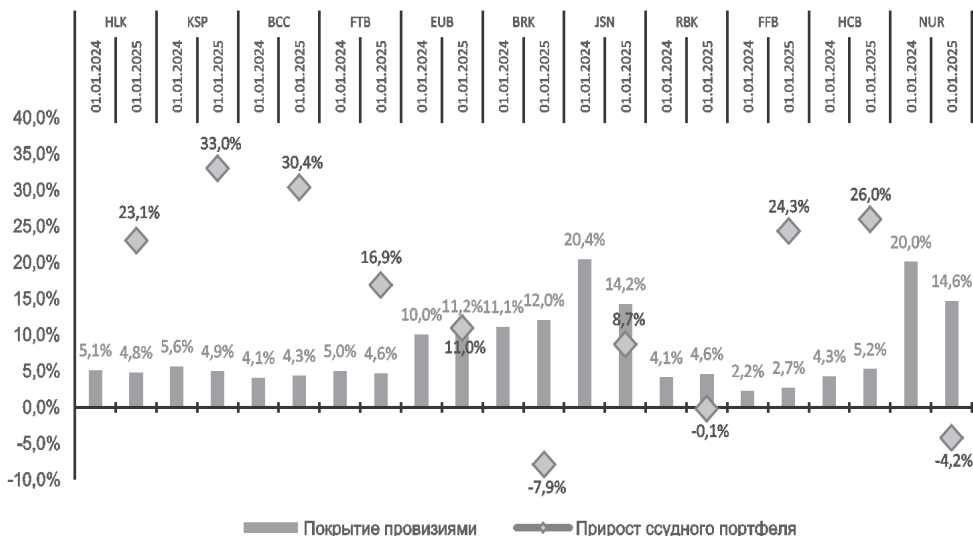
прошлого AQR наблюдается прирост ссудного портфеля по всем банкам, кроме АО «Bereke Bank» (ДБ Leshya Bank LLC (Public)), АО «Нурбанк» и АО «Банк «Bank

RBK». При этом покрытие провизиями уменьшилось у АО «Alatau City Bank», АО «Kaspi Bank», АО «ForteBank», АО «Народный Банк Казахстана», АО «Нурбанк».

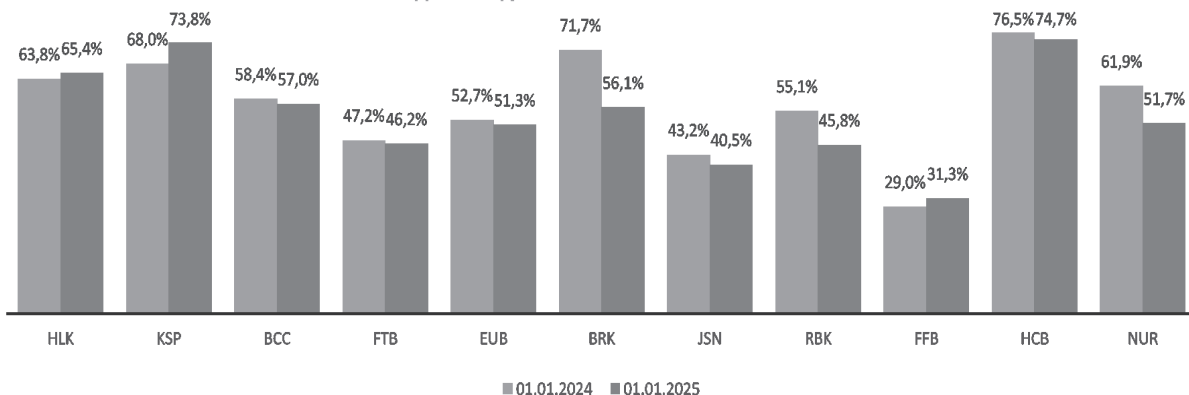
ДОЛЯ В ССУДНОМ ПОРТФЕЛЕ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА НА 01.01.2025Г.

Halyk	32,8%
Kaspi	16,9%
centercredit	11,2%
Forte	5,3%
Eurasian Bank	4,5%
Bereke Bank	3,8%
Alatau City Bank	3,8%
RBK	3,1%
FREEDOM BANK	2,2%
HOME CREDIT BANK	2,2%
NURBANK	0,8%
<b>Итого</b>	<b>87%</b>

ПОКРЫТИЕ ПРОВИЗИЯМИ И ПРИРОСТ ССУДНОГО ПОРТФЕЛЯ



ДОЛЯ ССУДНОГО ПОРТФЕЛЯ В АКТИВАХ



Периметр AQR включает как активы, так и условные обязательства.

АКТИВЫ

- займы овердрафт;
- кредитные карточки клиентов;
- краткосрочные займы, предоставленные клиентам;
- долгосрочные займы, предоставленные клиентам.

УСЛОВНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

- финансовые гарантии;
- аккредитивы;
- кредитные линии;
- кредитные карты.

АКТИВЫ  
**52,8**  
трлн. тенге



ССУДНЫЙ ПОРТФЕЛЬ  
**31,0**  
трлн. тенге



## МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

### СЕГМЕНТАЦИЯ

Сегментация займов была произведена в целях объединения схожих по степени кредитного риска кредитов в портфели. Займы банков условно были разделены на 8 портфелей. Ввиду низкого уровня кредитного риска и незначительного уровня задолженности портфель займов государственным корпорациям был исключен из периметра анализа 2025 года.

### ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ДАННЫХ РСР И РАСХОЖДЕНИЯ

Согласно единому подходу к сегментации займы разделяются по портфелям в зависимости от степени кредитного риска. Так, среди займов юридическим лицам, не отнесенным к заемщикам из сектора государственных корпораций, в отдельные портфели выделяются инвестиционные займы и займы на строительство и приобретение недвижимости. Прочие займы юридических лиц и ИП разделяются по портфелям в соответствии с категориями предпринимательства согласно данным РСР.

При сравнении информации банков о категориях предпринимательства заемщиков и аналогичных данных РСР было выявлено расхождение в сегментации на общую сумму 3,9 трлн. тенге, что составляет 11,8% от общего EAD.

Наибольшие расхождения были зафиксированы по субъектам, относящимся к малому предпринимательству: 7,1% от общего EAD было некорректно классифицировано банками как займы субъектам крупного или среднего предпринимательства. Данные различия объясни-

Код	Портфель
CORCOR	Корпоративные займы
COREST	Займы, выданные на приобретение и строительство недвижимости
CORINV	Инвестиционные займы
CORLAR	Прочие займы субъектам крупного предпринимательства
CORMED	Прочие займы субъектам среднего предпринимательства
RETRET	Розничные займы
RETEST	Займы физ. лиц, обеспеченные жилой недвижимостью
RETCAR	Автокредиты и прочие обеспеченные займы физ. лиц
RETCON	Потребительские кредиты, кредитные карты и прочие займы физ. лиц
RETSML	Займы субъектам малого предпринимательства

мы особенностями подходов банков к классификации заемщиков, удовлетворяющих потребностям банков в определении уровня концентрации кредитного риска (подход к сегментации, основанный на размере задолженности) и требуемому уровню granularity сегментации, а также возможностям банков по обновлению данных по заемщикам.

### ПРОВЕРОЧНАЯ МОДЕЛЬ AQR

В случае наличия существенных различий между провизиями регулярного AQR и провизиями банка анализируется эффект LGD и PD, включая эффект реклассификации займов.

• **Оценка займов на индивидуальной основе:** По индивидуальному заемщику, задолженность которых превышает 0,2% от собственного капитала банка, анализ резервирования производится в блоке индивидуальной оценки с применением моделей оценки финансового состояния заемщиков: Ско-

ринговой модели и модели PD ARES. По прочим займам анализ производится в блоке коллективного резервирования, который в свою очередь базируется на расчете вероятности дефолта (PD) и уровня потерь в случае дефолта (LGD).

• **Оценка займов на коллективной основе – EAD/CCF:** При расчете EAD был использован подход по прогнозированию использования внебалансовых обязательств в соответствии со стандартами Базельского комитета и ПП НБРК № 170.

• **Оценка займов на коллективной основе – PD:** Проверочная модель использует матрицы миграции займов для определения PD.

• **Оценка займов на коллективной основе – LGD:** Значения LGD рассчитываются по методу цепных лестниц с учетом времени нахождения в дефолте и вероятных сценариев развития событий, предполагая, что ожидаемый уровень потерь увеличивается с увеличением времени нахождения в дефолте.

## КАЧЕСТВО ДАННЫХ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОШИБКИ

Результаты регулярного AQR критически зависят от качества входных данных, в связи с чем Агентство осуществляет комплексные проверки качества и полноты информации, получаемой от банков-участников. По итогам

AQR 2025 года отмечается существенное улучшение качества предоставляемых данных, что во многом обусловлено тем, что банки-участники заблаговременно готовятся к проведению AQR и направляют информацию в установлен-

ных форматах, с корректным и полным заполнением шаблонов. Вместе с тем в ходе отработки качества предоставляемой банками информации Агентство продолжает выявлять следующие типовые ошибки:

### МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОШИБКИ

- отражение списаний сумм по кредиту как погашений;
- отсутствие вынужденных реструктуризаций в событиях дефолта;
- использование различных определений дефолта при расчете PD/ LGD / CCF;
- некорректный учет ПСКО-займов;
- полностью отсутствует либо находится на стадии разработки методология прогнозирования использования внебалансовых обязательств;
- расчет CCF производится на основании статистики по недефолтным кредитным линиям;
- отсутствие разделения кредитных линий на возобновляемые и невозобновляемые при расчете CCF;
- для расчета CCF либо отсутствует статистика, либо используется неполная статистика.
- некорректное заполнение финансовых показателей и данных по залоговому обеспечению;
- осуществление консолидации при отсутствии подтверждения солидарной ответственности консолидируемых субъектов;
- некорректное осуществление консолидации финансовой отчетности заемщиков, гарантов и созаемщиков;

### НЕДОСТАТКИ ВНУТРЕННЕГО КОНТРОЛЯ

- в отдельных банках сохраняются неэффективно выстроенные системы контроля качества данных, предоставляемых в рамках регулярного AQR;
- в отдельных банках отсутствует преемственность и взаимозаменяемость сотрудников, ответственных за сбор и предоставление данных в рамках регулярного AQR;
- в отдельных банках отсутствует координация между подразделениями либо между банком и его ОУСА.

### ТЕХНИЧЕСКИЕ ОШИБКИ

- **низкий уровень соответствия** данных, предоставляемых в шаблонах, выявленный при сверке с первичными документами, кредитным регистром и проведении межформенных и межвременных контролей;
- **технические ошибки:** наличие дублирующихся данных, неверные единицы измерения числовых значений, включение технических проводок в качестве реального погашения, несоблюдение требуемых форматов данных, отраженных в инструкциях к шаблонам, а также видоизмененные шаблонов, непоследовательное заполнение идентификаторов заемщиков в разных шаблонах и пр.;
- **неоднородные/ неполные данные:** частичное предоставление либо полное отсутствие документов по заемщикам/ залогам и т.д.;
- **некорректное формирование статистики:** статистики погашений (включение дефолтов, произошедших вне анализируемый временного горизонта, неполнота данных, отсутствие критериев дефолта помимо «90+»; статистики реализации залогового имущества (отражение в шаблонах одних и тех же залогов одновременно и на балансе банка, и в статистике реализации);
- **несоответствие данных в разных итерациях:** сохранение ошибок при повторном предоставлении одного и того же шаблона и появление новых ошибок;
- **отсутствие пояснений** к изменениям в данных.

В рамках AQR 2025 года Агентство, как и в рамках AQR 2024 года, направит в банки-участники письма, содержащие перечень наиболее часто встречающихся ошибок и рекомендации по устранению последних. Выявленные методологические несоответствия будут учтены в рамках постоянного надзорного процесса. Кроме того, Агентство продолжит практику проведения обучающих сессий для банков по заполнению шаблонов данных в рамках регулярного AQR.

## ОБЩИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ AQR 2025

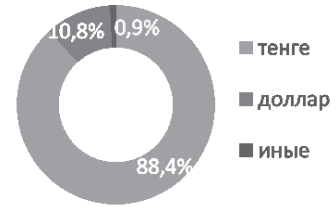
### EAD

Общая сумма под риском (EAD) составила 32,8 трлн. тенге, что на 5,4 трлн. тенге, или 19,7% больше EAD прошлого года. 57,8% от EAD представлено залоговыми займами (+1,5 п.п. в сравнении с прошлым годом). EAD физи-

ческих лиц составляет 59,4%. 98,0% EAD приходится на резидентов РК.

### В РАЗРЕЗЕ ВАЛЮТ

Структура валют представлена займами, выданными в тенге (88,4%), в долларах США (10,7%) и в иных валютах (0,9%).



### ЭФФЕКТ ССФ

В результате анализа по отдельным продуктам отдельных банков была принята статистика по использованию внебалансовых обязательств, применяемая при расчете ССФ. По остальным случаям, где значения ССФ, используемые банками, не были статистически под-

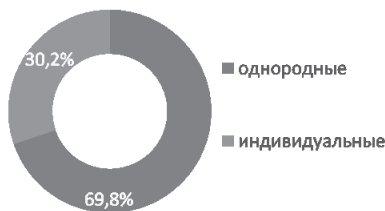
тверждены, были использованы значения ССФ в соответствии с методологией регулярного AQR. Средневзвешенный ССФ по результатам AQR составил 39,7%. В результате, увели-

Год	трлн. тенге			
	Баланс	Внебаланс	ССФ	EAD
2024	24,1	7,5	43,4%	27,4
2025	29,6	7,8	39,7%	32,8

чение EAD по данным AQR по сравнению с данными банков составило 9,6%.

### ПО МЕТОДУ ОЦЕНКИ

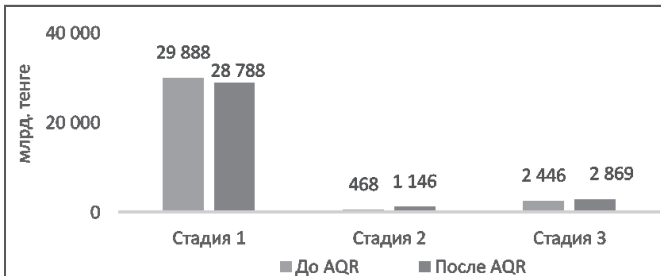
9,9 трлн. тенге, или 30,2% от общего EAD, было проанализировано на индивидуальной основе.



### В РАЗРЕЗЕ СТАДИЙ

Ниже представлено распределение EAD по стадиям кредитного обесценения при определении стадий, в соответствии с методиками формирования провизий банков (до AQR) и по данным AQR. По

периметру AQR доля NPL90+ составляет 4,1%, доля стадии 3 по данным банков – 7,5%, доля стадии 3 по данным AQR – 8,7%.



### В РАЗРЕЗЕ СТАДИЙ

По оценкам AQR в сравнении с оценками банков доля стадии 2 возросла на 678,1 млрд. тенге с 1,4% до 3,5%, а доля стадии 3 увеличилась на 422,4 млрд. тенге с 7,5% до 8,7%. Таким образом, по оценкам AQR банками не было

признано обесценение по займам в размере 1,3% от общего EAD. Доля стадии 3 снизилась по сравнению с AQR 2024 года на 1,1 п.п. Наблюдаемое улучшение кредитного качества отражает эффект общего прироста портфеля, улучшение финансового со-

стояния заемщиков по отдельным портфелям, а также работу банков по списанию, погашению и формированию провизий по проблемным заемщикам.

### ОЦЕНКА ПРОВИЗИЙ

По состоянию на 01.01.2025г. банками было сформировано 1,9 трлн. провизий. По оценке AQR размер провизий должен составлять 2,3 трлн. тенге. Таким образом, по результатам AQR расхождение в оценочном и фактическом размере провизий составило 377,4 млрд. тенге, или 19,5%, из них: по 3 стадии 191,8 млрд. тенге, по 2 стадии – 46 млрд. тенге, по

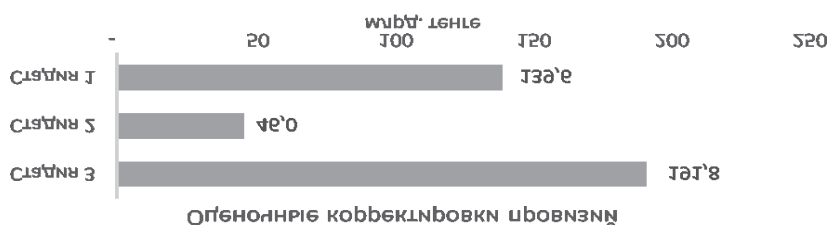
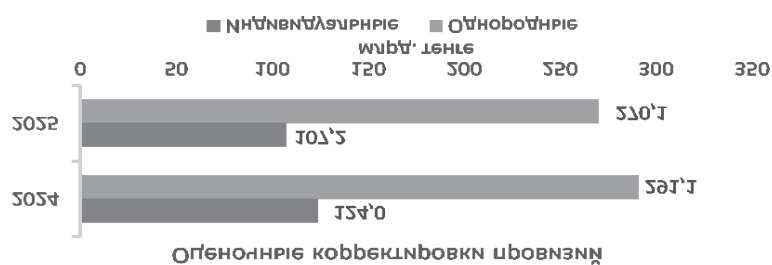
Распределение EAD по стадиям



## АРРФР РК

1 стадии – 139,6 млрд. тенге. Из 377,4 млрд. тенге корректировок оценки размера провизий 107,2 млрд. тенге (28,4%) приходится на индивидуально значимые займы.

Уменьшение оценочных корректировок провизий по сравнению с AQR 2024 года составило 37,7 млрд. тенге., или же снизившись с 1,5% до 1,15% по отношению к EAD. Уменьшение размера провизий объясняется в первую очередь снижением дополнительных провизий по займам, оцененным на коллективной основе.

УРОВЕНЬ  
ПРОВИЗИРОВАНИЯ

Общий уровень покрытия провизиями до AQR составил 5,9%. По оценке AQR уровень покрытия провизиями должен составлять 7,1%, что меньше результата 2024 года, который был оценен в размере 8,1%. Данные по провизиям предоставлены по всем портфелям исключая CORGOV.

## Уровень покрытия провизиями по стадиям

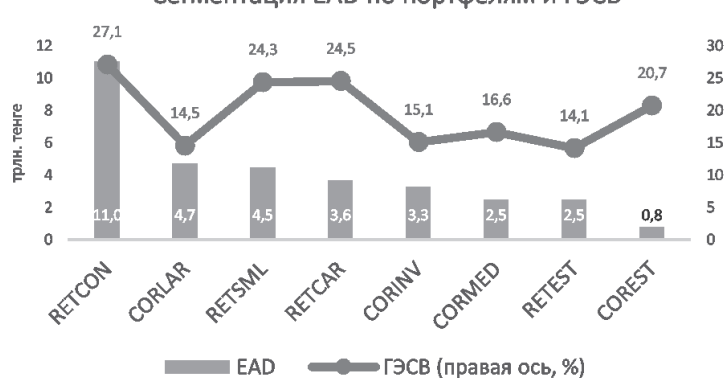
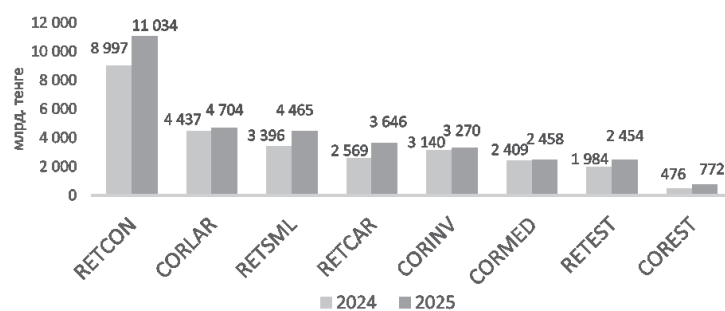


## В РАЗРЕЗЕ СЕГМЕНТОВ

Треть EAD сосредоточена в портфеле RETCON (11 трлн. тенге), 14,3% EAD приходится на портфель CORLAR (4,7 трлн. тенге), RETSML (4,5 трлн. тенге) и RETCAR (3,7 трлн. тенге). Наименьший объем приходится на портфель COREST (771,7 млрд. тенге). Так как АО «Отбасы банк» не входит в периметр регулярного AQR, EAD портфеля RETEST составляет всего 2,5 трлн. тенге, а средневзвешенное значение ГЭСВ по нему составляет 14,1%. Наибольшие средневзвешенные значения ГЭСВ наблюдаются по портфелям RETCON (27,1%) и RETCAR (24,5%). Среди портфелей займов, выданных в предпринимательских целях, наибольшее средневзвешенное значение ГЭСВ наблюдается по портфелю RETSML – 24,3%.

По сравнению с данными AQR 2024 года наибольший прирост EAD наблюдается по портфелям RETCON (+2,0 трлн. тенге) и RETCAR (+1,1 трлн. тенге). В относительном выражении наибольший прирост наблюдается по портфелям COREST – в 1,6 раз, RETCAR – в 1,4 раз, и RETSML – в 1,3 раз.

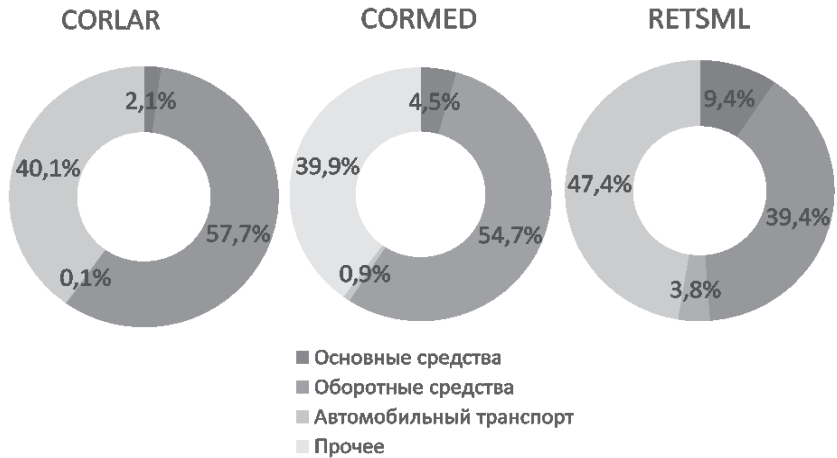
## Сегментация EAD по портфелям и ГЭСВ

Сегментация EAD по портфелям  
в сравнении с 2024 годом

**В РАЗРЕЗЕ ЦЕЛИ КРЕДИТОВАНИЯ**

Анализ по портфелям займов, выданных в предпринимательских целях, показывает, что среди займов, по которым банки указали объект кредитования, преобладают займы на пополнение оборотных средств. Займы на приобретение основных средств составляют 2,1% от общей задолженности по портфелю CORLAR и 9,4% по портфелю RETSML. В портфеле CORMED данный вид займов составляет 4,5% от общей задолженности. В портфелях CORLAR и CORMED займы на приобретение автомобильного транспорта представляют

Распределение EAD по объектам кредитования



ют незначительную долю от общей задолженности (менее 1%) как и в прошлом году. В

портфеле RETSML данный вид займов составляет 3,8% от общей задолженности.

**РЕКЛАССИФИКАЦИИ**

Наибольшие реклассификации займов по результатам AQR в стадию 2 и стадию 3 были произведены по портфелям RETCON и RETSML. Наименьшие реклассификации займов были произведены по портфелю COREST.

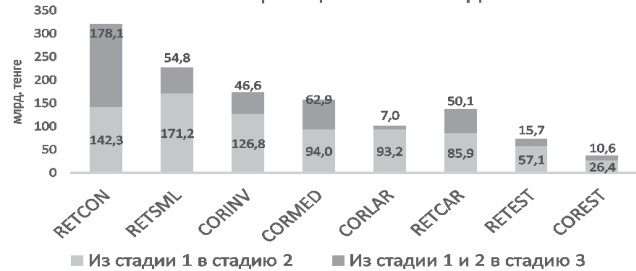
Среди портфелей корпоративных займов наибольшая доля EAD в стадии 3 до и после AQR зафиксирована в портфеле COREST. На втором месте по размеру доли стадии 3 находится портфель CORINV. Наибольший относительный прирост стадии 3 наблюдается по портфелю CORMED (2,6%).

По итогам AQR доля задолженности в стадии 3 по большинству розничных портфелей остаётся ниже 10%. Исключением являются портфели RETCON и RETSML, где показатель достигает 10,9% и 11,8% соответственно. Таким образом, наибольшая доля стадии 3 наблюдается именно по портфелям RETCON и RETSML.

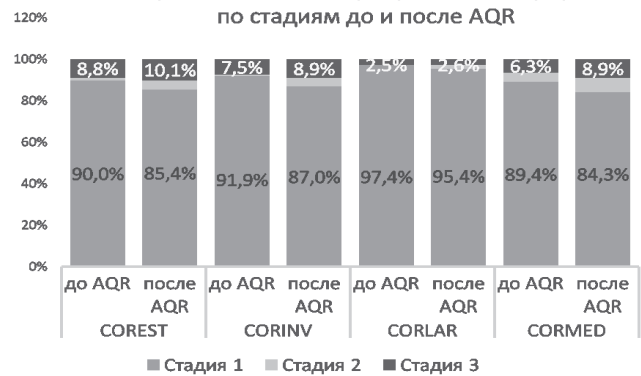
По сравнению с результатами AQR 2024 года доля задолженности в стадии 3 снизилась по большинству портфелей, за исключением RETCAR и RETCON, где отмечается незначительный рост на 0,5 п.п. и 1,1 п.п. соответственно. Наиболее заметное улучшение качества портфелей наблюдается по COREST (-6,2 п.п.), CORMED (-3,6 п.п.) и RETSML (-4,9 п.п.)

По всем корпоративным портфелям наблюдается снижение корректировок провизий, что преимущественно связано с улучшением качества заемщиков по данным портфелям. Наибольшее снижение корректировок наблюдается по портфелю CORINV (-61,6 млрд. тенге).

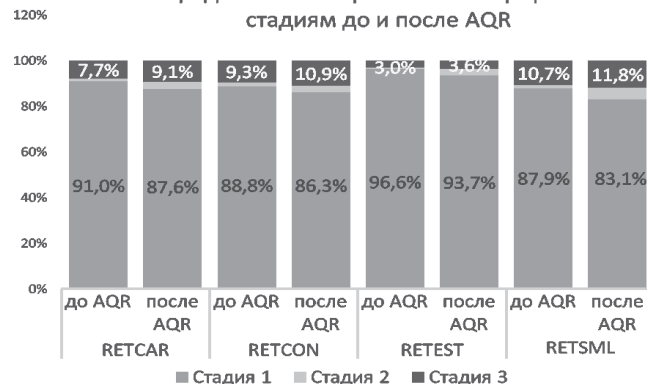
Реклассификация EAD по стадиям



Распределение EAD корпоративных портфелей по стадиям до и после AQR



Распределение EAD розничных портфелей по стадиям до и после AQR



## АРРФР РК

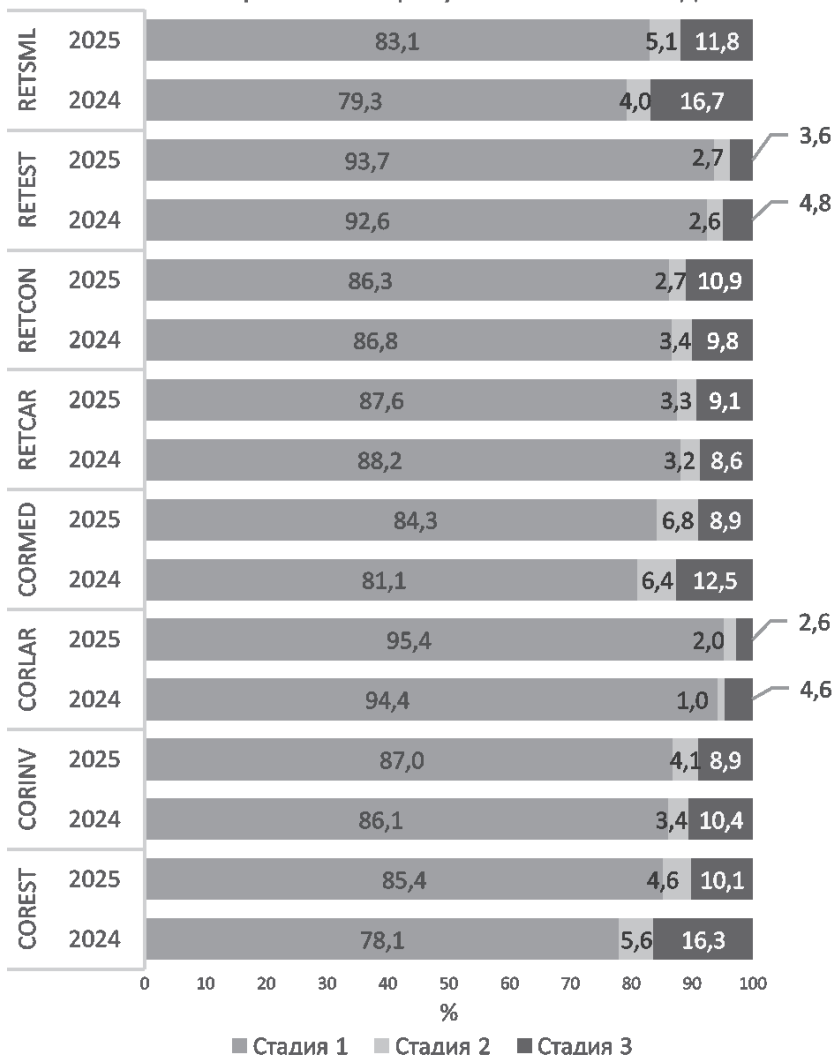
Как и в 2024 году, расхождение в оценках провизий по портфелям однородных залоговых займов в основном обусловлены различиями в подходах к расчету LGD. В частности, банки при оценке ожидаемых кредитных убытков учитывают дисконтированную стоимость действующего залогового обеспечения, тогда как методология регулярного AQR базируется на исторически подтвержденной статистике фактических возвратов по дефолтным и списанным займам.

При применении аналогичного подхода по портфелю беззалоговых потребительских займов RETCON объемом 61,3 млрд. тенге по сравнению с 2024 годом наблюдаются существенные корректировки оценок провизий, что обусловлено снижением уровня возвратности по данному портфелю. Дополнительное влияние на рост расхождений оказали реклассификация части займов, применение единого определения дефолта в рамках AQR, а также увеличение общего объема кредитных портфелей банков.

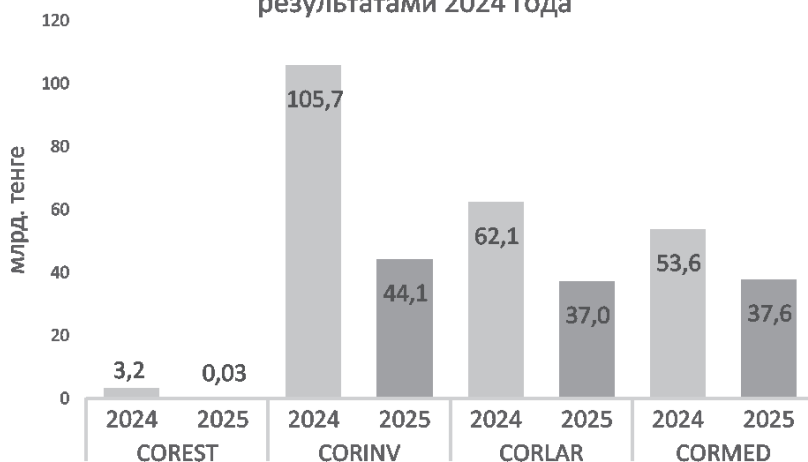
Уровень покрытия провизиями по оценке AQR уменьшился по сравнению с результатами 2024 года по всем корпоративным портфелям. По портфелям COREST и CORMED уровень покрытия оценен ниже чем в прошлом году на 4,6 п.п. и 3,5 п.п., соответственно. По остальным корпоративным портфелям изменения не такие существенные.

Требуемый уровень покрытия провизиями по оценке AQR уменьшился по сравнению с результатами 2024 года по портфелям RETEST и RETSML, по остальным портфелям наблюдаются незначительные изменения. Несмотря на прирост EAD по портфелю RETSML, требуемый уровень покрытия провизиями данного портфеля снизился на 3,5 п.п. По итогам анализа отмечается, что по портфелям CORMED и RETSML требуется наибольшее относительное покрытие провизиями.

Распределение EAD по стадиям в сравнении с результатами 2024 года

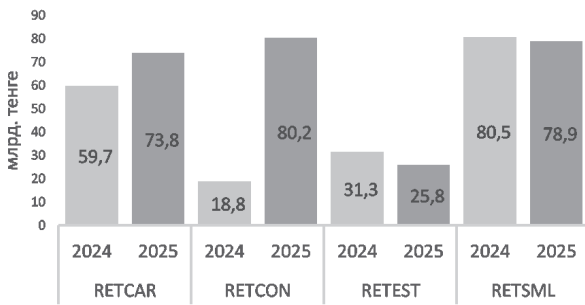


Корректировки оценок провизий по корпоративным портфелям в сравнении с результатами 2024 года

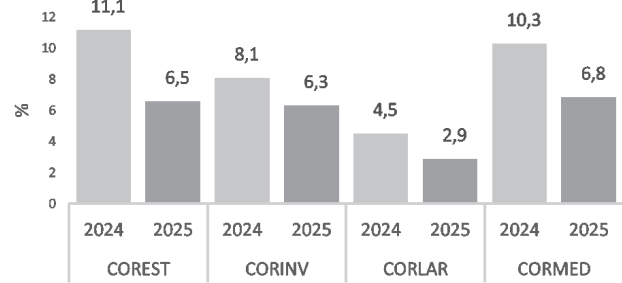


АРРФР РК

Корректировки оценок провизий по розничным портфелям в сравнении с результатами 2024 года



Покрытие корпоративных портфелей провизиями с учетом результатов AQR



Покрытие розничных портфелей провизиями с учетом результатов AQR



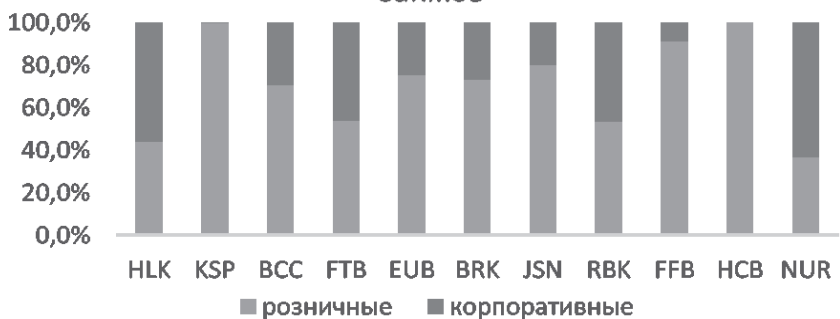
РЕЗУЛЬТАТЫ AQR 2025 В РАЗРЕЗЕ БАНКОВ

Ниже представлено сопоставление банков-участников AQR 2025 по структуре их кредитных портфелей в разрезе розничных и корпоративных займов. У АО «Home Credit Bank» и АО «Kaspi Bank» портфели полностью представлены розницей. В то же время АО «Народный Банк Казахстана» и АО «Нурбанк» характеризуются преобладанием корпоративного сегмента.

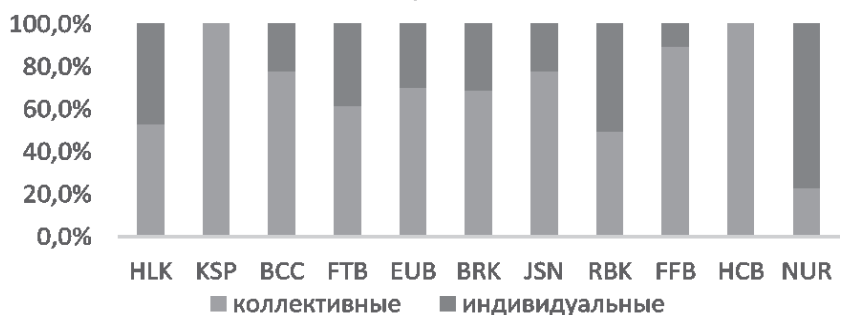
У АО «Home Credit Bank» и АО «Kaspi Bank» полностью преобладает коллективная оценка портфеля, что отражает высокую долю массовых стандартных продуктов. АО «Нурбанк» имеет заметно более высокую долю индивидуально оцениваемых займов.

Далее представлены корректировки провизий от задолженности. Относительно более заметные изменения

Распределение задолженности по категории займов



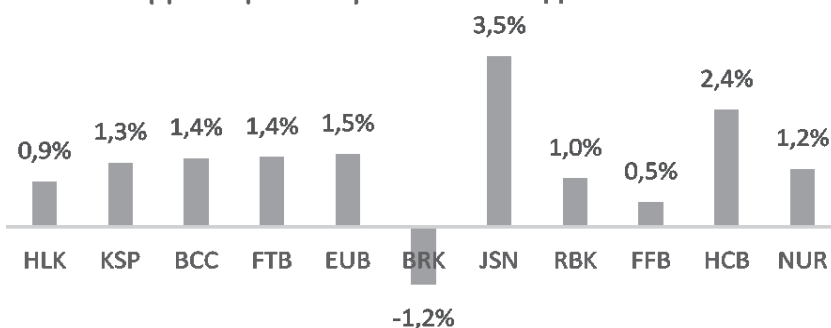
Распределение задолженности по методу оценки



## АРРФР РК

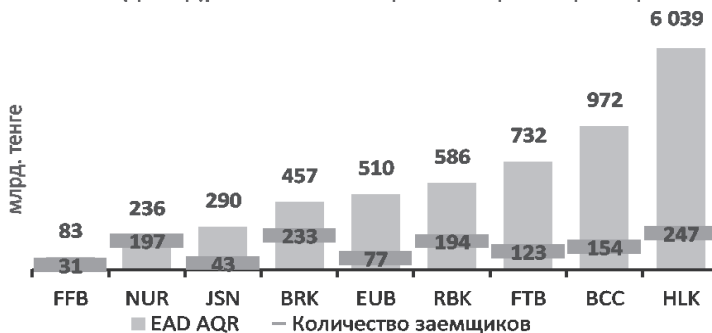
наблюдаются у АО «Alatau City Bank» и АО «Home Credit Bank», при этом у АО «Фридом Банк Казахстан» изменения носят минимальный характер. По АО «Bereke Bank» (ДБ Lesha Bank LLC (Public)) отражены корректировки, связанные с особенностями применяемых параметров модели LGD по коллективным займам.

## Корректировки провизий от задолженности



Наибольшее количество индивидуальных заёмов зафиксировано у АО «Народный Банк Казахстана» и АО «Bereke Bank» (ДБ Lesha Bank LLC (P)), наименьшее – у АО «Alatau City Bank» и АО «Фридом Банк Казахстан». В разрезе задолженности на ее высокие значения у АО «Народный Банк Казахстана», АО «БанкЦентрКредит» и АО «Forte Bank».

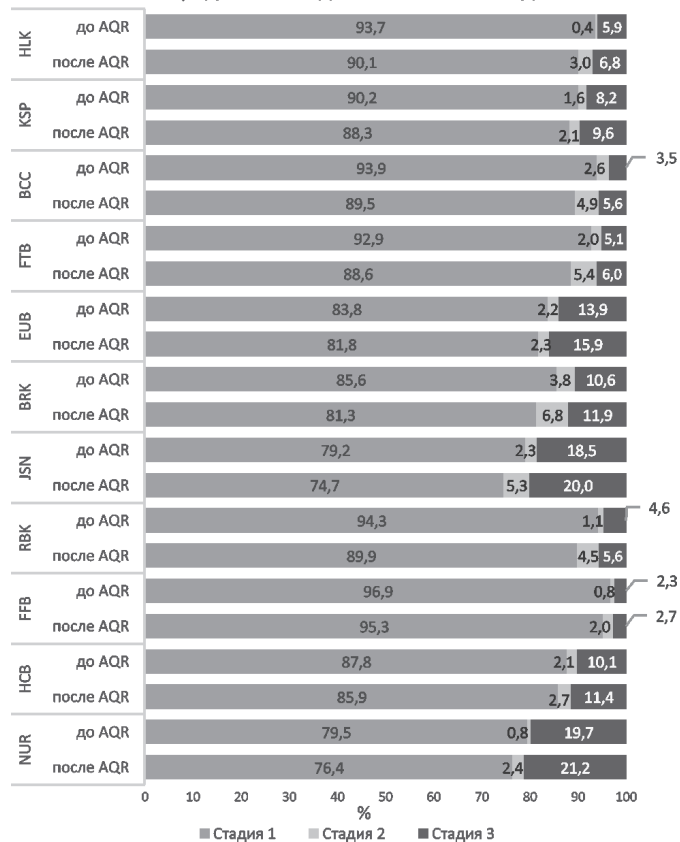
## Индивидуальные заёмщики в периметре оценки



Ниже представлено распределение задолженности по стадиям по результатам AQR 2025 в разрезе банков. В рамках проведения AQR в большинстве банков были уточнены подходы к классификации и оценке кредитного портфеля, что отразилось на структуре распределения задолженности по стадиям, в том числе по Стадии 3.



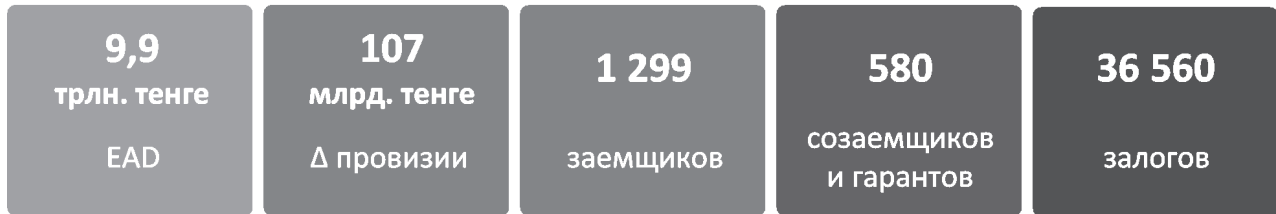
## Распределение задолженности по стадиям\*



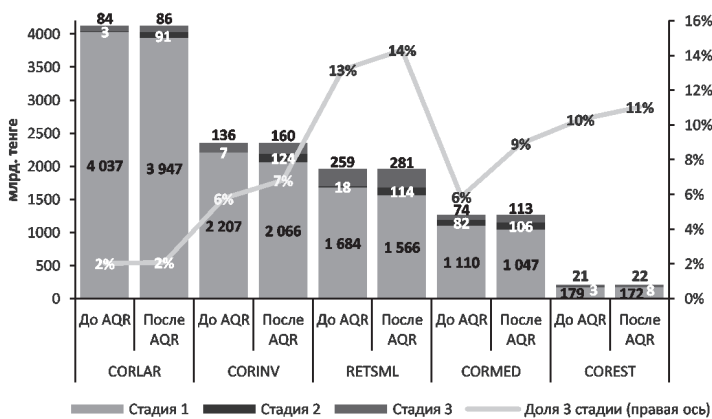
\* Данное распределение было сформировано на основе активов, вошедших в периметр AQR, за исключением портфеля займов государственным корпорациям (охват AQR не включает статьи баланса с низким кредитным риском). Расчет задолженности по банкам учитывал основной долг и вознаграждение (включая просроченную задолженность), дисконты/премии, корректировки, задолженность по заемщикам ОУСА, а также условные обязательства с применением коэффициента конверсии. В связи с этим показатели могут отличаться от данных регуляторной отчетности.

# ИНДИВИДУАЛЬНАЯ ОЦЕНКА

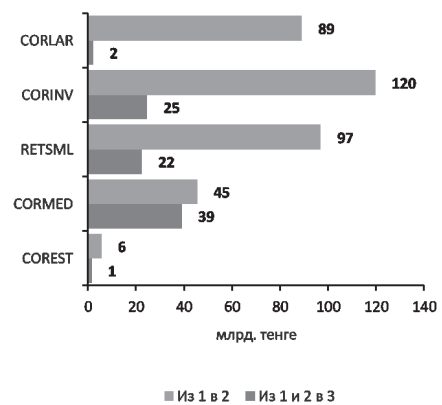
## ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ



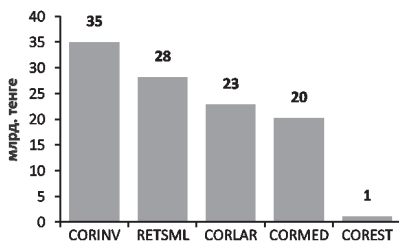
Распределение EAD по стадиям до и после AQR



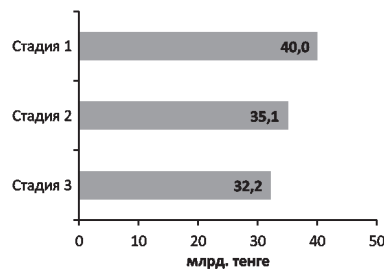
Реклассификации EAD между стадиями обесценения



Распределение расхождений в оценках провизий по портфелям

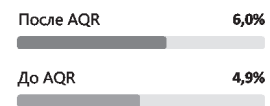


Распределение расхождений в оценках провизий по стадиям



Покрытие провизиями

С учетом корректировки оценки провизий покрытие провизиями индивидуальных займов увеличится на 1,1 п.п.



В рамках регулярного AQR на индивидуальной основе оцениваются заемщики, EAD которых превышает 0,2% собственного капитала банка по данным финансовой отчетности.

В 2025 году EAD заемщиков, оцениваемых на индивидуальной основе, составила 9,9 трлн. тенге, или 30,2% общего EAD в периметре AQR. Общее количество индивидуальных заемщиков составило 1 299 заемщиков и 580 созаемщиков и гарантов.

По сравнению с AQR 2024

года EAD индивидуальных заемщиков возросла на 273 млрд. тенге, или 2,8%. Данное увеличение связано с ростом задолженности действующих заемщиков. При этом наблюдается снижение в разнице оценок провизий банков и AQR. Объем расхождений в оценках провизий в 2024 году составил 124 млрд. тенге, а в 2025 году – 107 млрд. тенге.

Наибольший объем EAD в 2025 году, как и в 2024 году, был сосредоточен в портфелях прочих займов субъектам крупного предприниматель-

ства и инвестиционных займов.

По портфелям инвестиционных займов и прочих займов субъектам среднего предпринимательства наблюдаются наибольшие реклассификации в стадию 3.

При этом наибольшая доля задолженности в стадии 3 как по оценкам банков, так и по оценке AQR наблюдается в портфелях прочих займов субъектам малого предпринимательства и займов, выданных на приобретение и строительство недвижимости.

## АРРФР РК

Наибольшие расхождения в провизиях между оценками банков и оценкой AQR наблюдаются по займам портфелей CORINV и RETSML и приходятся на небольшое количество крупных заемщиков.

По оценке AQR общее покрытие провизиями займов индивидуальных заемщиков должно быть увеличено на 1,1 п.п. с 4,9% до 6,0%, в частности, по займам в стадии 3 необходимость увеличе-

ния покрытия провизиями составляет 4,8 п.п. (с 62,6% до 67,4%).

В 2025 году на индивидуальной основе было оценено 1 299 заемщиков с общей задолженностью 9,9 трлн. тенге. По сравнению с AQR 2024 года задолженность индивидуальных заемщиков возросла на 273 млрд. тенге, или 2,8%. Такой прирост объясняется в первую очередь увеличением задолженности заемщиков, которые

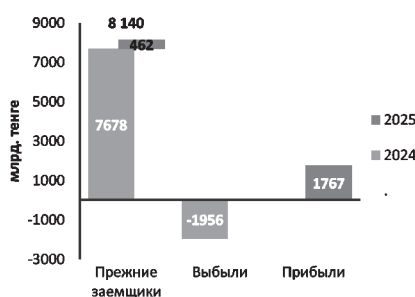
входили в периметр индивидуальной оценки AQR как в 2024 году, так и в 2025 году. Общее количество таких заемщиков составило 995. EAD этих заемщиков увеличился по сравнению с 2024 годом на 462,1 млрд. тенге, или 6,0%.

При этом в периметре AQR появились новые заемщики, а также выбыли заемщики, входившие в периметр AQR 2024 года.

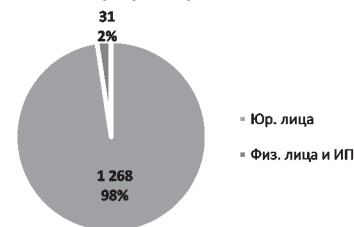
**Индивидуальные заемщики AQR 2025 года в сравнении с AQR 2024 года**



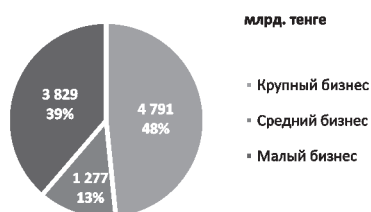
**года в сравнении с AQR 2024 года (по EAD)**



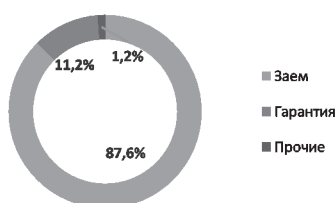
**Структура индивидуальных займов в разрезе субъектов**



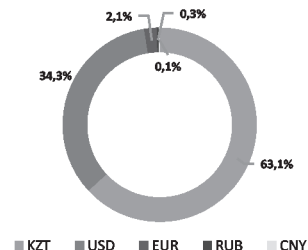
**Структура индивидуальных займов в разрезе категорий предпринимательства**



**Структура индивидуальных займов в разрезе финансовых инструментов**



**Структура индивидуальных займов в разрезе валют**



Данные изменения были вызваны следующими факторами:

1) рост задолженности заемщиков, повлекший увеличение показателя EAD;

2) переток заемщиков между банками, повлекший увеличение EAD;

3) увеличение собственного капитала банков, что привело к сокращению количества индивидуальных заемщиков.

Всего выбыло из периметра индивидуальной оценки AQR 588 заемщиков с EAD 1 956,4 млрд. тенге, при этом вновь включено в периметр индивидуальной оценки – 304 заемщика с EAD 1 767,2 млрд. тенге. Итоговый нетто-отток составил 284 заемщика и нетто-приток 273 млрд. тенге EAD.

Как и в 2024 году, в 2025 году большая часть задолженности пришлась на юридических лица: на 31 заемщика из числа физических лиц (включая ИП) пришлось менее 1% EAD.

В разрезе категорий предпринимательства наибольший удельный вес по EAD приходится на субъектов крупного (48%) и малого (39%) предпринимательства. В сравнении с 2024 годом возросла доля малого бизнеса (с 37% до 39%) вследствие изменения EAD заемщиков AQR. При этом доля кредитов крупному бизнесу снизилась с 50% до 48%, тогда как объем EAD увеличился на 230 млрд. тенге.

Основным финансовым инструментом, предоставляемым заемщикам, по-прежнему

являются займы, на которые приходится 87,6% EAD индивидуальных заемщиков, доля которых по сравнению с 2024 годом снизилась на 0,3%. По инструменту гарантия доля увеличилась на 0,5% (с 10,7% до 11,2%). К прочим инструментам относятся аккредитивы (0,8%) и факторинг (0,4%).

Структура валют представленных займами, выданными в тенге (63,1%), в долларах США (34,3%), в евро (2,1%), в российских рублях (0,3%), а также имеется незначительная доля займов в юанях. Уровень долларизации индивидуальных займов увеличился с 24% в 2024 году до 34% в 2025 году. Средневзвешенная первоначальная эффективная процентная ставка по индивиду-

**АРРФ РК**

альным займам в 2025 году в тенге составила 18,0% как и в прошлом году, в российских рублях – 14,5%, в долларах США – 7,8%, а также в евро и юанях – 7,4%.

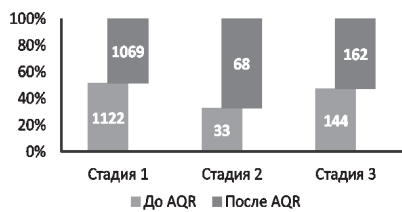
**ОЦЕНКА ОБЕСЦЕНЕНИЯ**

Количество заемщиков в стадии 1 до AQR составляло 1 122 заемщика, в стадии 2 – 33 заемщика и в стадии 3

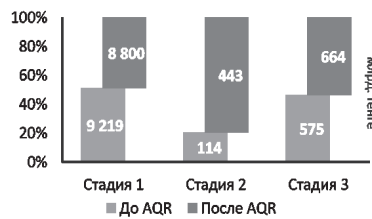
– 144 заемщика. По результатам AQR на основании оценки финансового состояния заемщиков при помощи Скоринговой модели и модели PD ARES, а также с учетом триггеров, выявленных на основе коллективной оценки, были осуществлены реклассификации заемщиков между стадиями кредитного обесценения. Вследствие реклассификации

заемщиков в стадии 2 и 3 количество заемщиков в стадии 1 снизилось на 53 заемщика. Вследствие реклассификации заемщиков стадии 2 в стадию 3 и реклассификации заемщиков стадии 1 в стадию 2 общее количество заемщиков стадии 2 увеличилось на 35 заемщиков. Количество заемщиков стадии 3 увеличилось на 18 заемщиков.

**Количество заемщиков по стадиям обесценения до и после AQR**



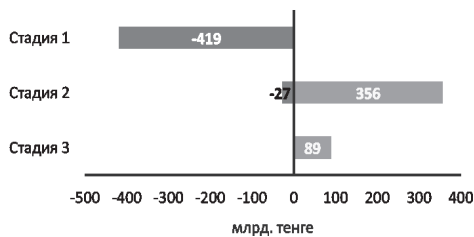
**EAD заемщиков по стадиям обесценения до и после AQR**



**Количество реклассифицированных заемщиков**



**EAD реклассифицированных заемщиков**



По результатам AQR было реклассифицировано 58 индивидуальных заемщиков. Наибольшее количество реклассификаций было осуществлено из стадии 1 в стадию 2 (40 заемщиков) и из стадии 1 в стадию 3 (13 заемщиков). Существенное количество реклассификаций заемщиков свидетельствует о менее консервативном подходе банков в оценке кредитного риска. Общее изменение EAD реклассифицированных заемщиков составило 445,8 млрд. тенге.

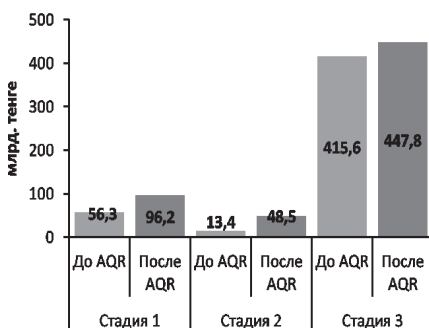
По состоянию на 01.01.2025г. банками по индивидуальным заемщикам было сформировано 485,3 млрд. тенге провизий. По результатам AQR оценочный размер провизий составил 592,5 млрд. тенге. Расхождения в оценочном и фактическом размере провизий составили 107,2 млрд. тенге: по стадии 3 – 32,2 млрд. тенге, по стадии 2

– 35,1 млрд. тенге и по стадии 1 – 39,9 млрд. тенге. При этом по отдельным банкам данные расхождения были незначительными. Наличие корректировок оценок провизий преимущественно объясняется реклассификацией заемщиков из стадии 1 в стадию 2 обесценения и из стадий 1 и 2 в стадию 3 обесценения, недостаточно консервативными под-

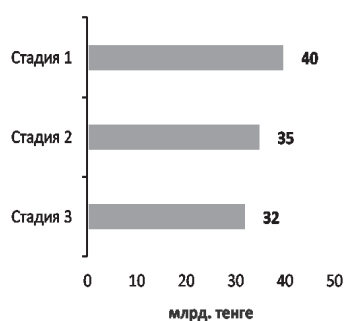
ходами при оценке залогового имущества, применением не подтверждающихся статистикой дисконтов от оценочной стоимости, сроков реализации и расходов на реализацию имущества.

В результате, оценка уровня покрытия провизиями по результатам AQR существенно увеличилась по стадии 3 и составила 67,4%.

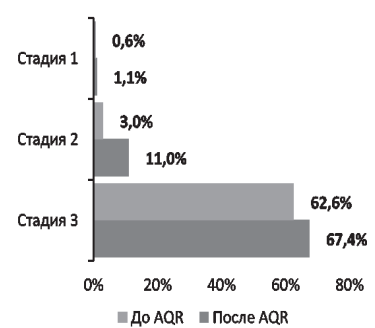
**Распределение провизий по стадиям до и после AQR**



**Корректировки оценок размера провизии по стадиям**



**Уровень покрытия провизиями по стадиям до и после AQR**



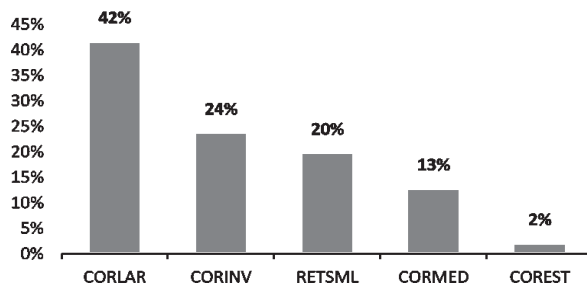
## АРРФР РК

**ОЦЕНКА ОБЕСЦЕНЕНИЯ (ПОРТФЕЛИ)**

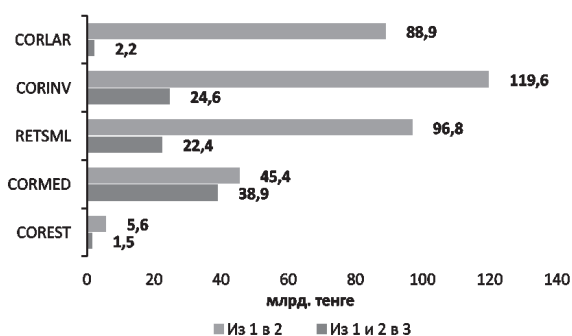
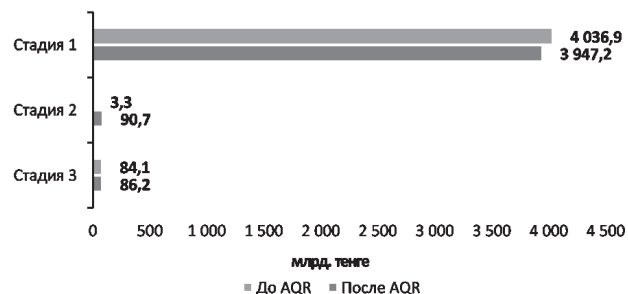
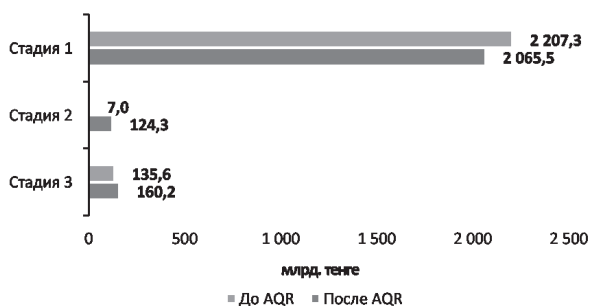
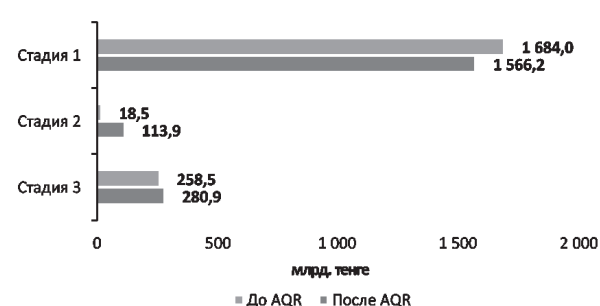
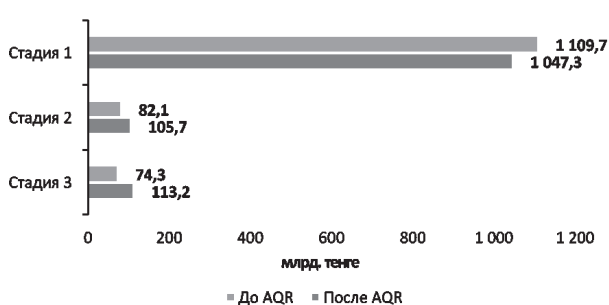
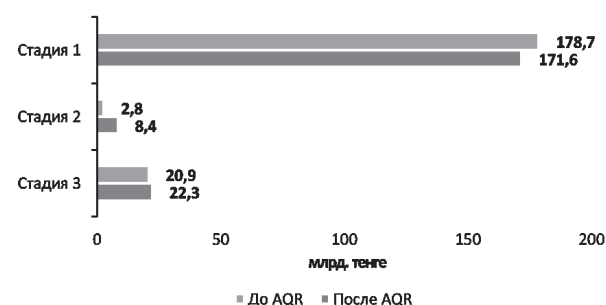
Портфель индивидуальных займов на 42%, или 4 124,2 млрд. тенге, состоит из прочих займов субъектам крупного предпринимательства (CORLAR), 2 350 млрд. тенге, или 24%, представлены инвестиционными займами (CORINV), 1 961 млрд. тенге, или 20% - прочие займы субъектам малого предпринимательства (RETSML), 1 266,1 млрд. тенге, или 13% - прочие займы субъектам среднего предпринимательства (CORMED), 202,3 млрд. тенге, или 2% - займы,

выданные на строительство (COREST), и относительно незначительная часть портфеля в размере 3,4 млрд. тенге, или 0,03%, представлена займами, выданными на иные цели.

По сумме EAD наибольший объем реклассификаций наблюдается по портфелям CORINV и RETSML, на них

**Распределение задолженности индивидуальных заемщиков по портфелям**

приходится 60,7% реклассификаций из стадии 1 в стадию 2 и 52,5% реклассификаций из стадий 1 и 2 в стадию 3.

**Реклассификации EAD между стадиями обесценения****Распределение EAD по портфелю CORLAR до и после AQR****Распределение EAD по портфелю CORINV до и после AQR****Распределение EAD по портфелю RETSML до и после AQR****Распределение EAD по портфелю CORMED до и после AQR****Распределение EAD по портфелю COREST до и после AQR**

**АРРФР РК**

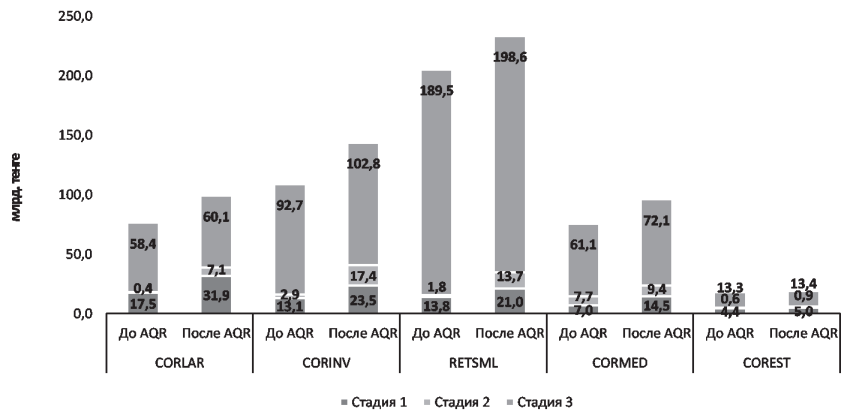
Провизии по оценке AQR превышают провизии банков. Наибольшее расхождение в оценках провизий наблюдается по портфелям CORINV, RETSML. По остальным портфелям наблюдаются незначительные различия между оценочными и фактическими размерами провизий.

Данные расхождения обусловлены:

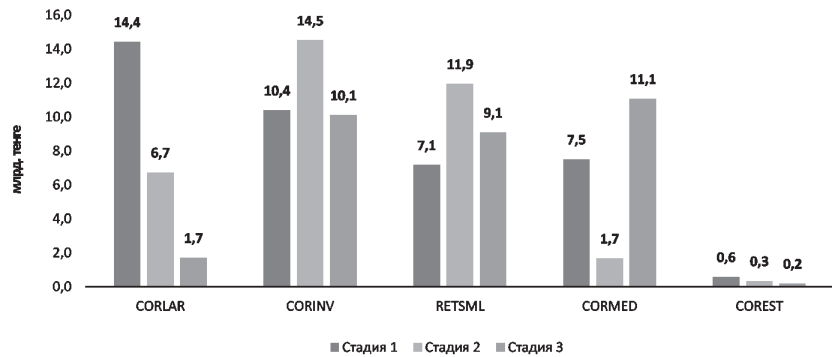
- 1) реклассификациями индивидуальных заемщиков из стадии 1 в стадию 2 обесценения и из стадии 1 и 2 в стадию 3 обесценения;
- 2) увеличением уровня вероятности дефолта;
- 3) переоценкой ожиданий по потокам от реализации залогового имущества и операционным потокам заемщиков.
- 4) включением банками в консолидированную финансовую отчетность компаний, не имеющих договорных обязательств по погашению задолженности заемщика.

Ниже представлено покрытие провизиями в разрезе портфелей.

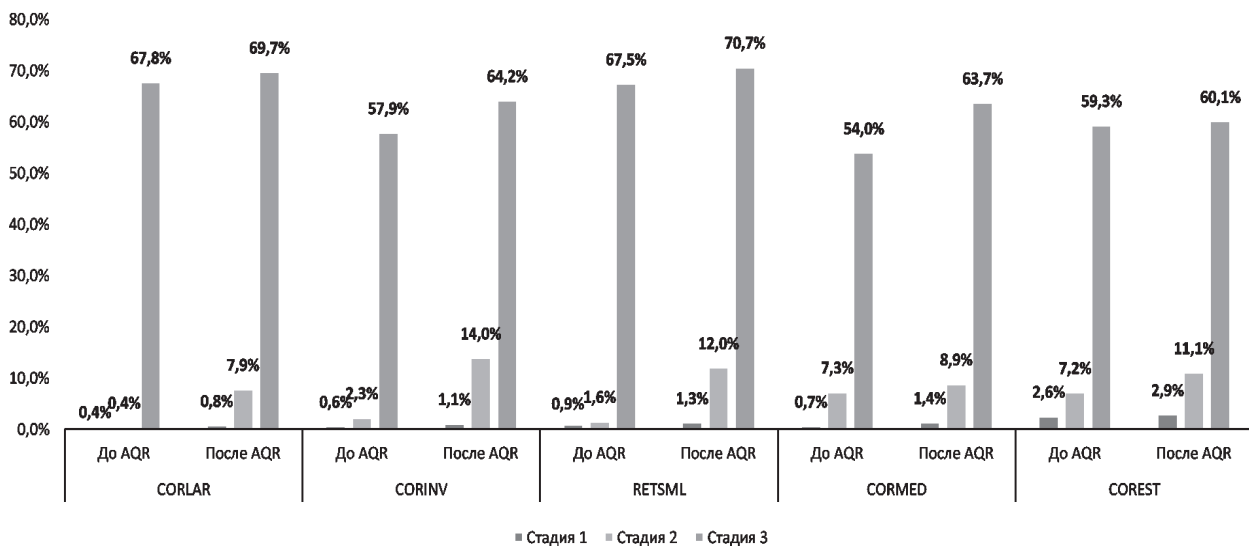
**Распределение провизий по стадиям до и после AQR**



**Распределение расхождений в оценках провизий по портфелям**



**Уровень покрытия провизиями в разрезе портфелей до и после AQR**



## АРРФР РК

### ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ СТАТИСТИКА ПО ИНДИВИДУАЛЬНЫМ ЗАЕМЩИКАМ

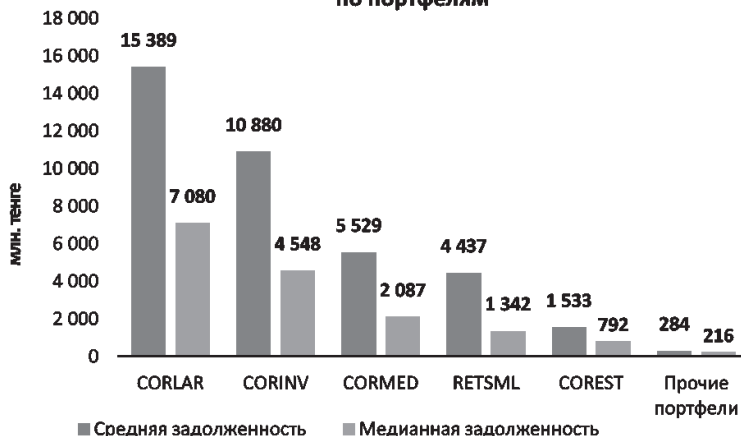
Средний EAD по индивидуальным заемщикам составляет 7,6 млрд. тенге (медианный – 2,1 млрд. тенге). Наибольший средний EAD наблюдается среди представителей крупного бизнеса (CORLAR) – 15,4 млрд. тенге (медианный – 7,1 млрд. тенге) и заемщиков, которым были предоставлены инвестиционные займы (CORINV) – 10,9 млрд. тенге (медианный 4,5 млрд. тенге). Далее средний EAD по сегментам составляет 5,5 млрд. тенге в CORMED (медианный – 2,1 млрд. тенге), 4,4 млрд. тенге в RETSML (медианный – 1,3 млрд. тенге) и 1,5 млрд. тенге в COREST (медианный – 0,8 млрд. тенге). По иным сегментам средний EAD существенно ниже и составляет 0,3 млрд. тенге (медианный – 0,2 млрд. тенге).

Наиболее высокая первоначальная средневзвешенная эффективная процентная ставка наблюдается по портфелям COREST (17,4%) и прочим сегментам (17,3%), наиболее низкая - по портфелю RETSML (12,1%). 77 индивидуальных заемщиков, или 5,9% от общего количества заемщиков, имеют просрочку платежей по основному долгу и (или) вознаграждению свыше 90 дней. В разрезе портфелей наибольшее количество заемщиков с просрочкой свыше 90 дней наблюдается по портфелю RETSML – 48 заемщиков, это 3,7% от общего количества заемщиков и 29,6% от заемщиков 3 стадии обесценения.

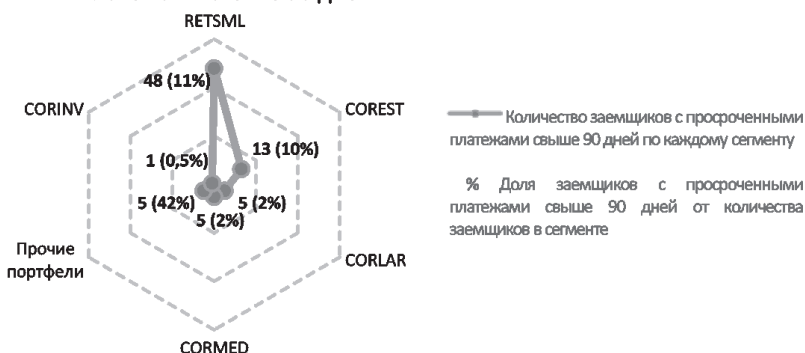
Сроком погашения наибольшего объема займов по сумме EAD является 2025 год. Займы, со сроком погашения до 2025 года представляют собой просроченные обязательства, срок которых завершился до 01.01.2025г.

Согласно первоначальным суммам выданных индивидуальных займов наблюдается преобладание краткосрочных и среднесрочных займов. За-

#### Средние и медианные значения EAD заемщиков по портфелям



#### Количество заемщиков с просроченными платежами свыше 90 дней

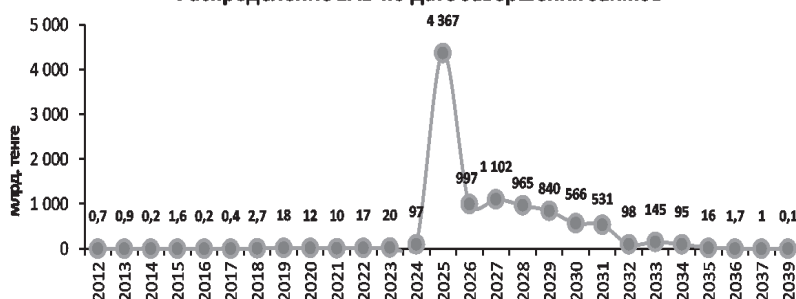


ймы до 1 года (включительно) составляют 31%, от 2 лет до 5 лет (включительно) – 36%, от 6 лет до 10 лет (включительно) – 30%, и свыше 10 лет – 3%.

40% займов направлены на пополнение оборотных средств, 4% – на приобретение основных средств, 2% – на коммерческие недвижимости и 52% – на прочие цели. Остальные 1% направлены на приобретение жилых недвижимостей, автомобильных транспортных, ценных бумаг и т.д.

Портфель	Средневзвешенная эффективная процентная ставка по портфелям
COREST	17,4%
Прочие портфели	17,3%
CORMED	15,3%
CORLAR	14,3%
CORINV	13,6%
RETSML	12,1%

#### Распределение EAD по дате завершения займов



**Концентрация первоначальной суммы выданных займов и EAD в разрезе сроков выдачи займов**



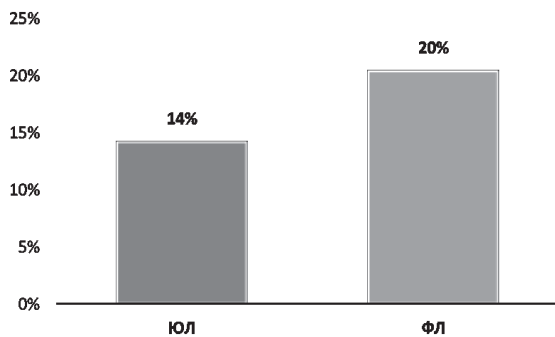
**Объекты кредитования**



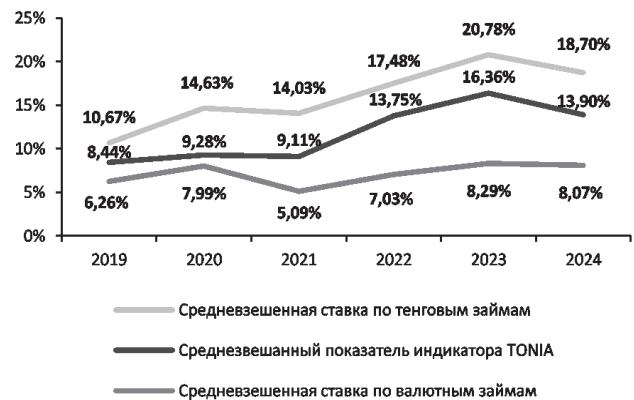
**Доля обязательств в банках**



**Средние эффективные процентные ставки в разрезе физических лиц и юридических лиц**



**Средневзвешенные процентные ставки по индивидуальным займам в разрезе годов выдачи**



Средняя эффективная ставка по займам юридических лиц (ЮЛ) составляет 14%, по займам физических лиц (ФЛ) – 20%.

28% заемщиков имеют финансовые обязательства только в одном банке, 72% заемщи-

ков – в двух и более.

Средневзвешенные первоначальные эффективные ставки по займам в тенге в разрезе годов выдачи коррелируют с изменением базовой ставки, аппроксимированной на гра-

фике ставкой TONIA. Если по займам в тенге, выданным в течении 2023 года, средневзвешенная ставка составляла 20,8%, то по займам, выданным в течение 2024 года, она сложилась на уровне 18,7%.

## АРРФР РК

**ПРОЦЕСС ОЦЕНКИ  
ФИНАНСОВОГО  
СОСТОЯНИЯ  
ИНДИВИДУАЛЬНЫХ  
ЗАЕМЩИКОВ**

В рамках AQR 2025 года оценка финансового состояния заемщиков осуществлялась при помощи Скоринговой модели и модели PD ARES с

учетом триггеров коллективной оценки.

Оценка осуществлялась на основании годовых данных финансовой отчетности по итогам 2024 года. В целях анализа финансового состояния на основании ключевых показателей финансовой отчетности осуществлялся расчёт

финансовых коэффициентов динамики, ликвидности, платежеспособности, покрытия, рентабельности, оборачиваемости.

Средние значения финансовых коэффициентов в разрезе стадий обесценения представлены в следующей таблице.

Группа показателей	Коэффициенты	Стадия обесценения		
		1	2	3
Показатели динамики	Темп роста выручки	1,2	1,0	0,3
	Темп роста EBITDA	1,6	0,9	0,3
	Темп роста СК	1,9	1,0	0,4
Ликвидность	Текущая ликвидность	3,1	1,6	1,0
	Быстрая ликвидность	1,5	0,6	0,6
	Срочная ликвидность	0,7	0,2	0,1
Платежеспособность	Долг к активам	0,3	0,3	0,2*
	Долг к капиталу	1,6	1,7	0,8*
	Финансовый леверидж	4,1	4,9	0,7*
	EBITDA на долг	2,3	0,3	0,3
	Покрытие процентов (ОПИУ)	9,0	3,7	0,6
Коэффициенты покрытия	Покрытие процентов (ОДДС)	6,5	4,9	1,3
	Покрытие долга операционными потоками (ОДДС)	1,3	0,2	0,0
Рентабельность	ROA	0,1	0,0	0,0
	ROE	0,4	0,2	0,0
	Маржа чистой прибыли	0,1	0,1	-0,8
	Маржа валовой прибыли	0,3	0,3	0,1
	Маржа операционной прибыли	0,2	0,1	-0,5
Оборачиваемость	Оборачиваемость дебиторской задолженности	16,6	10,3	2,9
	Оборачиваемость запасов	10,3	12,1	2,3
	Оборачиваемость кредиторской задолженности	14,4	15,3	1,1
	Оборачиваемость активов	1,4	1,0	0,2

\*Формальное улучшение коэффициентов Долг к активам, Долг к капиталу и Финансовый леверидж в 3-й стадии связано с ограничением доступа к дополнительному финансированию и стабилизацией кредитной экспозиции и не отражает фактического улучшения финансовой устойчивости заемщиков.

Данные коэффициенты рассчитаны на основании финансовых показателей заемщиков, вошедших в портфели RETSML, CORLAR, CORMED, COREST и портфель прочих займов. Портфель CORINV исключен из коэффициентного анализа, так как данный портфель представлен займами, находящимися в инвестиционной фазе. Определение стадий обесценения и финансового состояния заемщиков в данном портфеле основывалось на индивидуальной оценке инвестиционных проектов, включая оценку бизнес-планов, прогнозных

денежных потоков и отклонений от прогнозных значений, наличия форс-мажорных обстоятельств, наличия заключенных контрактов, дополнительно индивидуально оценивалось финансовое состояние их гарантов и созаемщиков в целях целостного анализа кредитного риска в случае нереализации проектов.

Из коэффициентного анализа также были исключены заемщики из сферы финансовой и лизинговой деятельности. По физическим лицам анализ производился на основании триггеров обесценения в соответствии с ПП НБРК

№269, а также на основании отчетных данных Первого кредитного бюро и Единого накопительного пенсионного фонда.

При определении средних значений коэффициентов были исключены отрицательные значения по некоторым коэффициентам, которые приводят к противоречащим экономической логике результатам. Например, по заемщикам с отрицательным собственным капиталом финансовый леверидж был существенно ниже, чем по заемщикам с устойчивым финансовым состоянием.

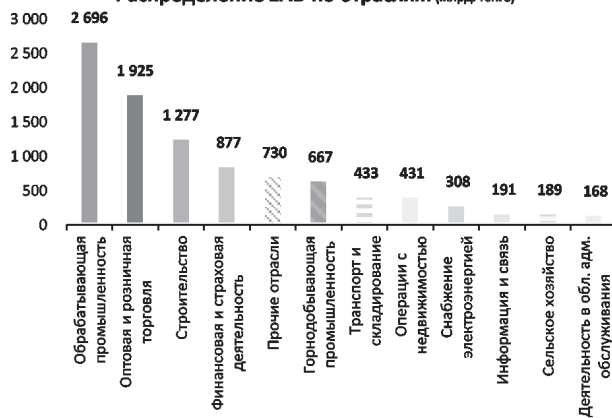
**МЕЖОТРАСЛЕВОЙ АНАЛИЗ – ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ**

По итогам 2024 года рост ВВП Казахстана составил 5%. Основную долю в ВВП страны формируют следующие отрасли: «Оптовая и розничная торговля, ремонт автомобилей и мотоциклов» (19%); «Обрабатывающая промышленность» (12,4%); «Горнодобывающая промышленность и разработ-

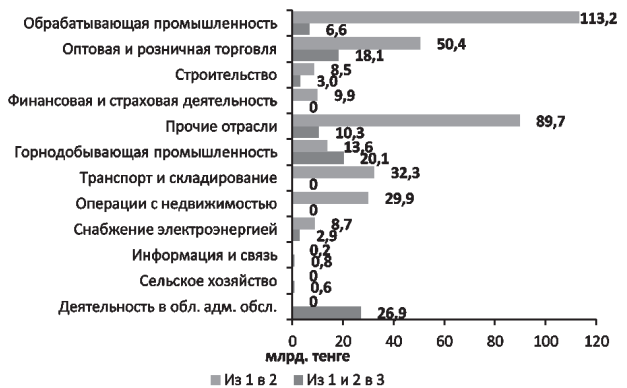
ка карьеров» (12%); «Операции с недвижимым имуществом» (8,5%) и «Строительство» (6%). В рамках коллективной и индивидуальной оценки по 380,1 тысячам заемщиков банками были предоставлены данные по ОКЭД. По этим данным была оценена потенциальная кредитоемкость отраслей экономики. Наибольшее проникновение кредита наблюдается по отраслям «Обра-

тывающая промышленность», «Снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом» и «Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров», 38%, 37% и 34%, соответственно. Последующий межотраслевой анализ был проведен по заемщикам, по которым оценка была проведена на индивидуальной основе.

**Распределение EAD по отраслям (млрд. тенге)**



**Реклассификации EAD между стадиями обесценения в разрезе отраслей**



Отрасль	PD	
	1	2*
Операции с недвижимым имуществом	6,3%	79,3%
Снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом	8,2%	79,3%
Информация и связь	5,1%	69,3%
Сельское, лесное и рыбное хозяйство	7,2%	67,8%
Финансовая и страховая деятельность	4,4%	67,1%
Строительство	2,4%	50,7%
Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров	3,7%	50,0%
Обрабатывающая промышленность	3,4%	41,4%
Транспорт и складирование	3,9%	33,9%
Деятельность в области административного и вспомогательного обслуживания	2,3%	26,8%
Прочие отрасли	5,1%	24,4%
Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов	2,5%	19,1%

\*PD стадии 2 рассчитывается с учетом срока до погашения по финансовым инструментам

**Доля заемщиков 3 стадии в разрезе отраслей**



На основании общих классификаторов экономической деятельности EAD индивидуальных заемщиков был разделен на 12 отраслей, из них самыми крупными по EAD являются следующие: «Обрабатывающая промышленность» (2 696 млрд. тенге), «Оптовая и розничная торговля» (1 925 млрд. тенге) и «Строительство» (1 277 млрд. тенге).

Наименьшее средневзвешенное значение PD AQR 2025 года в стадии 1 наблюдается по отрасли «Деятельность в

области административного и вспомогательного обслуживания» (2,3%), наибольшее – по отрасли «Снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом» (8,2%). Наименьшее средневзвешенное значение PD в стадии 2 наблюдается по отрасли «Оптовая и розничная торговля» (19,1%), наибольшее – по отрасли «Операции с недвижимым имуществом» (79,3%).

Наибольший объем реклассификаций в абсолютном

выражении наблюдается по отраслям «Обрабатывающая промышленность» (119,7 млрд. тенге) и «Прочие отрасли» (100 млрд. тенге). Наименьший объем реклассификаций наблюдается по отрасли «Сельское, лесное и рыбное хозяйство» (0,6 млрд. тенге).

Наибольшая доля стадии 3 наблюдается по отраслям «Операция с недвижимым имуществом» (21%) и «Сельское, лесное и рыбное хозяйство» (19%), а наименьшее – по отраслям «Финансовая

## АРРФР РК

и страховая деятельность» (0,02%) и «Информация и связь» (0,4%).  
Среди заемщиков стадии 1

по показателям динамики высокие значения демонстрируют отрасли «Строительство». Наиболее низкие показатели

динамики наблюдаются в отрасли «Транспорт и складирование» и в отрасли «Информация и связь».

### МЕЖОТРАСЛЕВОЙ АНАЛИЗ

Основную долю EAD индивидуальных заемщиков составляют отрасли «Обраба-

тывающая промышленность» (27,2%), «Оптовая и розничная торговля, ремонт автомобилей и мотоциклов» (19,5%) и «Строительство» (12,9%). Наимень-

шая доля EAD приходится на отрасль «Деятельность в области административного и вспомогательного обслуживания» (1,7%).

Распределение EAD по отраслям



СЯ  
В  
И  
а-

Общий объем реклассификаций составил 445,9 млрд. тенге, что составляет 4,5% всего EAD индивидуальных заемщиков.

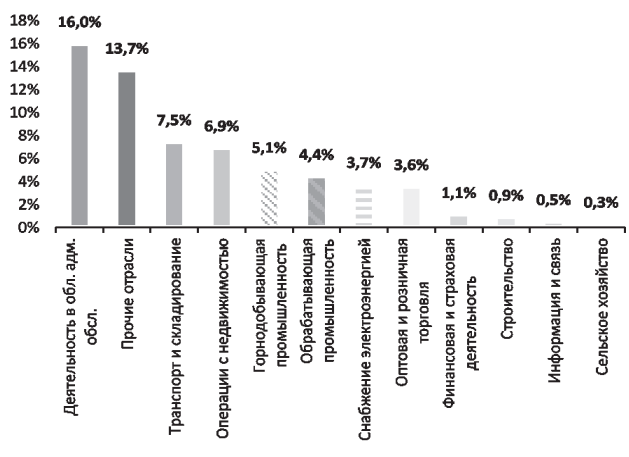
Наибольший объем реклассификаций в абсолютном выражении наблюдается в отраслях «Обрабатывающая промышленность» – 119,7 млрд. тенге и «Прочие отрасли» -100 млрд. тенге.

Наименьший объем реклассификаций в абсолютном выражении наблюдается в отраслях «Информация и связь», а также «Сельское, рыбное и лесное хозяйство» - 1 млрд. тенге и 0,6 млрд. тенге, соответственно.

В процентном соотношении

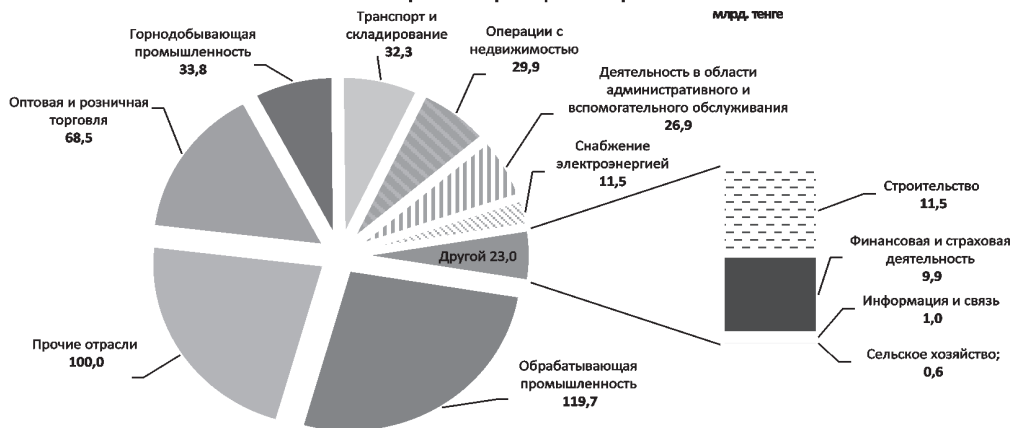
от EAD своей отрасли наибольшие объемы реклассификаций наблюдаются в отраслях «Деятельность в области административного и вспомогательного обслуживания» (16%), «Прочие отрасли» (13,7%), а наименьшие наблюдается в отраслях «Информация и связь»

Доля реклассификаций от EAD своей отрасли



(0,5%), а также «Сельское, рыбное и лесное хозяйство» (0,3%).

Объем реклассификаций по отраслям



**АРРФ РК**

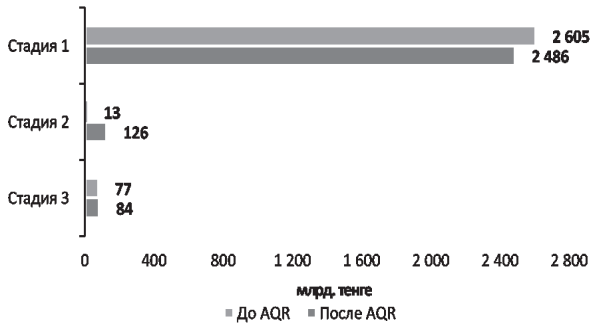
**МЕЖОТРАСЛЕВОЙ АНАЛИЗ**

В нижеуказанных графиках

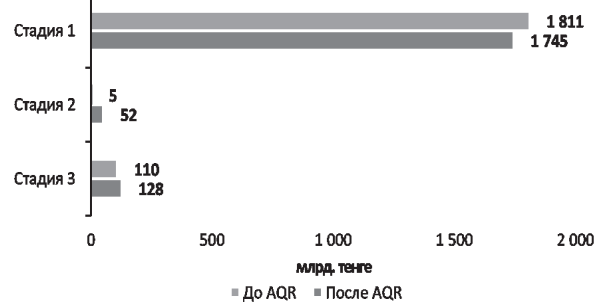
представлено распределение EAD по стадиям до и после AQR по отраслям, представ-

ляющим существенную долю в общем EAD индивидуальных заемщиков.

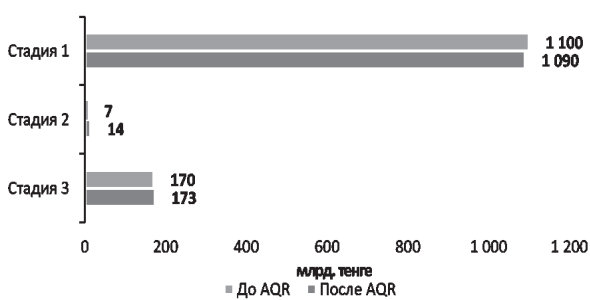
**Распределение EAD по отрасли «Обрабатывающая промышленность» до и после AQR**



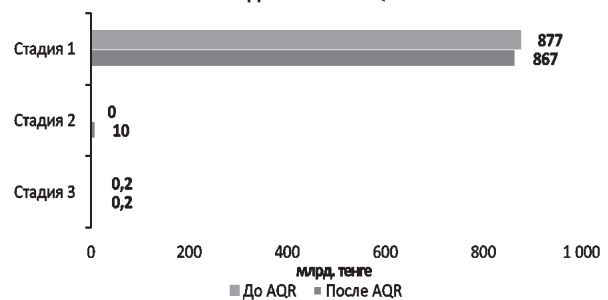
**Распределение EAD по отрасли «Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов» до и после AQR**



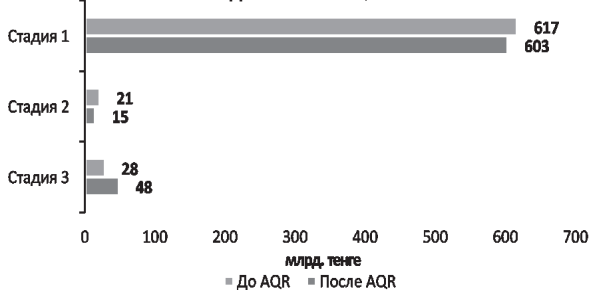
**Распределение EAD по отрасли «Строительство» до и после AQR**



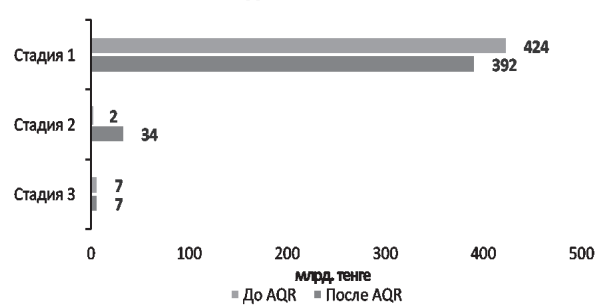
**Распределение EAD по отрасли «Финансовая и страховая деятельность» до и после AQR**



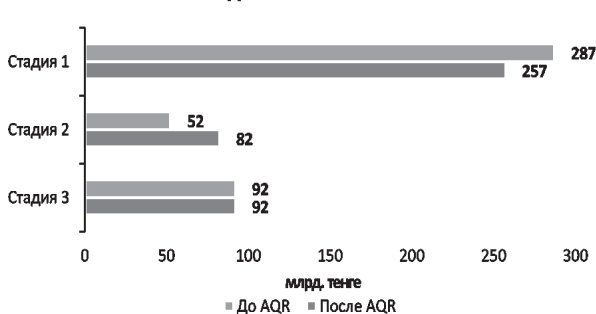
**Распределение EAD по отрасли «Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров» до и после AQR**



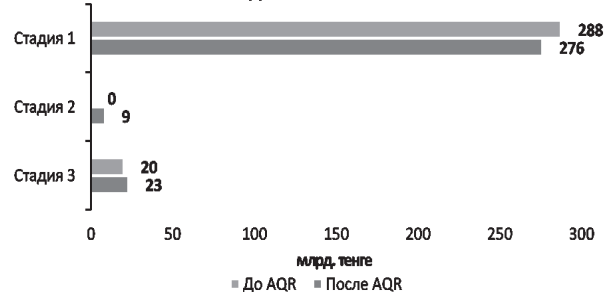
**Распределение EAD по отрасли «Транспорт и складирование» до и после AQR**



**Распределение EAD по отрасли «Операции с недвижимым имуществом» до и после AQR**



**Распределение EAD по отрасли «Снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом» до и после AQR**



## АРРФР РК

**МЕЖОТРАСЛЕВОЙ АНАЛИЗ**

В следующей таблице представлены средневзвешенные PD по каждой отрасли в разрезе стадий обесценения в сравнении с средневзвешенными PD AQR 2024 года. Наименьший показатель PD стадии 1 в AQR 2024 года наблюдался по отрасли «Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов», в AQR 2025 года – по от-

расли «Деятельность в области административного и вспомогательного обслуживания». Наибольший показатель PD стадии 1 в AQR 2024 года был зафиксирован по отрасли «Снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом», что наблюдается и в AQR 2025 года. Наименьший показатель PD стадии 2 в AQR 2024 года был зафиксирован по прочим отраслям,

в AQR 2025 года – по отрасли «Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов». Наибольший показатель PD стадии 2 в AQR 2024 года наблюдался по отрасли «Операции с недвижимым имуществом», в AQR 2025 – по отраслям «Операции с недвижимым имуществом» и «Снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом».

Отрасль	PD стадия 1		PD стадия 2*	
	AQR 2024	AQR 2025	AQR 2024	AQR 2025
Операции с недвижимым имуществом	7,3%	6,3%	85,2%	79,3%
Снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом	14,9%	8,2%	79,5%	79,3%
Информация и связь	2,5%	5,1%	-	69,3%
Сельское, лесное и рыбное хозяйство	4,9%	7,2%	54,7%	67,8%
Финансовая и страховая деятельность	4,1%	4,4%	-	67,1%
Строительство	2,6%	2,4%	31,4%	50,7%
Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров	4,8%	3,7%	78,9%	50,0%
Обрабатывающая промышленность	3,1%	3,4%	26,1%	41,4%
Транспорт и складирование	6,1%	3,9%	46,6%	33,9%
Деятельность в области административного и вспомогательного обслуживания	4,9%	2,3%	70,8%	26,8%
Прочие отрасли	4,6%	5,1%	22,3%	24,4%
Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов	2,5%	2,5%	29,7%	19,1%

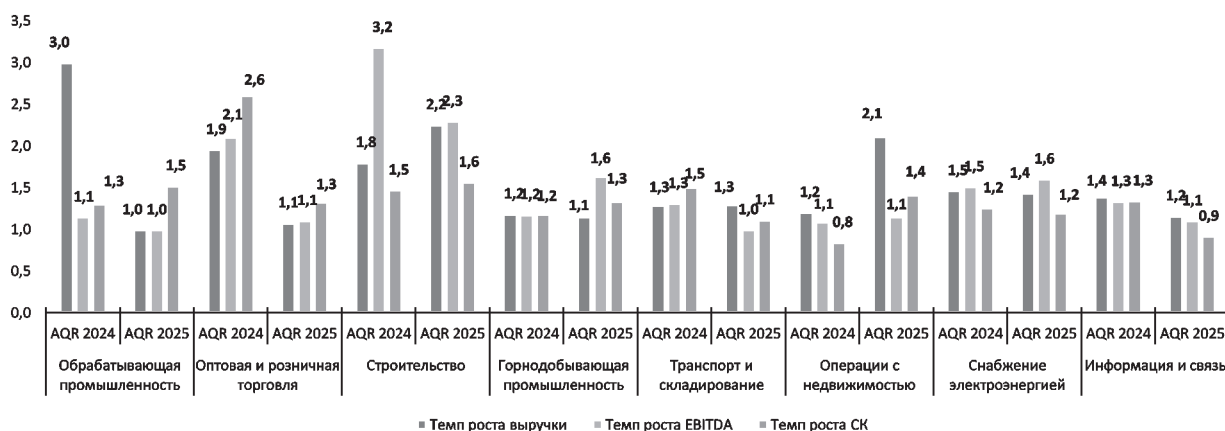
\*PD стадии 2 рассчитывается с учетом срока до погашения по финансовым инструментам

Далее представлены финансовые показатели для стадии 1 по шести основным группам в рамках отраслей, представляющих существенную долю в

общем EAD индивидуальных заемщиков. В AQR 2025 года сегмент CORGOV был исключен из периметра AQR, в связи с этим коэффициенты AQR 2024 года

были пересчитаны с учетом исключения заемщиков сегмента CORGOV для сохранения последовательности расчета коэффициентов.

Средневзвешенные показатели динамики по заемщикам стадии 1



В первую группу входят финансовые показатели динамики: темп роста выручки, EBITDA и собственного капитала. В AQR 2024 года наиболее

высокие показатели динамики наблюдаются по отрасли «Строительство» и по отрасли «Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и

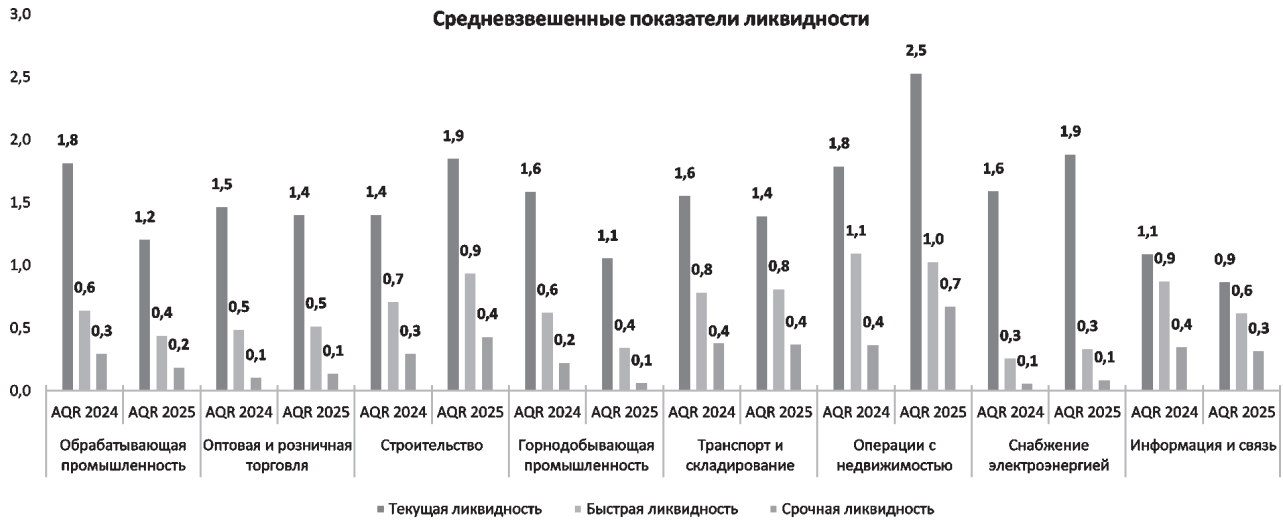
мотоциклов». В AQR 2025 года наиболее высокие показатели динамики наблюдаются по отрасли «Строительство». По отрасли «Операции с недвижи-

АРРФ РК

мым имуществом» заметен значительный рост, что вероятно связано с увеличением экономической активности. Наиболее низкие показатели динамики в AQR 2024 года наблюдаются в отраслях «Операции с

недвижимостью» и «Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров». В AQR 2025 года наиболее низкие показатели динамики наблюдаются в отрасли «Транспорт и складирование» и в отрасли

«Информация и связь». Сильное снижение показателей по отрасли «Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов», вероятно связано с падением потребительского спроса.



В группу показателей ликвидности входят коэффициенты: текущей, быстрой и срочной ликвидности. И в AQR 2024 года, и в AQR 2025 года наиболее высокие по-

казатели ликвидности зафиксированы по отраслям «Операции с недвижимым имуществом» и «Строительство». Наиболее низкие показатели ликвидности в AQR 2024 года наблюдаются

ся по отрасли «Информация и связь», а в AQR 2025 года – по отраслям «Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров» и «Информация и связь».



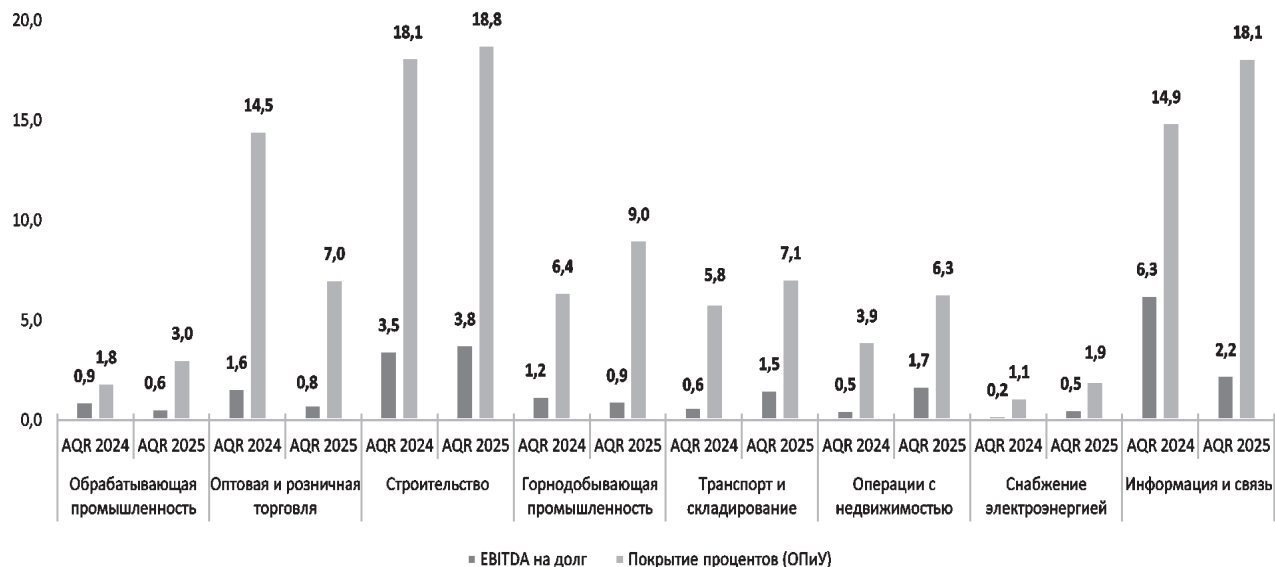
В первую часть группы коэффициентов платежеспособности входят показатели: долг к активам, долг к капиталу, финансовый леверидж. В AQR 2024 года и в AQR 2025 года наиболее устойчивые показатели по первой части показателей платеже-

способности наблюдались по отрасли «Информация и связь». В AQR 2025 года следует отметить отрасль «Строительство», по которой устойчивые показатели «Долг к активам» и «Долг к капиталу», но неудовлетворительные показатели коэф-

фициента «Финансовый леверидж». Менее устойчивые показатели наблюдаются по отрасли «Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов», у которой показатель финансовый леверидж принимает самое наибольшее значение.

## АРРФР РК

## Средневзвешенные показатели платежеспособности (2 часть)



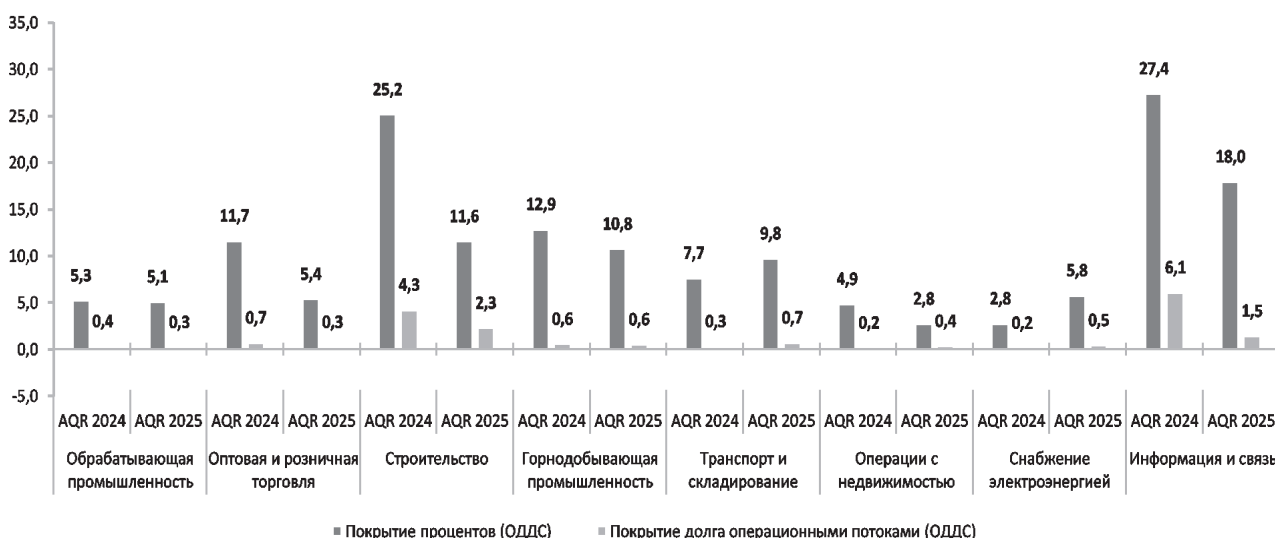
Во вторую часть группы коэффициентов платежеспособности входят показатели: EBITDA на долг, покрытие процентов (ОПИУ).

В AQR 2024 года наиболее высокие показатели платеже-

способности наблюдались по отрасли «Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов» и «Строительство», а в AQR 2025 года – по отрасли «Строительство» и «Информация и связь».

Наиболее низкие показатели по второй части показателей платежеспособности наблюдались по отрасли «Снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом».

## Средневзвешенные коэффициенты покрытия



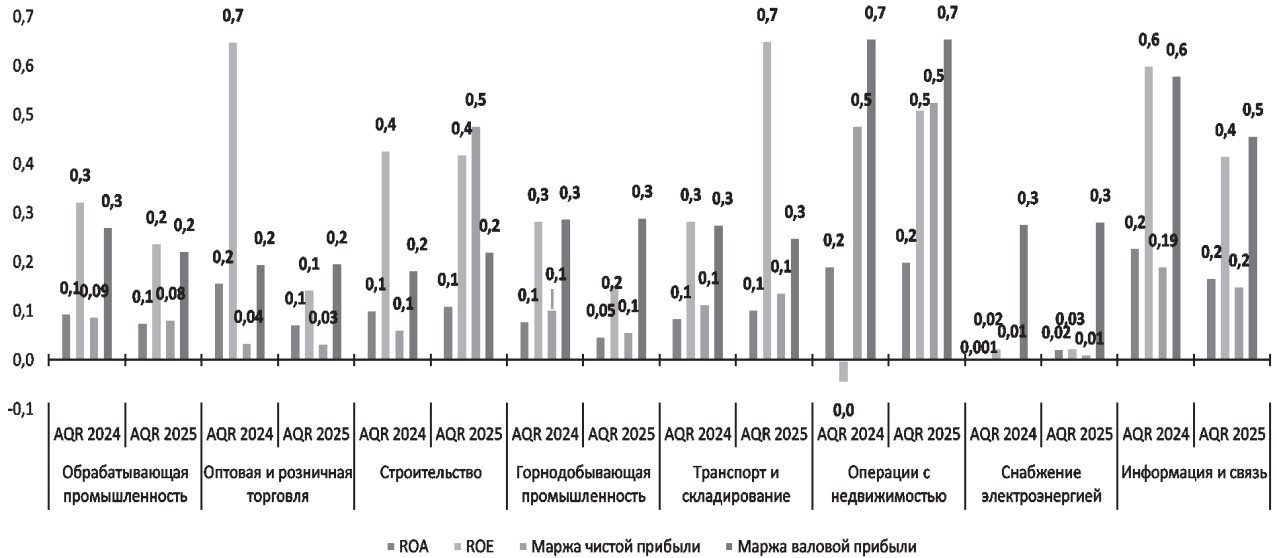
В группу коэффициентов покрытия входят показатели: покрытие процентов (ОДДС), покрытие долга операционными потоками (ОДДС).

Наиболее высокий показатель покрытия процен-

тов (ОДДС) в AQR 2024 года наблюдался по отраслям «Строительство» и «Информация и связь», а в AQR 2025 года – по отрасли «Информация и связь». Наиболее низкий: в AQR 2024 года – по

отрасли «Снабжение электроэнергией, газом, паром, горячей водой и кондиционированным воздухом», а в AQR 2025 года – по отрасли «Операции с недвижимым имуществом».

Средневзвешенные показатели рентабельности



В группу коэффициентов рентабельности входят показатели: ROA, ROE, маржа чистой прибыли, маржа валовой прибыли.

В AQR 2024 года наиболее высокие показатели рентабельности наблюдались по отраслям «Операции с недви-

мым имуществом», «Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов» и «Информация и связь», в AQR 2025 года – по отрасли «Информация и связь» и «Операции с недвижимым имуществом». По отдельным показателям, таким как показатель ROE, высокие

значения демонстрирует отрасль «Транспорт и складирование». По показателю «Маржа валовой прибыли» высокие значения наблюдаются по отрасли «Строительство», однако по показателям рентабельности по данной отрасли наблюдаются низкие значения.

Средневзвешенные показатели оборачиваемости



В группу коэффициентов оборачиваемости входят показатели: оборачиваемость дебиторской задолженности, оборачиваемость запасов, оборачиваемость кредиторской задолженности, оборачиваемость активов.

В AQR 2024 / AQR 2025 наи-

более высокие показатели по оборачиваемости ввиду специфики деятельности демонстрируют следующие отрасли:  
 - «Оптовая и розничная торговля; ремонт автомобилей и мотоциклов»;  
 - «Транспорт и складирование»;

- «Информация и связь». Наиболее низкие показатели по оборачиваемости наблюдаются по следующим отраслям:  
 - «Строительство»;  
 - «Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров».

## АРРФР РК

**АНАЛИЗ ГАРАНТОВ И СОЗАЕМЩИКОВ**

В рамках оценки индивидуальных заемщиков осуществлён анализ финансового состояния их гарантов и созаемщиков.

Анализ был произведен в целях определения конечной стадии обесценения заемщиков, а также оценки операционных потоков гарантов и созаемщиков, доступных для погашения обязательств заемщиков.

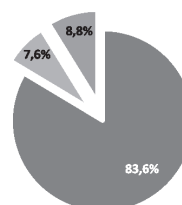
В первую очередь было проверено наличие договорных обязательств гарантов и созаемщиков по погашению задолженности в случае наступления

неплатежеспособности заемщика.

Во вторую очередь был проведен анализ финансового состояния гарантов и созаемщиков. Анализ финансового состояния гарантов и созаемщиков осуществлен посредством Скоринговой модели и модели PD ARES. Общее количество проанализированных гарантов и созаемщиков составило 580 компаний. Из общего количества гарантов и созаемщиков 83,6% отнесены в стадию 1, 7,6% – в стадию 2, 8,8% – в стадию 3. Созаемщики и гаранты, отнесенные в стадии 2 и 3, не были

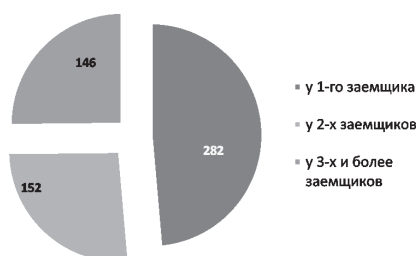
приняты в учет при определении стадий заемщиков, а также при оценке операционных потоков, доступных для погашения обязательств заемщиков.

Доля (от количества) стадий обесценения гарантов и созаемщиков



■ Стадия 1 ■ Стадия 2 ■ Стадия 3

Количество гарантов и созаемщиков относительно заемщиков



Доля гарантов и созаемщиков, имеющих обязательства в банках



282 компаний являются гарантами/созаемщиками одного заемщика, 152 компаний – двух заемщиков, 146 компа-

ний являются гарантом/созаемщиком трех и более заемщиков.

Из общего количества га-

рантов и созаемщиков 172 также являлись заемщиками в одном из банков в периметре QR.

**АНАЛИЗ ЗАЛОГОВОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ**

**36 560**  
залогов

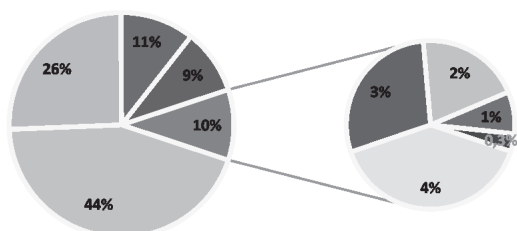
**27 914**  
уникальных  
залогов

**50,8**  
трлн. тенге  
стоимости

**1 258**  
заемщиков,  
имеющих  
залог

**38,5**  
млрд. тенге  
в аресте

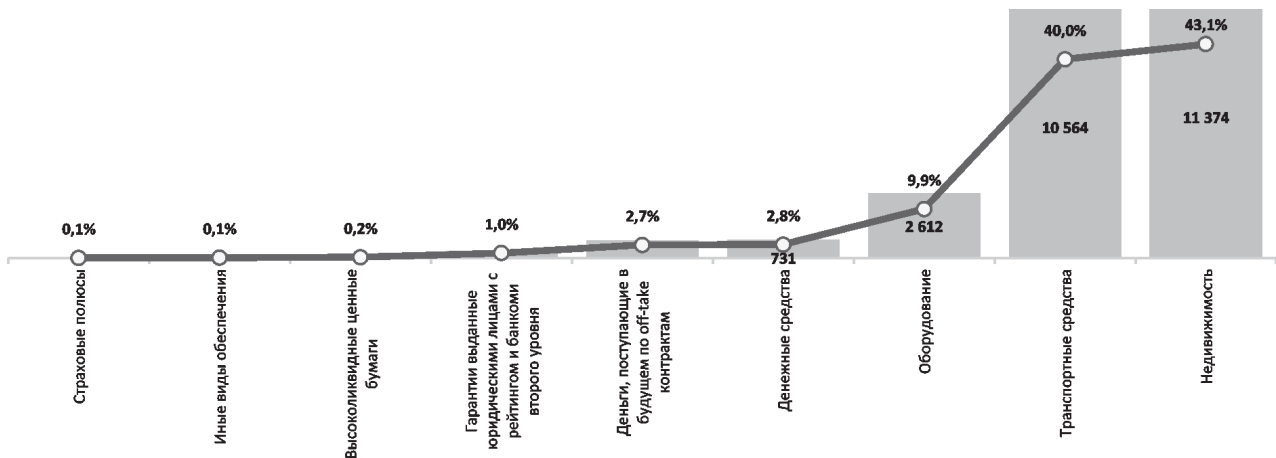
Доля твердых залогов по рыночной стоимости



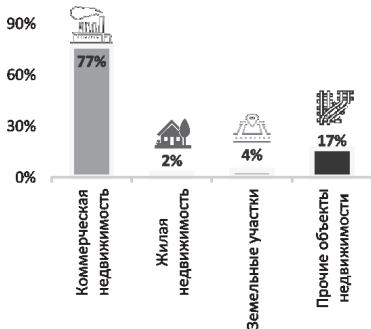
- Недвижимость
- Деньги, поступающие в будущем по off-take контрактам
- Оборудование
- Транспортные средства
- Высоколиквидные ценные бумаги
- Денежные средства
- Гарантии выданные юридическими лицами с рейтингом и банками второго уровня
- Страховые полисы
- Иные виды обеспечения

Банками были предоставлены данные по твердым и нетвердым видам обеспечения (товарно-материальные ценности, гарантии юридических лиц без рейтинга и физических лиц, и т.д.). Среди твердых залогов наибольшую долю по рыночной стоимости составляют недвижимость (44%), деньги, поступающие в будущем по off-take контрактам (26%), оборудование (11%) и транспортные средства (9%).

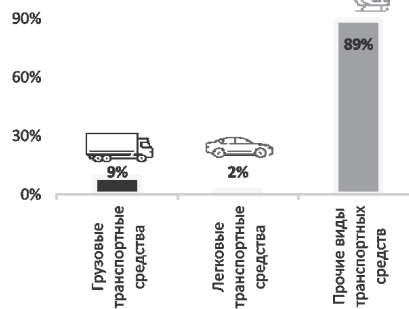
По количеству наибольшую часть твердых залогов составляет залоговое обеспечение в виде недвижимости (43%), транспортных средств (40%) и оборудования (9,9%).



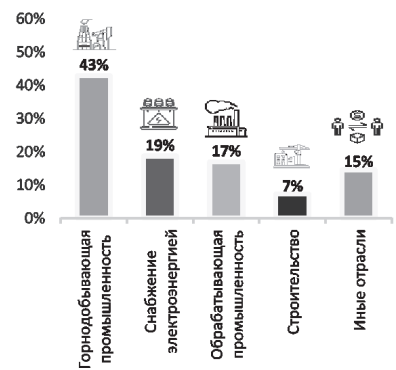
Распределение по подвидам недвижимости



Распределение по подвидам транспортных средств



Распределение заемщиков с залогами в виде off-take контрактов по отраслям



Наибольшую часть по рыночной стоимости среди объектов недвижимости составляет коммерческая недвижимость (77%), среди транспортных средств прочие виды транспортных средств (89%). Преобладающей отраслью среди заемщиков с залогами в виде off-take контрактов является «Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров» (43%).

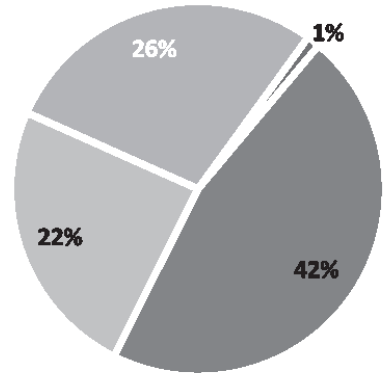
В процессе анализа залогового обеспечения осуществлялась оценка статистик реализации залогов за период не менее трех лет по всем банкам, участвующим в AQR. Наибольшая часть имущества в статистике реализованных залогов приходится на недвижимость (91%), из них 42% приходится на коммерческую недвижимость, 26% - на земельные участки и 22% - на жилую недвижимость. Залоги в виде товарноматериальных ценно-

стей, готовой продукции, ценных бумаг и долей в уставном капитале отсутствуют в статистике реализованных залогов.

Начиная с AQR 2023 года анализ реализаций по некоторым видам залогов проводился более детализировано и учитывал подвид залогового обеспечения для более точного расчета. Соответственно в AQR 2025 на основании статистических данных реализации залогового имущества были рассчитаны коэффициенты ликвидности, которые состоят из двух составляющих: дисконта от оценочной стоимости и срока реализации залога. Рассчитанные значения применялись к действующему залоговому обеспечению индивидуальных заемщиков в соответствии с видом и подвидом залога. В случае недостаточности собственной статистики банка к залогами применялись значе-

ния, рассчитанные на основании общей статистики банков участников AQR. Из статистики исключались случаи реализации залогов банками в ОУСА, реализации в рассрочку с большим сроком незавершенной рассрочки и т.д.

Доля реализованных залогов в разрезе видов залогов



- Коммерческая недвижимость
- Земельные участки
- Жилая недвижимость
- Прочие объекты недвижимости

## АРРФР РК

Дисконт от оценочной стоимости - коэффициент, определяющий разницу между фактической суммой денежных средств, полученных от ре-

ализации залога и последней оценкой рыночной стоимости.

Срок реализации залога - показатель, отражающий период с даты дефолта, за который осу-

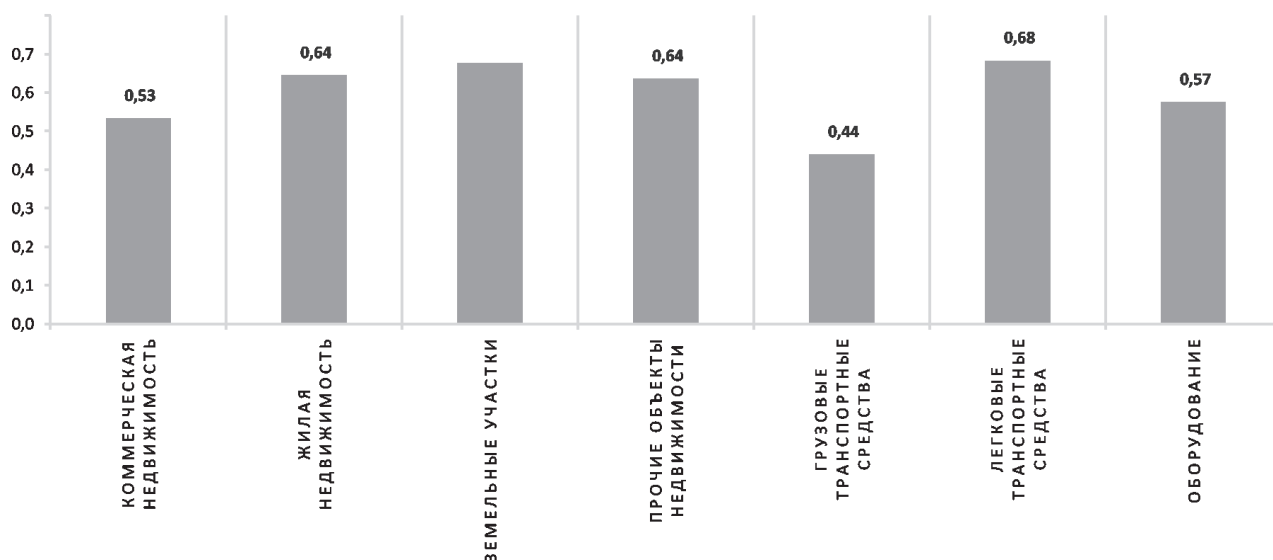
ществляется реализация того или иного вида обеспечения.

Итоговый коэффициент ликвидности рассчитывается по формуле:

$$\text{Коэффициент ликвидности} = \frac{\text{Рыночная стоимость} * (1 - \text{Дисконт от оценочной стоимости})}{(1 + \text{ПЭСВ})^{\text{Срок реализации (в годах)}}$$

Ниже представлены средневзвешенные коэффициенты ликвидности:

## КОЭФФИЦИЕНТ ЛИКВИДНОСТИ



АРФР РК

## ОДНОРОДНЫЕ ЗАЙМЫ: RETCON

**11,0**  
трлн. тенге  
EAD

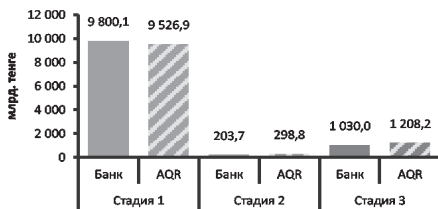
**6,7%**  
Ср.взв. PD  
стадии 1

**50,8%**  
Ср.взв. LGD  
стадии 1

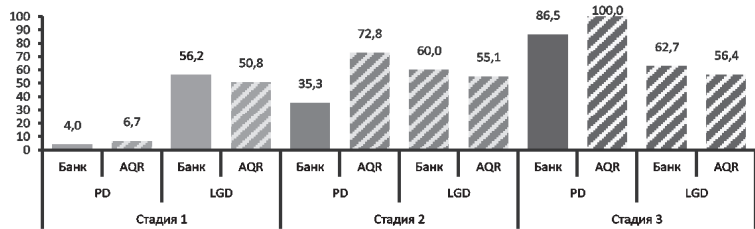
**80,2**  
млрд. тенге  
Δ провизии

**9,0%**  
Уровень покрытия  
провизиями

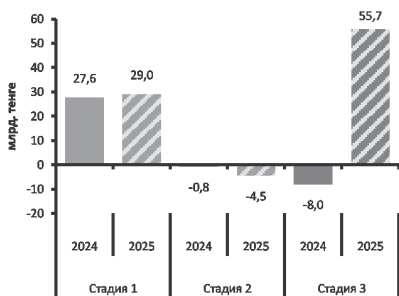
Распределение EAD портфеля RETCON по стадиям до и после AQR



Риск-метрики PD и LGD по однородным займам RETCON по стадиям обесценения



Распределение корректировок оценок провизий по стадиям



Основной причиной реклассификации займов в стадию 3 стало применение единого определения дефолта при расчете всех риск-метрик. Например, отдельные банки применяют расширенное определение дефолта, включающее вынужденные реструктуризации, а также дефолты в других банках и пр., при расчете

LGD и определении стадий обесценения займов, однако используют только количество дней просрочки при определении PD.

Превышение средневзвешенного над LGD по данным банков над LGD по данным AQR объясняется консервативным подходом отдельных банков к определению LGD в размере 100%.

## ОДНОРОДНЫЕ ЗАЙМЫ: RETCAR

**3,6**  
трлн. тенге  
EAD

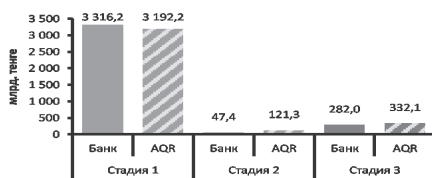
**6,3%**  
Ср.взв. PD  
стадии 1

**44,1%**  
Ср.взв. LGD  
стадии 1

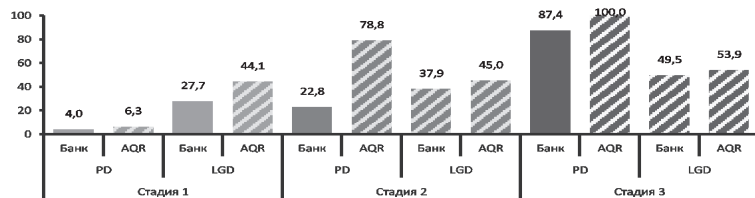
**73,7**  
млрд. тенге  
Δ провизии

**7,3%**  
Уровень покрытия  
провизиями

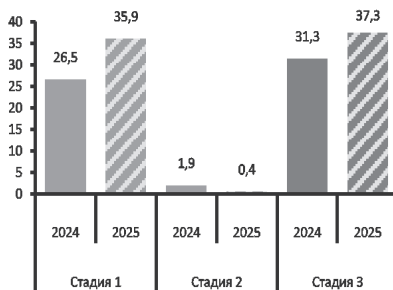
Распределение EAD портфеля RETCAR по стадиям до и после AQR



Риск-метрики PD и LGD по однородным займам RETCAR по стадиям обесценения



Распределение корректировок оценок провизий по стадиям



Основной причиной реклассификации займов в стадию 3 стало применение единого определения дефолта при расчете всех риск-метрик. Согласно методологии AQR LGD рассчитывается только на основании фактических денежных возвратов, которые включают денежные погашения, в т.ч. рефинансирования в других банках, возвраты от продажи залогового имуще-

ства и пр., в то время как банки учитывают вместо возвратов от продажи залогового имущества дисконтированную стоимость залогового обеспечения. Вследствие учета действующей залоговой базы, занижающей фактический уровень LGD, возникают различия в провизиях, которые наиболее существенны по стадии 3, где наибольшая доля дополнительных провизий от EAD.

## АРРФР РК

## ОДНОРОДНЫЕ ЗАЙМЫ: RETEST

2,5

трлн. тенге  
EAD

1,1%

Ср.взв. PD  
стадии 1

56,8%

Ср.взв. LGD  
стадии 1

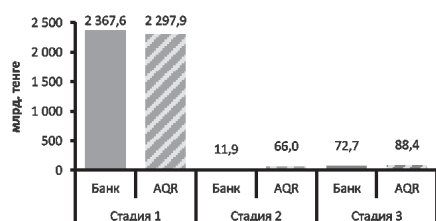
25,8

млрд. тенге  
Δ провизии

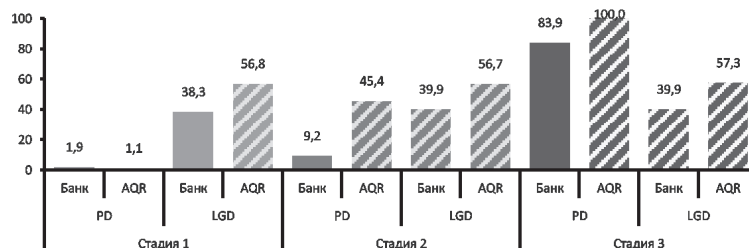
2,8%

Уровень покрытия  
провизиями

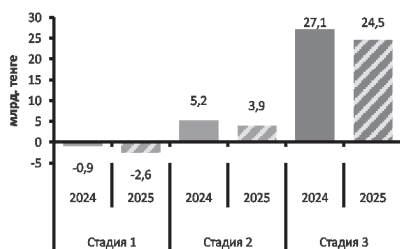
Распределение EAD портфеля RETEST по стадиям до и после AQR



Риск-метрики PD и LGD по однородным займам RETEST по стадиям обесценения



Распределение корректировок оценок провизий по стадиям



Снижение PD стадии 1 объясняется тем, что в качестве стартовой точки для расчета PD по банкам, участвовавшим в AQR 2024 года, используются стадии AQR, т.е. фиксация события обесценения в AQR произошла раньше, чем это нашло отражение в данных банка, таким образом, часть займов, отраженных банками

как дефолт 2024 года, была отражена как миграция из стадии 3 в стадию 3 в расчетах AQR 2025 года и не повлияла на PD.

Различия в оценках LGD, как и по портфелю RETCAR, возникают из-за учета банками действующих залогов, которые не соответствуют фактическим историческим возвратам.

## ОДНОРОДНЫЕ ЗАЙМЫ: RETSML

2,9

трлн. тенге  
EAD

5,9%

Ср.взв. PD  
стадии 1

48,3%

Ср.взв. LGD  
стадии 1

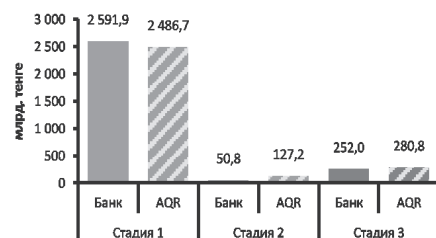
53,0

млрд. тенге  
Δ провизии

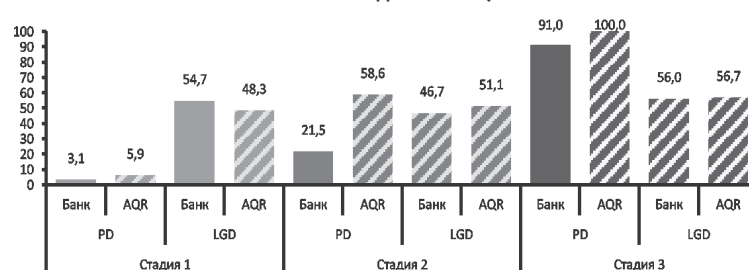
8,1%

Уровень покрытия  
провизиями

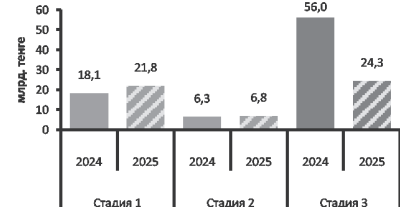
Распределение EAD портфеля RETSML по стадиям до и после AQR



Риск-метрики PD и LGD по однородным займам RETSML по стадиям обесценения



Распределение корректировок оценок провизий по стадиям



Основной причиной реклассификации займов в стадию 2 стало применение триггеров, предусмотренных методологией AQR, что привело к выявлению признаков существенного увеличения кредитного

риска. Указанные триггеры учитывают значительное увеличение вероятности дефолта с сравнением с первоначальным значением, дни просрочки, а также платежные требования, не оплаченные в срок.

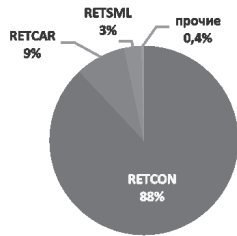
## ОДНОРОДНЫЕ ЗАЙМЫ: LGD

Расчет LGD для однородных займов производился на основании статистики возвратов по дефолтным/

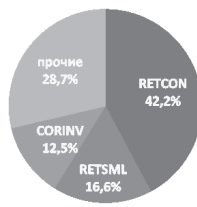
списанным/ модифицированным займам за период с 01.01.2020г. по 01.01.2025г. Сегментация статистики LGD

производилась аналогично сегментации, примененной к портфелю действующих займов.

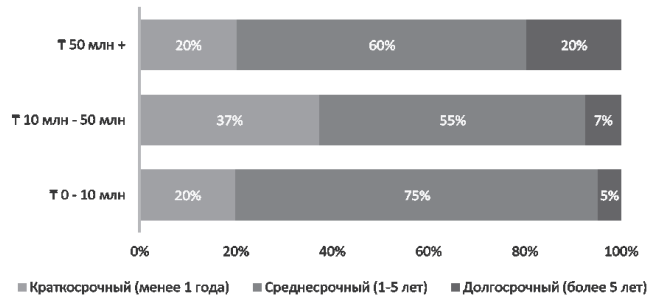
**Структура статистики (по количеству займов)**



**Структура статистики (по DEFAULT EAD)**



**Распределение займов по сумме DEFAULT EAD и контрактному сроку**



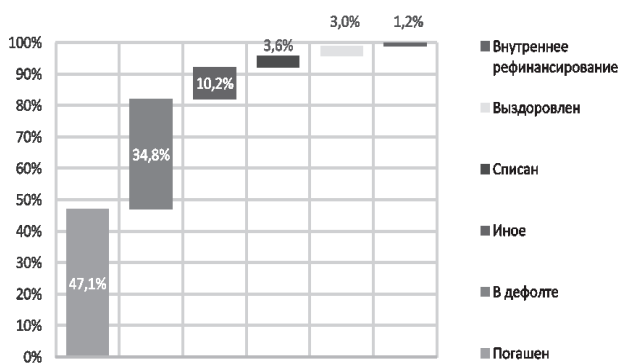
Наибольшая доля погашенных займов наблюдается в портфелях CORLAR, CORMED и RETSML, а наибольшая доля оздоровленных займов – в портфелях COREST и RETEST.

Большая часть займов из статистики LGD приходится на портфель RETCON (88%), однако по сумме EAD на момент дефолта (DEFAULT EAD) на RETCON приходится 42,2%, оставшаяся часть DEFAULT EAD распределена между портфелями RETSML – 16,6%, CORINV – 12,5% и прочими портфелями – 28,7%.

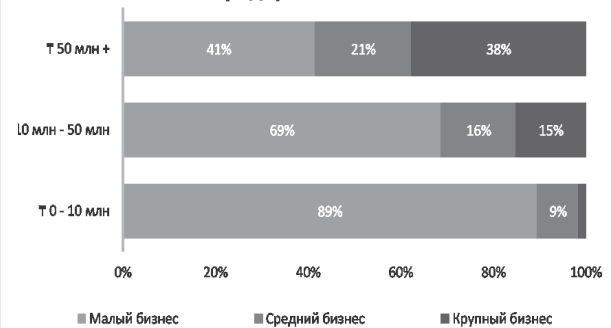
**Распределение DEFAULT EAD по объекту кредитования**



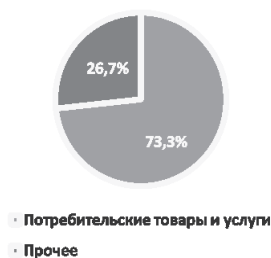
**Распределение займов по текущему статусу**



**Распределение займов по сумме DEFAULT EAD и категории предпринимательства**



**Распределение займов по объекту кредитования**

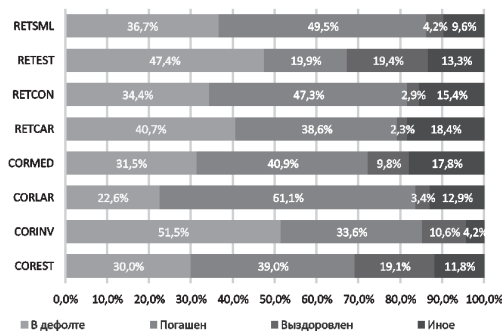


Большая часть DEFAULT EAD приходится на займы, выданные на пополнение оборотных средств (17,3%) и на потребительские товары и услуги (28,2%). При этом по количеству займов 73,3% приходится на потребительские цели.

Большая часть займов полностью погашены (47,1%), а 34,8% займов из статистики находятся в дефолте. Наибольшие доли займов в дефолте наблюдаются по портфелям RETEST, RETCAR, RETSML, CORINV.

## АРРФР РК

Распределение займов по портфелям и текущему статусу



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамках регулярного AQR 2025 года были проанализированы 11 банков, на долю которых приходится 86% активов банковского сектора. Совокупный EAD составил 32,8 трлн. тенге, увеличившись по сравнению с AQR 2024 года на 19,7%.

Результаты оценки показали, что общий уровень достаточности капитала банков-участников существенно превышает регуляторный минимум и составляет 17,7%. При этом наблюдается снижение доли кредитов в стадии 3 на 1,1 процентных пункта по сравнению с 2024 годом. Несмотря на увеличение различий между банковскими оценками требуемого размера провизий и оценкой AQR уровень покрытия провизиями по оценке AQR 2025 года снизился в сравнении с оценкой 2024 года.

Наибольшая доля стадии 3 зафиксирована по портфелям займов, выданных на приобретение и строительство недвижимости, а также субъектам малого предпринимательства.

В то же время в сравнении с AQR 2024 отмечается снижение доли стадии 3 по портфелям займов субъектам малого и среднего предпринимательства, а также крупным предприятиям.

В 2025 году периметром индивидуальной оценки было охвачено 1 299 заемщика. Наибольший объем реклассификаций в стадию 3 наблюдается по отраслям «Деятельность в области административного и вспомогательного обслужива-

ния» и «Горнодобывающая промышленность». Наибольший EAD индивидуальных заемщиков в стадии 3 наблюдается по отраслям «Операции с недвижимостью» и «Сельское хозяйство».

Различие в оценках провизий между банками и AQR по однородным займам во многом обусловлены различиями в подходах к расчёту показателя LGD. В банковских методологиях при определении LGD учиты-

вается приведённая стоимость залогового обеспечения, тогда как в расчётах AQR используется подтвержденная статистика фактических возвратов по дефолтным и списанным займам, что на фоне снижения уровня возвратности формирует различие в оценках. Дополнительное влияние на расхождение оказали реклассификация части займов, применение в рамках AQR единого определения дефолта и увеличение общего объема кредитных портфелей банков.

Несмотря на меры Агентства по снижению нагрузки на банки-участники, качество данных остаётся ключевым фактором успешного проведения AQR. По итогам AQR 2025 года отмечается улучшение в данном направлении, обусловленное заблаговременной подготовкой банков и улучшением предоставляемой информации по сравнению с предыдущими периодами. В рамках AQR 2025 года Агентство, как и в рамках AQR 2024 года, направит в банки-участники письма, содержащие перечень наиболее часто встречающихся ошибок и рекомендаций по устранению последних. Кроме того, Агентство продолжит практику проведения обучающих сессий для банков по заполнению шаблонов данных в рамках регулярного AQR.

Регулярный AQR 2025 года стал четвертой по счёту оценкой, проведённой в дистанционном формате по расширенному перечню банков, и пятой

с учётом пилотного AQR 2021 года. Накопленный в ходе проведения AQR опыт позволяет Агентству формировать целостное представление о состоянии банковского сектора и использовать результаты оценки для выработки проактивных направлений надзорного реагирования, а также выявлять системные риски банковского сектора.

По итогам AQR 2025 года была применена надзорная надбавка на капитал, которая будет стимулировать банки оперативно устранять выявленные в их деятельности недостатки и риски.

В декабре 2025 года международное рейтинговое агентство S&P Global Ratings улучшило свою оценку тенденции развития отраслевого риска в банковском секторе Казахстана со стабильной на позитивную. Данное изменение связано с усилением регулирования и надзора за последние несколько лет. Одной из ключевых мер финансового регулятора была отмечена регулярная оценка качества активов (AQR).

Результаты регулярного AQR продолжают использоваться международными финансовыми организациями и рейтинговыми агентствами в качестве одного из источников информации при формировании оценки устойчивости банковского сектора и финансовой системы Республики Казахстан. Последовательное и регулярное раскрытие результатов AQR способствует повышению прозрачности финансового рынка, укреплению доверия со стороны участников рынка, а также к формированию сопоставимой и объективной информации о качестве активов банковского сектора. С учетом накопленного опыта проведения AQR и расширения аналитической базы Агентство намерено продолжить ежегодную публикацию результатов регулярного AQR, обеспечивая сопоставимость данных, развитие методологии и повышение информативности раскрываемых материалов.



# Финансовые показатели банков второго уровня<sup>1</sup> по состоянию на 01.01.2026 г.

№	Наименование банка	Активы	Судный портфель <sup>2</sup>		всего Кредиты с процентной ставкой <sup>3</sup>						Кредиты 3 стадии и ПОСЧ <sup>4</sup>	Сумма просроченной задолженности по кредитам, включая просроченные застрахованные <sup>5</sup>	Обязательства	по видам вкладов		Превышение текущих доходов (расходов) по операциям расходам (доходам) после уплаты подоходного налога		
			всего	операции "Обязательство РПО" <sup>6</sup>	свыше 7 дней		свыше 30 дней		свыше 90 дней					физических лиц	юридических лиц		Собственный капитал по балансу	
					сумма	доля в судном портфеле	сумма	доля в судном портфеле	сумма	доля в судном портфеле								сумма
1	АО "Народный Банк Казахстана"	20,69 148,985	13,32 838,519	686,882 550	5,19%	596,329 656	4,51%	508,453 511	3,80%	870,535 542	6,38%	495,446 762	586,017 723	16,741 598,802	7,767 891 158	6,138 166,898	3,527 550 183	976,695 400
2	АО "Каса Банк"	9,48 289,736	8,06 610,446	651,151 619	8,07%	560,687 220	6,95%	441,950 433	5,48%	706,276 987	8,75%	490,759 454	364,489 032	8,189 098 765	7,046 825 772	886,986 061	1,295 190 971	571,584 215
3	АО "Темп Финанс Групп"	8,57 447 512	4,72 930,893	141,828 088	3,00%	105,741 200	2,24%	75,493 892	1,59%	262,473 958	3,44%	53,988 525	210,386 850	7,740 919 157	3,332 945 439	31,18 332 362	8,00 528 374	240 19 217
4	АО "Финкас Банк"	5,70 361 015	4,65 038,138	46,790 554	1,46%	21,635 360	0,63%	4,966 130	0,12%	16,098 813	0,40%	3,095 328	10,579 914	4,433 859 052	3,114 884 921	89,031 370	766 50 994	127,465 500
5	АО "ФортБанк"	5,17 612,888	2,98 156 945	70,976 060	4,25%	124,134 640	4,17%	106,008 059	3,54%	154,068 886	5,17%	101,106 539	114,564 140	4,383 719 920	1,362 019 533	2,385 739 679	787 892 668	382 290 063
6	АО "Астана City Bank"	3,351 695 235	1 986 300 133	141,722 061	12,05%	122,373 744	10,21%	90 977 082	7,59%	134 467 834	11,22%	143 258 650	80 115 249	2 355 953 315	752 419 016	815 406 378	995 761 920	14 478 070
7	АО "Транскапитал Банк"	3,026 705 170	1,598 068 946	5 301 319	7,39%	86 502 124	5,29%	59 894 172	3,75%	128 832 314	8,06%	73 876 590	127 882 770	2 433 885 870	1 117 348 895	1 008 811 519	392 813 300	16 468 064
8	АО "Резерв Банк" (JSC) Leila Bank LLC (Public)	2 798 005 998	1 538 317 540	65 008 465	10,05%	131 002 575	8,41%	108 041 063	6,95%	154 801 468	9,93%	98 286 084	157 621 820	2 563 529 783	847 825 549	1 078 426 300	234 470 215	59 579 956
9	АО Банк "НБК"	2 727 052 219	1 565 454 093	96 132 415	6,14%	71 959 711	4,60%	52 496 701	3,35%	68 422 361	4,37%	59 625 741	83 644 473	2 479 743 938	802 716 659	1 209 740 625	247 291 281	64 187 882
10	АО "Финанс Банк Казахстана"	2 889 541 185	1 078 945 081	59 252 949	3,11%	23 577 064	2,19%	14 116 127	1,33%	1 206 880	1,97%	15 695 944	28 906 949	2 342 948 859	882 280 022	588 595 661	246 592 327	12 199 018
11	АО "Алра Банк" (JSC) China Citic Bank Corporation Limited	1 332 565 667	809 477 728	18 765 605	2,32%	12 941 475	1,60%	6 541 789	0,81%	16 944 383	2,09%	2 201 161	18 031 706	1 167 157 763	372 530 853	606 882 008	165 407 994	40 083 787
12	АО "Home Credit Bank"	1 216 943 242	952 377 671	99 884 695	10,49%	81 860 191	8,60%	64 489 000	6,77%	102 641 886	10,78%	66 817 412	46 792 170	1 030 185 167	557 721 434	37 227 145	235 758 075	43 425 353
13	АО "Сбербанк Казахстана"	1 190 217 157	135 934 894	1 144 114	0,93%	600 107	0,49%	427 927	0,33%	2 670 952	2,17%	497 285	325 844	629 111 410	8 044 736	581 946 835	101 866 531	20 626 433
14	АО "Шинэ Банк Казахстана"	730 977 941	122 985 107	162 111 949	6,18%	162 111 949	13,19%	162 111 949	13,19%	162 111 949	13,19%	162 111 949	162 111 949	730 977 941	122 985 107	162 111 949	162 111 949	162 111 949
15	АО "Туркестан Банк Казахстана"	618 091 721	162 111 949	162 111 949	26,24%	162 111 949	26,24%	162 111 949	26,24%	162 111 949	26,24%	162 111 949	162 111 949	618 091 721	162 111 949	162 111 949	162 111 949	162 111 949
16	АО "Туркестан Банк Казахстана"	579 961 425	78 860 960	21 227 136	3,67%	20 299 965	5,57%	18 792 874	5,15%	31 882 331	8,72%	21 037 809	34 752 382	465 894 330	155 298 373	233 183 149	78 437 618	13 232 334
17	АО "Туркестан Банк"	566 331 948	364 679 000	1 828 826	24,23%	24 239 641	7,29%	22 118 121	6,65%	19 750 549	5,94%	27 373 934	34 752 382	465 894 330	155 298 373	233 183 149	78 437 618	13 232 334
18	АО "Туркестан Банк"	404 560 975	332 560 884	1 828 826	24,23%	24 239 641	7,29%	22 118 121	6,65%	19 750 549	5,94%	27 373 934	34 752 382	465 894 330	155 298 373	233 183 149	78 437 618	13 232 334
19	АО "ДЮРНИЙ БАНК" КАЗАХСТАН-ЭЙРАТ-ИНТЕРНЭШЛ БАНК	307 038 224	181 586 869	1 276 355	0,64%	1 206 007	0,64%	1 142 321	0,60%	3 349 774	1,77%	1 149 283	6 957 121	189 657 738	49 235 893	112 590 173	117 404 485	18 290 266
20	АО "Астана City Bank" (Kazakhstan)	266 974 594	44 794 672	6 983 563	15,89%	5 722 784	12,78%	4 312 019	9,62%	6 909 245	15,42%	4 847 778	8 066 562	147 501 580	38 581 286	48 310 131	119 477 925	45 468 545
21	АО "Астана City Bank" (Kazakhstan)	256 180 522	168 707 382	177 384	0,11%	161 705	0,10%	149 908	0,09%	3 702 245	2,20%	121 227	1 787 159	221 368 821	6 741 578	11 568 099	34 811 431	6 309 267
22	АО "Астана City Bank" (Kazakhstan)	44 956 899	20 342 432	4 773 365	23,47%	2 839 459	13,96%	1 494 769	7,35%	15 277 260	75,10%	4 297 297	6 351 172	27 991 801	1 310 335	15 644 951	16 965 097	4 468 948
23	АО "Коммерческий Банк Восток"	23 340 202	13 398 850	3 202 239	23,90%	2 052 525	15,33%	979 562	7,31%	3 561 094	26,38%	581 214	2 108 068	10 379 476	333 426	30 956	12 960 725	2 521 765
Итого:	70 773 782 800	48 465 492 214	775 142 218	5,52%	438 800 267	4,50%	356 104	3,62%	2 638 800 267	6,07%	1 628 742 602	1 925 865 555	60 181 238 389	28 234 526 392	20 476 655 007	10 592 344 411	#####	#####

<sup>1</sup> Информация подготовлена на основании неаудированной отчетности, предоставленной банками второго уровня в соответствии с ПШНБР от 02.12.2025. №88 "Об утверждении Правил предоставления отчетности по займам и условиям обеспечения банками второго уровня, филиалами банков-нерезидентов Республики Казахстан и организациями, осуществляющими операции с ценными бумагами".

<sup>2</sup> Кредиты исключают счета по группе счетов 1300 "Данные, предоставляемые другим банкам", 1400 "Губернаторские и военные", 1460 "Операции с ценными бумагами", без учета счетов корреспондентов (счета 1310, 1311, 1430, 1431, 1432, 1433, 1434, 1435) и счетов переводов (счета 1319, 1438, 1463).

<sup>3</sup> Кредиты, по которым имеется просроченная задолженность по своему долгу (или) неаудированная задолженность, представлены в графе "догово́ры, свыше 7 дней, свыше 30 дней и свыше 90 дней".

<sup>4</sup> Стадия 3 включает кредиты, по которым выявлены события, влекущие обязательства по обеспечению и/или подтверждению исполнения:

- значительные финансовые затруднения заёмщика, в том числе вследствие финансового затруднения;
- нарушение условий договора;
- выкушение реструктуризация займа;
- нецелевое использование кредитных средств;
- иные события, устанавливаемые Методологией учета переводов (перевор) банка.

ПОСЧ - приобретенный или созданный финансовый актив, по которому имеется подтверждение об обеспечении на момент первоначального признания

# Транспортные коридоры Евразии: конкуренция или взаимодополнение?

БЕЗБОРОДОВ Алексей Алексеевич, Доцент НИУ ВШЭ, управляющий партнёр ООО «Инфра Проекты»  
БЕЛОГЛАЗОВА Марина Владимировна, Ведущий аналитик ООО «Инфра Проекты»

## Введение

Распространено убеждение, что транспортные коридоры – это инструмент геополитики. Сторонники этой точки зрения полагают, что объекты логистической инфраструктуры и транспортные коридоры создаются и форсируются в интересах одних государств или групп государств и являются угрозой для других. Отчасти это справедливо: контроль над коридором даёт его владельцу значительные преимущества – от доступа к коммерческим данным и возможности влиять на грузопотоки до использования маршрута для военной логистики в случае конфликта.

Однако здесь кроется противоречие: можно использовать *существующий* коридор в манипулятивных целях, но невозможно с помощью исключительно политической воли создать жизнеспособный коридор.

Политики, делающие ставку на транспортный проект с геополитическими амбициями, часто упускают из виду главное: только экономически целесообразный и эффективно функционирующий коридор становится реальным инструментом контроля и влияния. Без понимания рыночных механизмов, спроса и логистической конкуренции масштабные инфраструктурные проекты рискуют остаться «дорогами в никуда».

В этом докладе исследуется феномен транспортных коридоров, механизмы и драйверы их создания, развития и функционирования. В фокусе – сухопутные коридоры, но для контекста есть и краткий обзор морских маршрутов. Цель исследования – ответить на вопросы, являются ли коридоры орудием геополитики и могут ли транспортные коридоры Евразии стать угрозой для российских интересов.

Краткий ответ: нет. Но именно подобные опасения заставляют государства направлять усилия и ресурсы на развитие транспортных коридоров, проходящих через территории, контролируемые дружественными или нейтральными режимами, а также на инфраструктурные проекты, позиционируемые в рамках абстрактных перспективных коридоров без анализа их экономической целесообразности и жизнеспособности.

В последнее десятилетие тема транспортных коридоров в Евразии находится в центре внимания международного сообщества. Изначально воспринимавшиеся как сугубо экономические проекты, направленные на развитие торговли и логистики, эти инициативы приобрели новое стратегическое звучание благодаря китайской инициативе «Пояс и путь» (ИПП). Китай является крупнейшим торговым и экономическим

партнёром всех стран мира – неудивительно, что любая инициатива, а уж тем более такая масштабная, привлекает пристальный интерес, порождает массу интерпретаций, в том числе теорий заговора.

Заявленная цель ИПП – кардинальное повышение инфраструктурной связности континента. И далеко выходящие за рамки логистики интерпретации и теории заговора являются логичным следствием осознания важности и основополагающей роли логистической инфраструктуры. Собственно, это понимание и лежит в основе восприятия транспортных коридоров в качестве инструментов влияния и манипулирования. В ответ на ИПП в западноевропейских странах были выдвинуты планы создания транспортных маршрутов, которые позиционируются как проекты, альтернативные китайским и российским, и нацелены на ограничение влияния геополитических оппонентов России и Китая.

И всё же это так не работает: недостаточно просто потратить ресурсы на создание инфраструктуры или даже её совокупности, чтобы получить влияние над торговыми потоками.

## Что такое транспортный коридор

В этой главе подробно анализируются проекты и иници-

ативы, развиваемые как международные транспортные коридоры, многие из которых содержат в своём названии слово «коридор» (например, Транскаспийский транспортный коридор, коридор «Север – Юг», Трансарктический транспортный коридор). У этих проектов нет единого набора характеристик или параметров, которыми мы могли бы зафиксировать понятие. У коридора может быть единый оператор, а может и не быть, у него нет единого маршрута, нет единой модальности и так далее. Транспортный коридор – это условная магистраль, соединяющая рынки, но не точки на карте. Она состоит из конкретных участков – элементов физической инфраструктуры. По мере развития инфраструктуры по оси коридора расширяются возможности выстраивания маршрутов: так появляются «сложноподчинённые» и «сложносочинённые» коридоры.

В основе работы современного транспортно-логистического комплекса лежат магистраль и хаб. Если использовать метафору дерева, то магистраль – это ствол, в который сливаются все ветви (более-менее попутные потоки) для получения преимуществ масштаба. Хаб – это узловой терминал на магистральном маршруте, где потоки вливаются в магистраль или ответвляются от неё. Эта модель, концентрирующая большой постоянный поток на магистрали, позволила, **во-первых**, радикально удешевить логистику, **во-вторых**, ускорить и упростить её, обеспечив практически непрерывный поток.

Однако в последние годы череда логистических кризисов и нарастание геополитической напряжённости и конфликтов заставила всех потребителей логистики усом-

ниться в целесообразности такой концентрированной модели с предельными уровнями зависимости и переосмыслить логистические стратегии в сторону диверсификации. В этом контексте и позиционируются создаваемые транспортные коридоры – как альтернатива основному «стволовому» маршруту. То есть, с одной стороны, они являются конкурентами, а с другой – формируют единый комплекс, являясь элементами многовариантной системы.

Ещё одной важной характеристикой коридора является его «обрастание» новой промышленной активностью. В современной экономике логистика выходит далеко за границы понятий «транспорт» и «грузоперевозки». Коротко говоря, глобализация как феномен породила распределённые производственные цепочки – сложнейшие интернациональные сети, в которых движутся потоки товаров, услуг, капитала и технологий, и логистика управляет всеми этими потоками: *upstream* – сырьевая логистика, обеспечение производства, *midstream* – потоки внутри производственных процессов, *downstream* – от производителя к потребителю. Логистика тесно связана с промышленностью: логистические парки являются обязательными компонентами современных промышленных парков и кластеров. Промышленные парки, экономические зоны с всевозможными льготами и режимами благоприятствования для промышленности сейчас, как правило, строятся вблизи крупных логистических хабов. Например, на этом базируется стратегия портово-логистической корпорации *DP World*.

Ещё одним обязательным атрибутом является наличие явно заинтересованных сто-

### **Актеры / интересные проекты транспортных коридоров**

**Во-первых**, это, конечно, страны-транзитёры. Для них привлечение на свои транспортные сети магистрального грузопотока означает приобретение эффекта масштаба для собственных внутренних и внешнеторговых потоков. Более того, как логистика – это сфера экономической деятельности, далеко выходящая за рамки того, что включается в понятия «транспорт» и «перевозки», так и транспортный коридор на самом деле – далеко не только и не столько транспортный. Недаром рядом с логистическим хабом широко практикуется создание экономических/промышленных зон. Расположение на магистрали даёт прямой выход на гигантский рынок, а точнее – на диверсифицированное множество рынков. Потому для стран-транзитёров прохождение по их территории международного транспортного коридора даёт приток международных инвестиций не только в транспортно-логистическую инфраструктуру, но и в промышленность, и в энергетику, а следовательно – в создание рабочих мест и далее по цепочке.

**Во-вторых**, интересантами являются страны-пользователи коридора, прежде всего формирующие его основу, то есть расположенные на концах. Их главный интерес заключается в снижении рисков, в диверсификации маршрутов, обслуживающих их торговлю. Также на их предпочтения влияют объём собственной реальной и потенциальной попутной торговли со странами-транзитёрами и градус политических отношений с ними.

**В-третьих**, как правило, существуют интересные, внимание которых носит чисто политический характер. В

этой плоскости лежит явление относительно недавнего времени, получившее название *friendshoring*. Термин возник по аналогии с *nearshoring* – разворот от глобализации с концентрацией производства там, где сосредоточены максимально дешёвые, обильные и качественные ресурсы, к регионализации производства с размещением мощностей в непосредственной близости от потребительских рынков. Термином *friendshoring* стали обозначать перенос производства в дружественные страны, то есть на территории идеологических партнёров, а также создание препятствий для продвижения продукции стран, являющихся партнёрами идеологических противников.

#### **Экономическая и геополитическая логика развития транспортных коридоров**

Современные транспортные системы формируются по принципу *hub&spoke*<sup>1</sup>, предполагающему консолидацию грузов в ключевых узлах (хабах), соединённых магистральными маршрутами. Оптимальное расположение хабов определяется двумя критически важными условиями.

Прежде всего, они должны находиться в районах со значительным существующим или перспективным грузопотоком – в урбанизированных территориях с высокой концентрацией населения, промышленных или специальных экономических зонах, привлекающих производства за счёт экономических и логистических преимуществ. Кроме того, ключевое значение имеет наличие пересечений с другими торговыми маршрутами, включая пути различной модальности: речные, морские и автомобильные магистрали.

Транспортные коридоры не возникают на произвольном месте – преимущество получают регионы с развитой промышленностью и логистической инфраструктурой либо обладающие значительным потенциалом для их развития.

Также к числу объективных факторов, которые не могут не влиять на реализацию инфраструктурных проектов, на риски их эксплуатации, качество сервиса и, как следствие, спрос, относится набор обстоятельств, обусловленных географией. Природно-климатические факторы – сложный рельеф, экстремальные температуры, сейсмическая активность – ведут к существенному удорожанию и увеличению сроков строительства. Геополитические риски включают зоны конфликта интересов, этнические и религиозные противоречия, а также проходные маршруты через страны со слабыми государственными институтами. Дополнительное осложнение – необходимость пересечения множества государственных границ, что создаёт административные и таможенные барьеры.

#### **Почему в контексте транспортных коридоров акцент делается на контейнерных перевозках**

Контейнерные перевозки – это технология перевозки грузов в стандартизированной таре. Другой термин – «мультимодальные перевозки» – происходит от важной особенности этой технологии: она позволяет в процессе одной перевозки задействовать последовательно разные модальности, то есть виды транспорта. Доставка грузов в контейнерах осуществляется от двери до двери – от отправителя груза до получателя без перегрузки в пути следования. Максимальная эффективность достигается, когда продукция

сразу после изготовления загружается в контейнер, в нём хранится, транспортируется, перегружается с одного транспортного средства на другое, с одного вида транспорта на другой – и так до конечного склада, откуда она поступает в магазин или непосредственно потребителю.

Контейнеры разных типов приспособлены для загрузки в них разных видов грузов. Например, танк-контейнеры используются для перевозки жидкостей и газов, рефконтейнеры – для перевозки грузов, требующих соблюдения контролируемого температурного режима, есть технологические решения для перевозки в контейнерах насыпных, в том числе мелкодисперсных, грузов, длинномерных, агрессивной химии и тому подобного. При этом контейнер всегда имеет одни те же стандартизированные габариты и крепёжные устройства, что позволяет перегружать и хранить контейнеры всех типов на одних и тех же терминалах при помощи одного и того же оборудования, перевозить на одних и тех же транспортных средствах.

В контейнерах могут перевозиться любые грузы. Экономически целесообразно применение контейнерной технологии в отношении грузов стоимостью от 400–500 долларов за тонну – то есть для очень многих, за исключением массовых грузов вроде угля, руды, строительных материалов. Активно идёт контейнеризация логистики для ряда отраслей, в частности нефтегаза и химии, металлургии, машиностроения, электроники, леса и древесины, товаров повседневного спроса.

Это обусловлено преимуществами технологии. Использование технологии контейнерных перевозок позволяет:

1) Обеспечивать загрузку коридора в обоих направлениях.

<sup>1</sup> Буквально – спица на втулке.

2) Консолидировать на одной инфраструктуре разные грузопотоки.

Достижимый благодаря этим двум факторам эффект масштаба и унификация технологий существенно снижают общую стоимость логистики. Эти особенности контейнерных перевозок являются критичными факторами в обеспечении конкурентоспособности маршрутов.

3) Гибко перестраивать маршрут и/или способ перевозки при изменении условий перевозки или требований отправителя/получателя, ускорять или тормозить процесс доставки.

В связи с преимуществами привлечения контейнерных грузопотоков для эффективной работы транспортных коридоров важно отметить значение инфраструктуры. Как мы уже отметили, контейнеризироваться могут почти все грузопотоки, но условиями для этого являются наличие инфраструктуры и сервиса.

**Инфраструктура** – контейнерная система требует больших капитальных затрат на своё создание. Требуются специализированный подвижной состав всех видов транспорта, парк контейнеров, специальное перегрузочное оборудование (контейнерные перегружатели, автоконтейнеровозы, краны, специальные захваты для контейнеров), большие складские площади, контейнерные перегрузочные терминалы.

**Контейнерный сервис** – это транспортные средства, отправляющиеся по фиксированному маршруту с фиксированной периодичностью, как маршрутный автобус.

Наименее требовательны к инфраструктуре и сервису автомобильные перевозки. Но применительно к контейнерным перевозкам автомобильный транспорт используется только на начальном и конеч-

ном участках логистической цепочки: от двери до терминала и от терминала до двери. Эти участки, называемые в логистике первой и последней милей, не относятся к магистральному плечу и, соответственно, к коридору, поэтому автомобильные перевозки в понятие транспортного коридора мы не включаем, как и авиационные. К тому же они создают минимальные экономические эффекты, промышленную и логистическую инфраструктуру внутри коридора, которые мы классифицируем как один из его атрибутов.

Таким образом, **транспортный коридор** представляется авторам доклада как совокупность магистральных транспортных путей и работающих на них транспортных средств, объектов терминальной инфраструктуры на концах магистралей и внутри коридора, в том числе в точках пересечения транспортных путей, смены модальностей, примыкающих к ним промышленно-логистических объектов плюс коммерческих, маркетинговых, административных и ИТ-компонентов.

В этом отношении нет единой точки зрения. Принимаемое нами здесь определение транспортного коридора не совпадает с определением, принятым, например, ЕАБР, который включает в периметр коридоров автотранспорт и проекты автомобильных магистралей. Однако аналитики Всемирного банка придерживаются схожей с нашей позиции: в оценке потребных инвестиций в развитие Транскаспийского транспортного маршрута Всемирный банк включает инвестиции в порты и железные дороги, не упоминая внутренние логистические хабы, которые обязательны с учётом того, что маршрут коридора пересекает множественные государственные границы и предусматри-

вает неоднократную смену модальности.

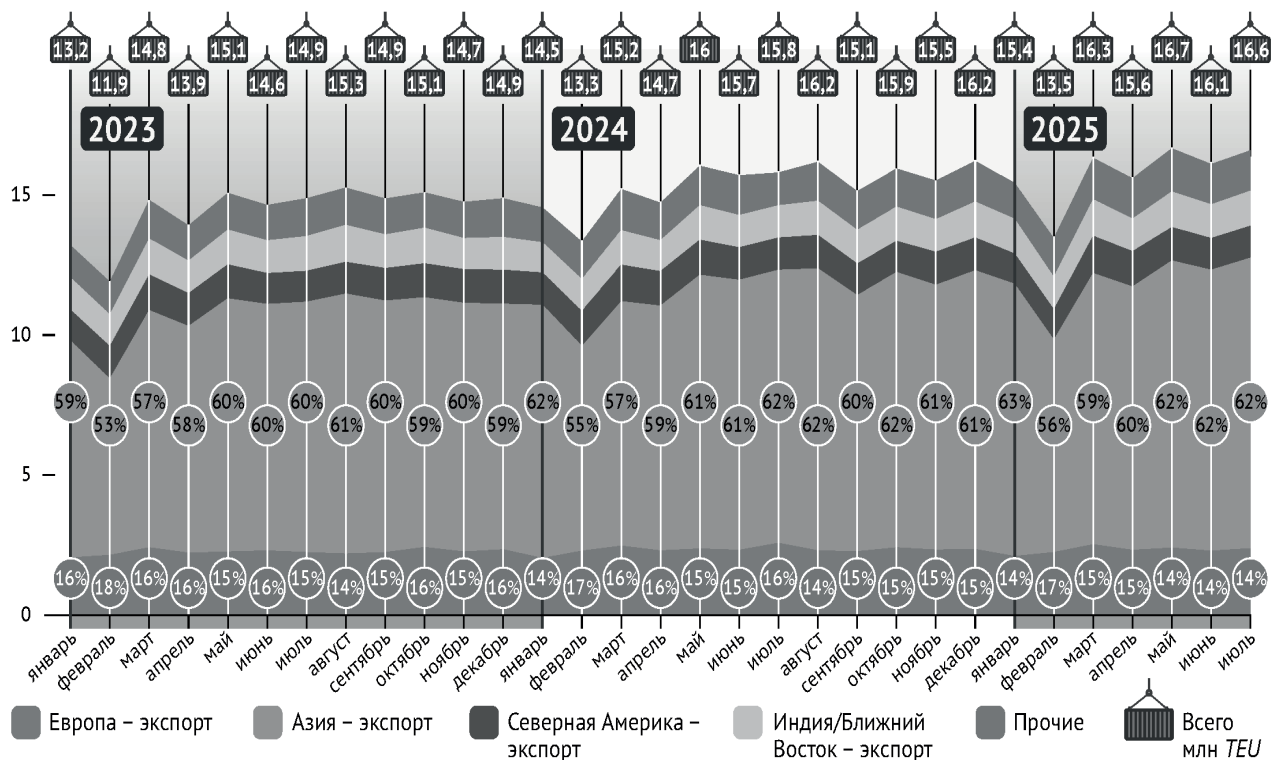
### Торговля между Азией и Европой в мировой контейнерной индустрии

Консолидацию потоков на магистралах и в хабах иллюстрируют следующие цифры: совокупный контейнерооборот глобальной портовой индустрии за 2024 год составил 690 миллионов *TEU*, из этого объёма 72 процента (немногим менее 500 миллионов *TEU*) пришлось на 30 крупнейших портов, 44 процента – на десятку лидеров. Это притом, что всего в мире работает свыше 900 портов, принимающих регулярные контейнерные линии.

В условиях глобальной экономики, когда Азия является «мировой фабрикой», а условный Запад – это крупнейшие потребительские рынки, основной объём грузовых перевозок, в том числе контейнерных, приходится на морской транспорт (рисунок 1).

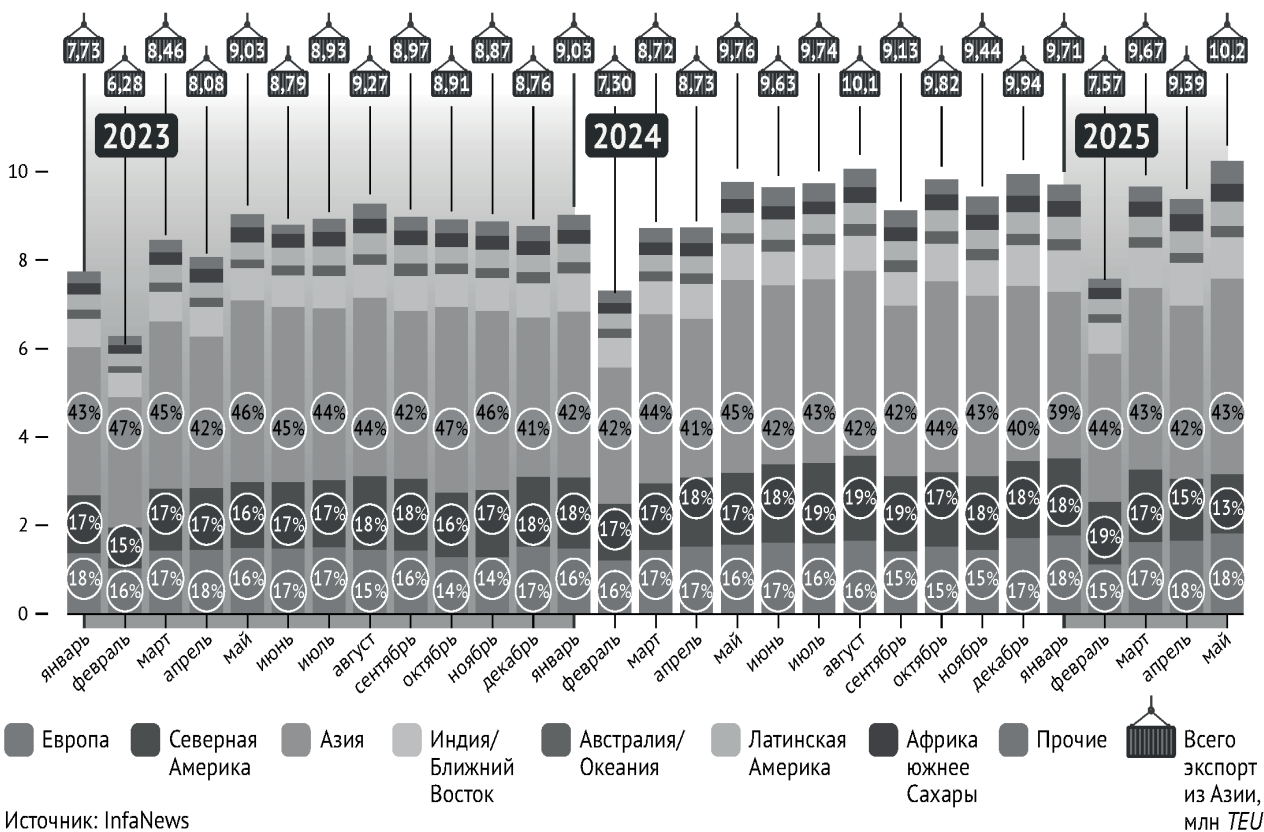
В Азии осуществляется свыше 60 процентов всей погрузки гружёных контейнеров в портах мира и свыше трети получения контейнеров. На рисунке 2 представлена структура азиатского контейнерного экспорта морским транспортом в разрезе регионов-получателей. Мы видим, что и здесь наибольшая доля у Азии. Это обусловлено, **во-первых**, большими объёмами траншипмента, когда в рамках модели *hub&spoke* контейнер сначала доставляется до порта-хаба и откуда уже отправляется по магистральному океанскому маршруту, а **во-вторых**, диверсифицированной структурой производственных цепочек внутри Азии по мере переноса производств из Китая в другие страны региона (отчасти вследствие нарастающего стремления потребляющих стран снизить зависимость своей экономики от поставок из Китая).

РИСУНОК 1. ГЛОБАЛЬНАЯ ИНДУСТРИЯ КОНТЕЙНЕРНЫХ ПЕРЕВОЗОК В РАЗРЕЗЕ КРУПНЕЙШИХ РЕГИОНОВ-ЭКСПОРТЁРОВ



Источник: CTS

РИСУНОК 2. СТРУКТУРА МОРСКОГО КОНТЕЙНЕРНОГО ЭКСПОРТА ИЗ АЗИИ В РАЗРЕЗЕ РЫНКОВ-ПОЛУЧАТЕЛЕЙ



Источник: InfaNews

Европа и Северная Америка являются примерно равными рынками с точки зрения объёмов контейнерного импорта из Азии, однако явно прослеживается тенденция к увеличению доли Европы. Другие важные тенденции – увеличение долей Индии, Ближнего Востока и Латинской Америки в структуре получателей экспорта из Азии: за последние два года объёмы их контейнерного импорта из Азии увеличились на треть, а доли в совокупной погрузке контейнеров в портах Азии достигли 10 и 5 процентов соответственно. Мы отмечаем здесь эти тенденции, так как они являются важными с точки зрения перспектив развития сухопутных транзитных коридоров в Евразии, о чём пойдёт речь далее.

Важно подчеркнуть, что мировая контейнерная индустрия функционирует как единый комплекс, создание которого требует больших начальных и поддерживающих инвестиций, поэтому здесь особенно явно проявляется эффект от масштаба: чем больше грузопоток, тем меньше себестоимость на единицу груза. Эти особенности имеют следующие важные следствия:

(1) Поскольку инфраструктура и сервис первичны, наличие сервиса с высокими показателями надёжности, то есть с понятными и прогнозируемыми сроками отправления и прибытия груза, является критически важным фактором создания спроса.

(2) Отрасль чрезвычайно консолидирована в руках крупнейших операторов, которые стремятся контролировать как можно больше участков мультимодальной цепочки доставки груза. Так, например, семь крупнейших глобальных терминальных холдингов кон-

тролируют 40 процентов совокупного контейнерооборота глобальной терминальной индустрии. Отметим, что речь идёт о консолидированном грузообороте, то есть это не совокупный контейнерооборот терминалов в портфеле холдинга, а доля оборота, пропорциональная участию холдинга в акционерном капитале терминалов<sup>2</sup>.

(3) Чтобы максимизировать экономические эффекты от масштаба операций, участники рынка широко практикуют всевозможные партнёрства, в рамках которых перевозка, проданная одной компанией, фактически осуществляется другой. В индустрии морских контейнерных перевозок существует система альянсов и партнёрств по совместному использованию судов.

(4) Стандартизация и консолидация грузопотоков позволили свести стоимость перевозки на единицу товара до незначительной – особенно это справедливо для дорогостоящих потребительских товаров, электроники, техники, одежды, обуви. На это не влияют даже пиковые ставки, которые в последнее время так и норовят взлететь на фоне апокалиптических новостей, будь то пандемия, атаки хуситов, обстановка вокруг Ирана, идеи Трампа или что-то ещё. Грузовладелец принимает решение о способе/маршруте доставки, исходя не из стоимости собственно доставки, а принимая во внимание целый комплекс критериев, включающих стоимость денег, сроки доставки и надёжность сервиса, то есть вероятность доставки в назначенные сроки, текущие уровни запасов на складах, сезонность и прогнозируемый спрос, безопасность и сохранность груза плюс расходы на

страхование. Ставка также, несомненно, входит в набор этих критериев и стоит далеко не на последнем месте. И она тоже не прозрачна – в том смысле, что она, как правило, мало похожа на уровни, которые показывают фрахтовые индексы. Стоимость доставки конкретного контейнера для конкретного отправителя между конкретными точками в конкретные сроки зависит от массы факторов – это в том числе баланс судовой вместимости и спроса в данный момент и на ближайшую перспективу, текущая загрузка судов как на искомом направлении, так и на обратном, наличие контейнерного оборудования и прогнозный спрос на него, объёмы грузовладельца, направления и регулярность отправок, важность их в портфеле оператора и прочее.

Мы говорим об этих нюансах, поскольку важно понимать, что распределение грузопотоков по возможным маршрутам и коридорам не является чем-то фиксированным, какой-то данностью – оно динамично меняется под воздействием объективных и субъективных факторов. Потому недостаточно создать коридор как совокупность инфраструктуры и сервиса, необходимо его постоянно поддерживать и развивать.

### **Транспортные коридоры, связывающие Китай и Европу**

Аналитики, занимающиеся мониторингом глобальной индустрии контейнерных перевозок, выделяют несколько глобальных магистралей (в английской терминологии *trades*), то есть направлений глобальной торговли. На этом уровне все перевозки в общении Европа – Азия объ-

<sup>2</sup> Global Container Terminal Operators Annual Review and Forecast 2025/26 // Drewry. July 2025. URL: <https://www.drewry.co.uk/maritime-research-products/maritime-research-products/global-container-terminal-operators-annual-review-and-forecast-202526>

## ДОКЛАД МДК «ВАЛДАЙ»

единены в одну магистраль. Однако при этом торговля Азия – Ближний Восток и, например, Ближний Восток – Европа выделены в отдельную магистраль, хотя в нормальном режиме<sup>3</sup> обслуживаются теми же коридорами как совокупностью инфраструктуры и сервиса.

Основным транспортным коридором, обслуживающим около 90 процентов торговли между Европой и Азией, является морской коридор, который в оптимальных условиях проходит вдоль южной оконечности Евразии, через Красное море, Суэцкий канал, Сре-

диземное море, Гибралтар, вдоль восточного побережья Атлантического океана в Северное море. Вариантом трассировки маршрута является маршрут в обход Суэца, вокруг Африки. Этот маршрут является сейчас основным, что обусловлено резко возросшими рисками, связанными с атаками хуситов на торговые суда в районе Баб-эль Мандебского пролива. Однако операторы практиковали использование этого маршрута и ранее.

Экономика судоходного бизнеса – достаточно сложная система. Например, когда судно не работает, оно приносит

большие убытки, чем когда работает в убыток. Себестоимость рейса можно снизить через снижение скорости судна, изменение маршрута в обход дорогих транзитных участков, например Суэцкого канала. Сбор для прохода через него зависит от типа судна, его размера и других факторов, но в среднем его можно принять за полмиллиона долларов. Вот интересные данные из финансовой отчетности *Maersk*<sup>4</sup> за 2024 год: несмотря на то, что хуситский кризис заставил перевозчика перенаправить свои суда в обход зоны риска по маршруту вокруг Африки,

## РИСУНОК 3. ОСНОВНЫЕ ВАРИАНТЫ ДОСТАВКИ ИЗ КИТАЯ В ЕВРОПУ

## Распространённые альтернативы

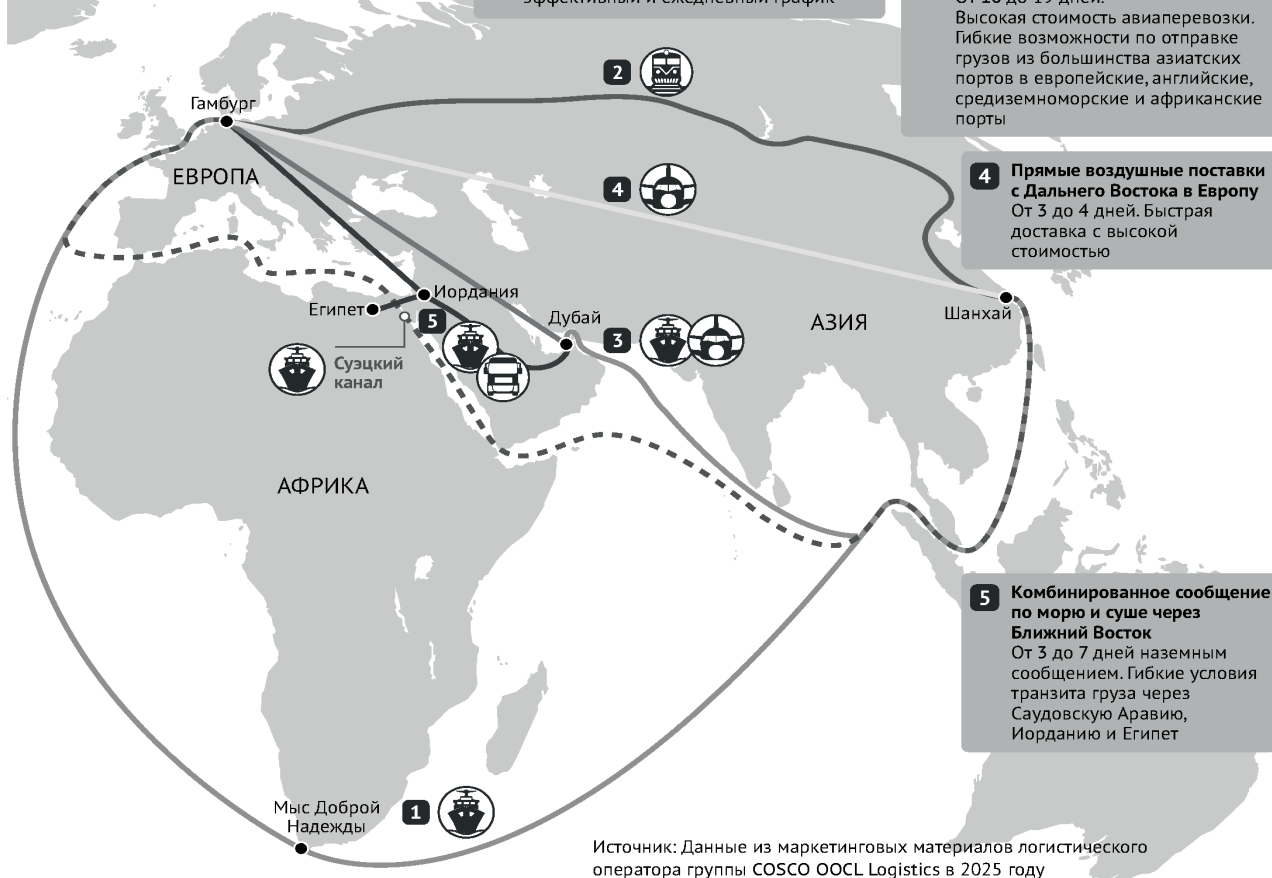
**1** Морской путь через мыс Доброй Надежды  
От 10 до 15 дополнительных дней

**2** Железнодорожный путь Китай–Европа  
От 16 до 18 дней. Дороже, чем по морю, эффективный и ежедневный график

**3** Комбинированное сообщение по морю и воздуху через Дубай  
От 16 до 19 дней.  
Высокая стоимость авиаперевозки. Гибкие возможности по отправке грузов из большинства азиатских портов в европейские, английские, средиземноморские и африканские порты

**4** Прямые воздушные поставки с Дальнего Востока в Европу  
От 3 до 4 дней. Быстрая доставка с высокой стоимостью

**5** Комбинированное сообщение по морю и суше через Ближний Восток  
От 3 до 7 дней наземным сообщением. Гибкие условия транзита груза через Саудовскую Аравию, Иорданию и Египет



<sup>3</sup> Имеется в виду, что в текущей ситуации вынужденный обход региона активности хуситов и выстраивание маршрутов морских сервисов в сообщении Азия – Европа вокруг южной оконечности Африки сократил число портов захода вдоль континента и увеличил роль траншипмента.

ДОКЛАД МДК «ВАЛДАЙ»

который на 40 процентов протяжённее маршрута через Суэц, себестоимость операций без учёта разницы в стоимости бункерного топлива выросла всего на 1,7 процента. В отчёте компания отмечает, что расходы судового топлива в результате удлинения маршрутов, проходивших ранее через Суэцкий канал, составили 14 процентов, расходы на терминальные операции выросли на 5,5 процента. Однако эти дополнительные затраты почти полностью нивелировались исчезновением платежей за проход через Суэц и «военных премий» страховым компаниям.

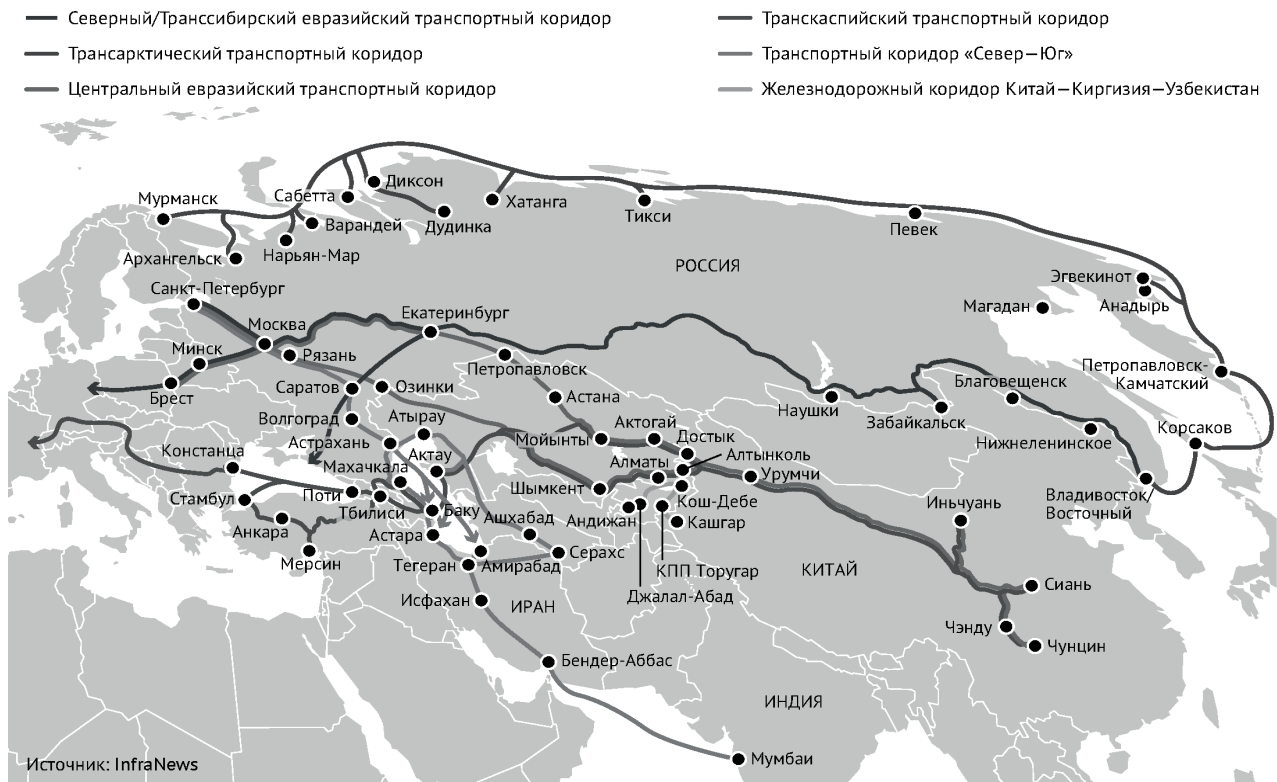
В силу сложной экономики система сервисов на этом на-

правлении морских перевозок очень подвижна. Операторы и партнёрства операторов постоянно адаптируют сеть сервисов и маршрутов. Так, у *Maersk* сейчас всего семь сервисов в сообщении Азия – Европа, а запущенный в 2021 году в условиях логистического кризиса пандемии *COVID-19* мультимодальный сервис из Японии, Кореи, Китая в Северную Европу, Скандинавию с железнодорожным плечом от Находки до Санкт-Петербурга имел код *AE-19*, то есть был девятнадцатым сервисом в сети оператора.

Евразийские транспортные коридоры формируют комплексную систему связей, соединяющую Китай со

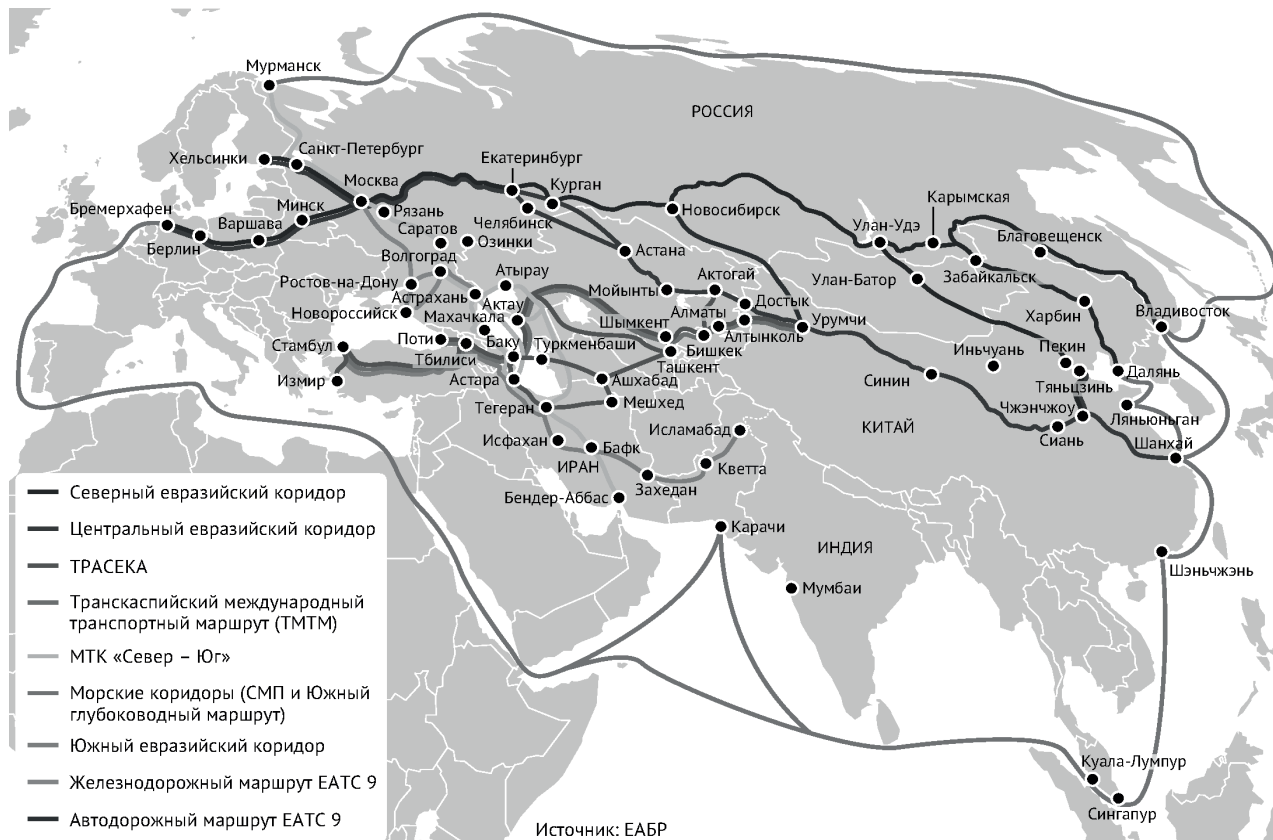
странами Европы и Африки. Бум сухопутных альтернатив морскому коридору доставки связан с началом реализации китайской стратегии «Пояс и путь» (ИПП)<sup>5</sup>. На формах участия Китая в проектах сухопутных транспортных коридоров мы остановимся в следующем разделе. Сейчас лишь отметим, что именно ИПП придала мощный стимул их развитию, хотя СССР был транзитёром для Японии и Западной Европы с 1974 по 1990 год: на пике доля Транссиба в их торговле составляла до 17 процентов. А проект ТРАСЕКА<sup>6</sup>, маршрут которого во многом совпадает с сегодняшним Транскаспийским коридором, был задуман в начале 1990-х.

РИСУНОК 4. ТРАНСПОРТНЫЕ КОРИДОРЫ АЗИЯ–ЕВРОПА



<sup>4</sup> Maersk Annual Report 2024. URL: <https://investor.maersk.com/static-files/31bf05a1-6f0c-4fbd-a3c7-3f58e044f668>  
<sup>5</sup> См.: К Великому океану, или Новая глобализация России // Доклад Международного дискуссионного клуба «Валдай». 5.07.2012. URL: <https://ru.valdaiclub.com/a/reports/k-velikomu-okeanu-1/>; К Великому океану-2, или Российский рынок к Азии // Доклад Международного дискуссионного клуба «Валдай». 27.02.2014. URL: <https://ru.valdaiclub.com/a/reports/k-velikomu-okeanu-2/>; К Великому океану-3. Экономический пояс Шёлкового пути и приоритеты совместного развития евразийских государств // Доклад Международного дискуссионного клуба «Валдай». 4.06.2015. URL: <https://ru.valdaiclub.com/a/reports/k-velikomu-okeanu-3/>  
<sup>6</sup> ТРАСЕКА – транспортный коридор «Европа – Кавказ – Азия» (*Transport Corridor Europe-Caucasus-Asia, TRACECA*).

РИСУНОК 5. КОРИДОРЫ ЕВРАЗИЙСКОГО ТРАНСПОРТНОГО КАРКАСА



Основные коридоры Азия – Европа приведены на карте на рисунке 4:

- Два основных маршрута Евразийского коридора: **Северный/Транссибирский** с точкой входа в Российскую Федерацию в портах Дальнего Востока или на сухопутной границе с Китаем/Монголией и **Центральный**, выходящий из Китая на границе с Казахстаном.

- **Трансарктический** транспортный коридор по Северному морскому пути и **Транскаспийский** коридор, которые получили мощный импульс для развития благодаря нарастающему геополитическому давлению после 2022 года.

- **Коридор «Север – Юг».** Хотя основное позиционирование коридора – торговля с

Индией, множественные точки пересечения с маршрутами по оси Восток – Запад дают основания включать коридор в этот список.

Многочисленные данные по объёмам и структуре инвестиций в проекты евразийских транспортных коридоров – так называемого Евразийского транспортного каркаса – приведены в опубликованном в середине 2025 года отчёте Евразийского банка развития<sup>7</sup>. Наш список коридоров значительно меньше числа коридоров, идентифицируемых Евразийским банком развития. ЕАБР включает в свой список коридоры, являющиеся номинальными и не способными претендовать на статус магистралей, а также включает в понятие коридора автомобильные маршруты.

### Северный евразийский коридор

Транссибирская магистраль является структурным ядром Северного евразийского коридора, являющегося наиболее коротким и эффективным маршрутом, связывающим Азию и Европу.

#### Преимущества:

- Высокая пропускная способность за счёт наличия альтернатив, расширяющих бутылочные горлышки и минимизирующих риски заторов.

- В восточной части коридора точками входа на территорию России являются сухопутные погранпереходы на границе с Китаем и Монголией, пропускная способность которых активно расширяется; порты Приморья Владивосток и Восточный. Ещё одной перспективной точкой входа

<sup>7</sup> Евразийский транспортный каркас: Обсерватория проектов. Рабочий документ 25/5 // Евразийский банк развития. 31.07.2025. URL: <https://eabr.org/analytics/special-reports/eurasian-transport-network-projects-observatory-and-interactive-map/>

**ДОКЛАД МДК «ВАЛДАЙ»**

представляется порт Ванино, который на сегодняшний день является угольным, но аналитики неоднократно отмечали целесообразность его развития для работы с контейнерами<sup>8</sup>.

- Восточная часть Северного евразийского коридора проходит по железнодорожной системе БАМ+Транссиб, получившей название «Восточный полигон». Наличие перемычек между Транссибом и БАМом позволяет эксплуатировать их как единую систему и рационально распределять нагрузку. В настоящее время контейнерные перевозки осуществляются преимущественно по Транссибу, тогда как БАМ используется главным образом для транспортировки угля к терминалам порта Ванино, являющегося его конечным пунктом.

- В условиях дефицита пропускной способности Восточного полигона вследствие массовой переориентации внешней торговли России и Белоруссии на Восток, прежде всего на Китай, с 2022 года активное развитие получила мультимодальная схема доставки автотранспортом на плече от Китая, где автотранспорт традиционно является доминирующим, до сибирских хабов и даже до Москвы.

- В западной части коридора основной маршрут идёт через Белоруссию и границу с Польшей (узел Малашевичи). Однако на пике спроса на транзит по коридору в период пандемии COVID-19 активное развитие получили мультимодальные варианты маршрута через порты Калининграда и СанктПетербурга.

- Когда в сентябре 2025 года возникла острая кризис-

ная ситуация с закрытием со стороны Польши погранпереходов на границе с Белоруссией, китайские операторы в считанные дни разработали и запустили маркетинг альтернативного маршрута доставки транзита в Европу через порт СанктПетербурга.

- Основной маршрут не предусматривает смены модальности, хотя и требует смены колеи.

- Наличие терминальной сети в странах-транзитёрах для переключения потоков, смены модальности в случае необходимости.

- Минимальные барьеры. Основное тело коридора идёт по территории России и Белоруссии без смены модальности и пересечения границ, реальные границы только на с КНР и ЕС.

- Конкуренция операторов.

- Наличие базовой загрузки коридора. Значительные объёмы собственной торговли России и Белоруссии с Китаем создают большой сопутный спрос. Объёмы контейнерного трафика из Азии в Европу примерно втрое превышают встречные объёмы из Европы в Азию. В 2022 году, когда санкции против России и Белоруссии и «этический ценз» резко сократили спрос на доставку европейских грузов транзитом через территорию РФ<sup>9</sup>, объёмы российского транзита почти не упали. В условиях санкций и ограничений на торговлю с Западом Белоруссия переориентировала свою внешнюю торговлю на Китай, в основном на Транссибирский коридор, а далее, по мере их развития, на альтернативные маршруты – через порты Балтики и коридор «Север – Юг».

*Недостатки и риски:*

- Геополитические риски. Речь идёт о санкционных ограничениях, а также о так называемых этических самоограничениях компаний. В 2022 году наиболее болезненным для российского транспортного комплекса оказались не санкции, а добровольный уход большинства контейнерных операторов и вывод их парков. Исторически российский контейнерный рынок существовал как часть западного рынка: крупнейшими операторами были глобальные контейнерные перевозчики, линейный сервис был организован с траншипментом через крупнейшие западные порты-хабы. Вся эта система перестала работать. Новая система была выстроена не с нуля, но потребовала радикальной перестройки.

На диаграмме на рисунке 6 мы видим, что проседание общей численности парка было очень незначительным и кратковременным, и уже в III квартале 2022 года численность работающего парка превысила уровень I квартала 2022. Однако надо отдавать себе отчёт в том, что эффективность работы парка резко сократилась.

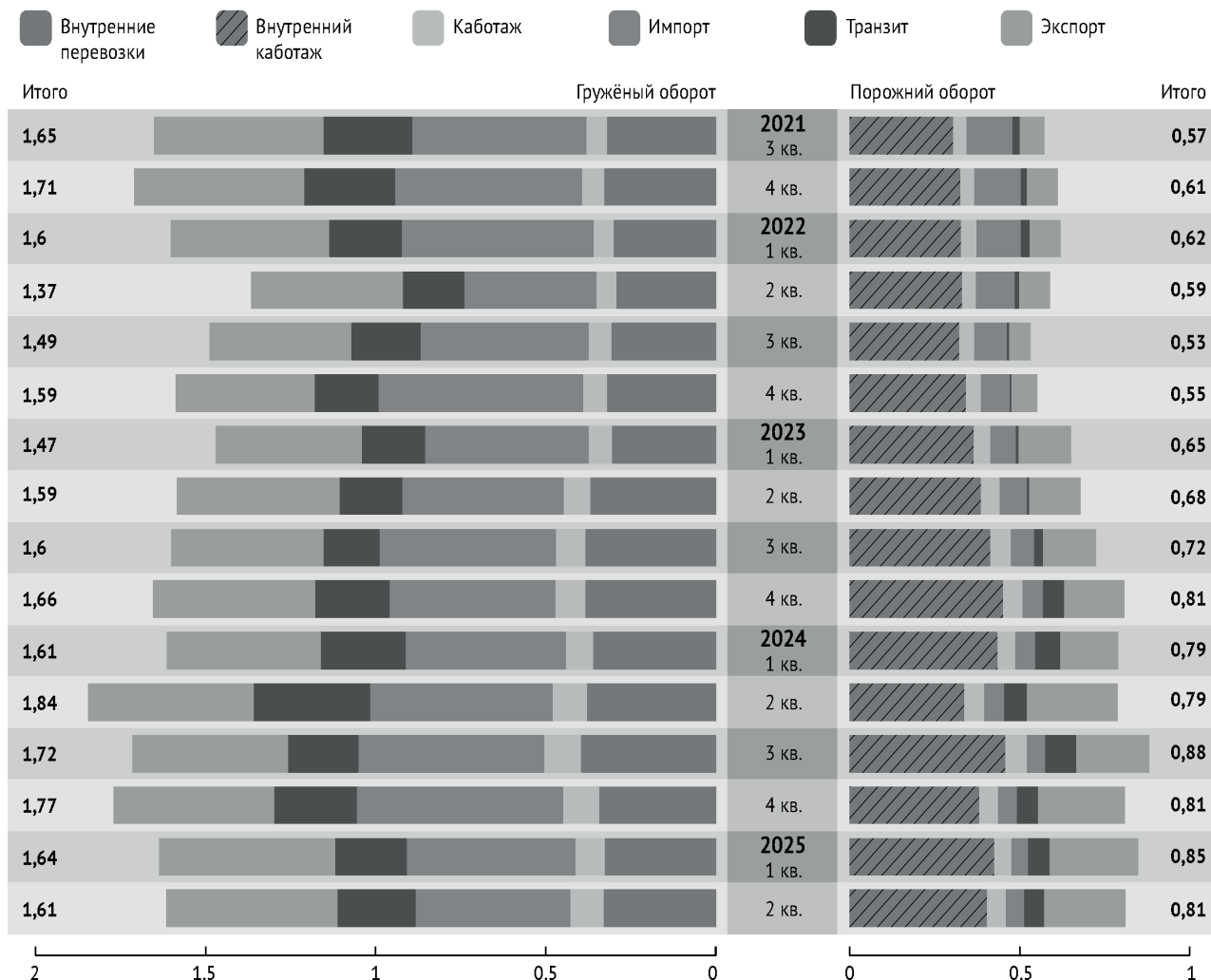
С переориентацией торговли на Восток (Китай) увеличился объём перевозок в контейнерах – до этого значительный объём торговли с Европой шёл автотранспортом через сухопутные границы и на паромных сервисах с Европой, импорт автомобилей шёл не в контейнерах, а на паромных линиях.

Резко увеличились сроки доставки, срок оборота контейнерного оборудования за счёт увеличения расстояния перевозки и слома системы сервисов/маршрутов.

<sup>8</sup> Нужно скорее расширять БАМ, чтобы разгрузить Транссиб – эксперт // РЖД. 6.02.2023. URL: [https:// company.rzd.ru/ru/9401/page/78314?id=207804](https://company.rzd.ru/ru/9401/page/78314?id=207804)

<sup>9</sup> Между тем в 2024 году на фоне хуситского кризиса, резко увеличившего сроки и стоимость морской доставки по традиционному Южному морскому коридору, маршрут которого переключился с Суэца на обходной вокруг Африки, спрос отчасти восстановился.

РИСУНОК 6. ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО КОНТЕЙНЕРНОГО РЫНКА, МЛН TEU



Источник: InfraNews

РИСУНОК 7. ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЯ СТРУКТУРЫ РАБОТАЮЩЕГО В РОССИИ КОНТЕЙНЕРНОГО ПАРКА В РАЗРЕЗЕ ГРУПП СОБСТВЕННИКОВ В ПЕРИОД ПЕРЕСТРОЙКИ РЫНКА (ТЫС. TEU)

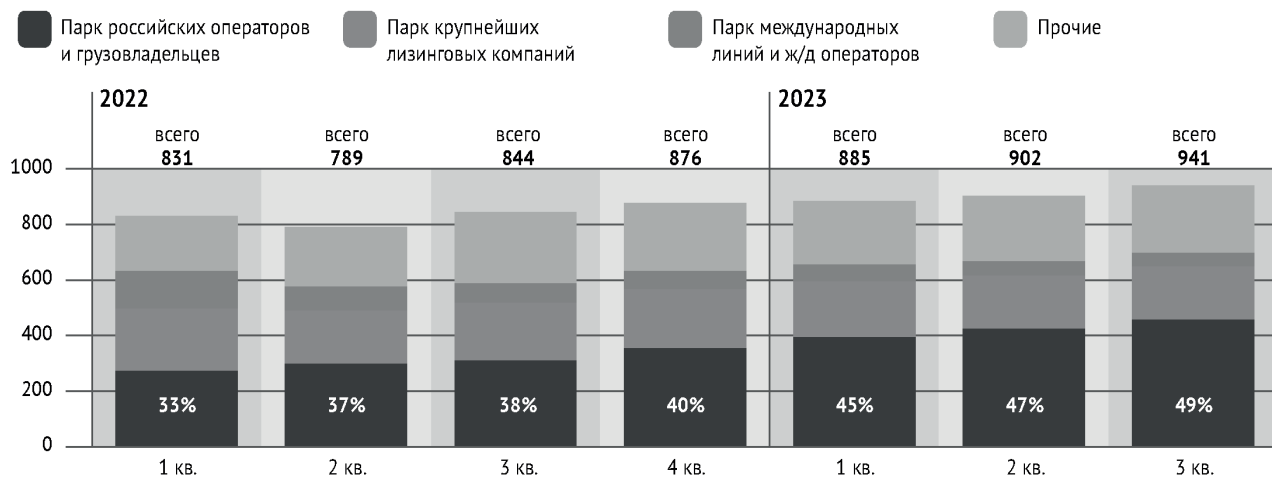
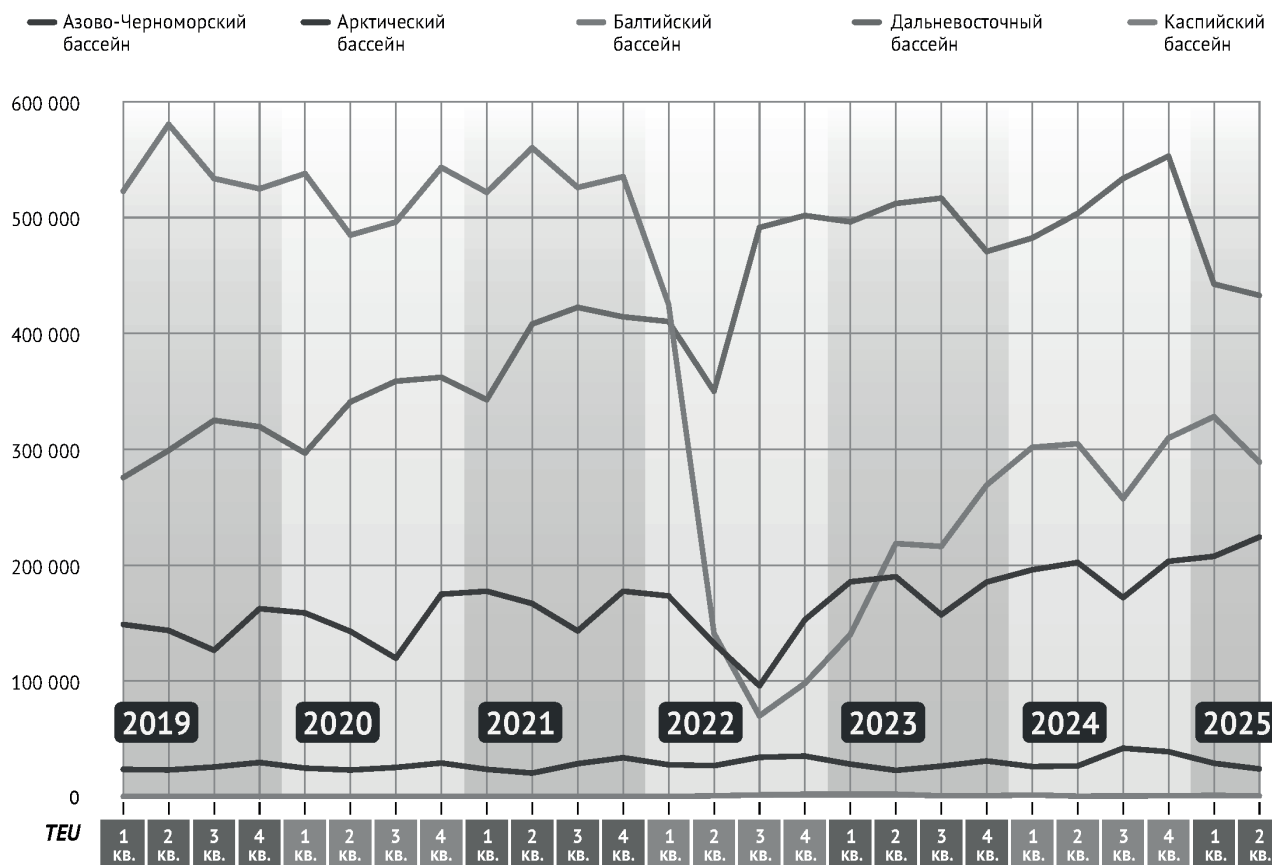


РИСУНОК 8. ГРУЖЁНЫЙ КОНТЕЙНЕРООБОРОТ ПОРТОВ РФ В РАЗРЕЗЕ БАССЕЙНОВ



Источник: InfraNews

Нарушилась работа системы балансировки парков – увеличился порожний оборот.

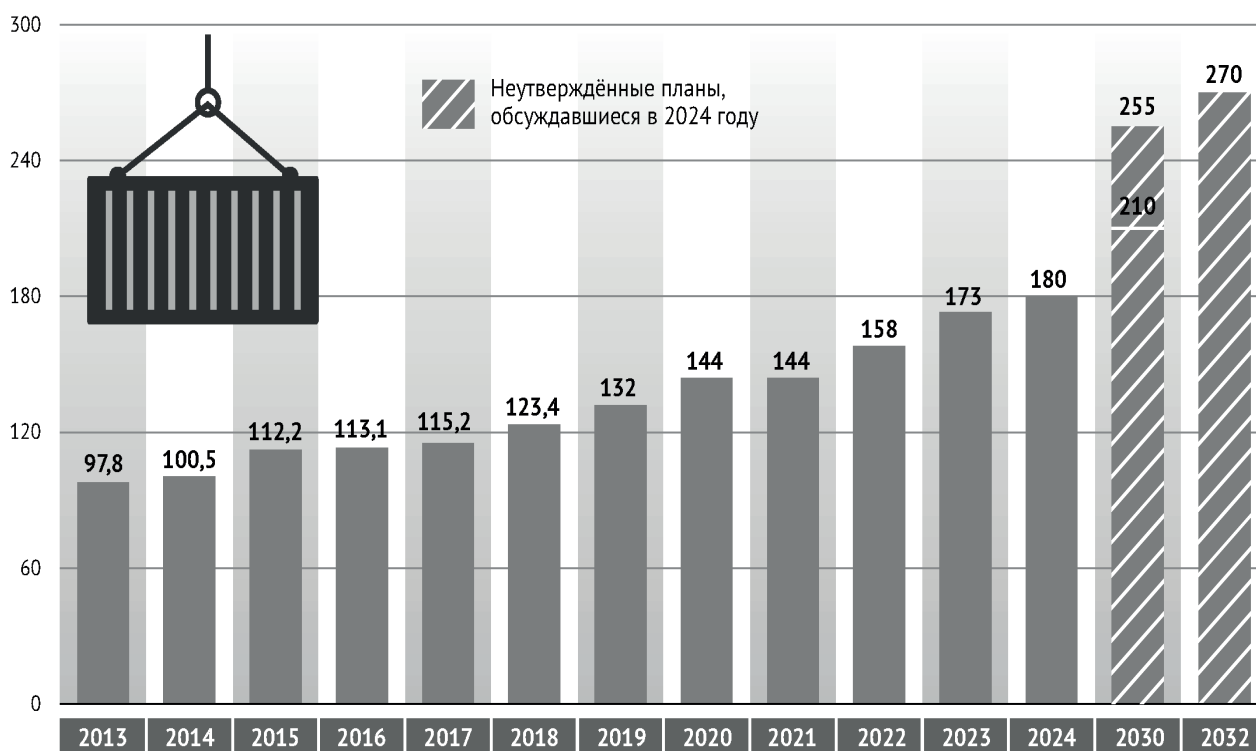
Реанимировать контейнерный сервис через порты Балтики, прежде всего исторически крупнейший российский контейнерный порт Санкт-Петербург, удалось постепенно, и до сих пор он восстановился не полностью. А если посмотреть на структуру (см. график на рисунке 8), то рост 2023–2024 годов в значительной мере обусловлен спросом на вывоз порожних контейнеров из-за ограничений на отправку порожних вагонов и контейнеров по сети РЖД в условиях дефицита пропускной способности Восточного полигона, а также развитием каботажных перевозок для снабжения калининградского эксклава.

- Высокая загруженность коридора собственными внешнеторговыми грузами – дефицит пропускной способности. Транссибирский евразийский коридор выполняет ключевую роль в поддержании территориальной связанности России и её торговли с основным партнёром – Китаем. Ещё до нынешней кризисной ситуации дефицита пропускной способности вследствие массовой переориентации российской внешней торговли с Запада на Восток и в меньшей степени на Юг мощности Восточного полигона, включающего Транссиб, были признаны недостаточными. С 2013 года реализуется программа модернизации – прирост мощности по мере её реализации проиллюстри-

рован на графике на рисунке 9. Однако целевые показатели проведённого расширения определялись до поворота на Восток.

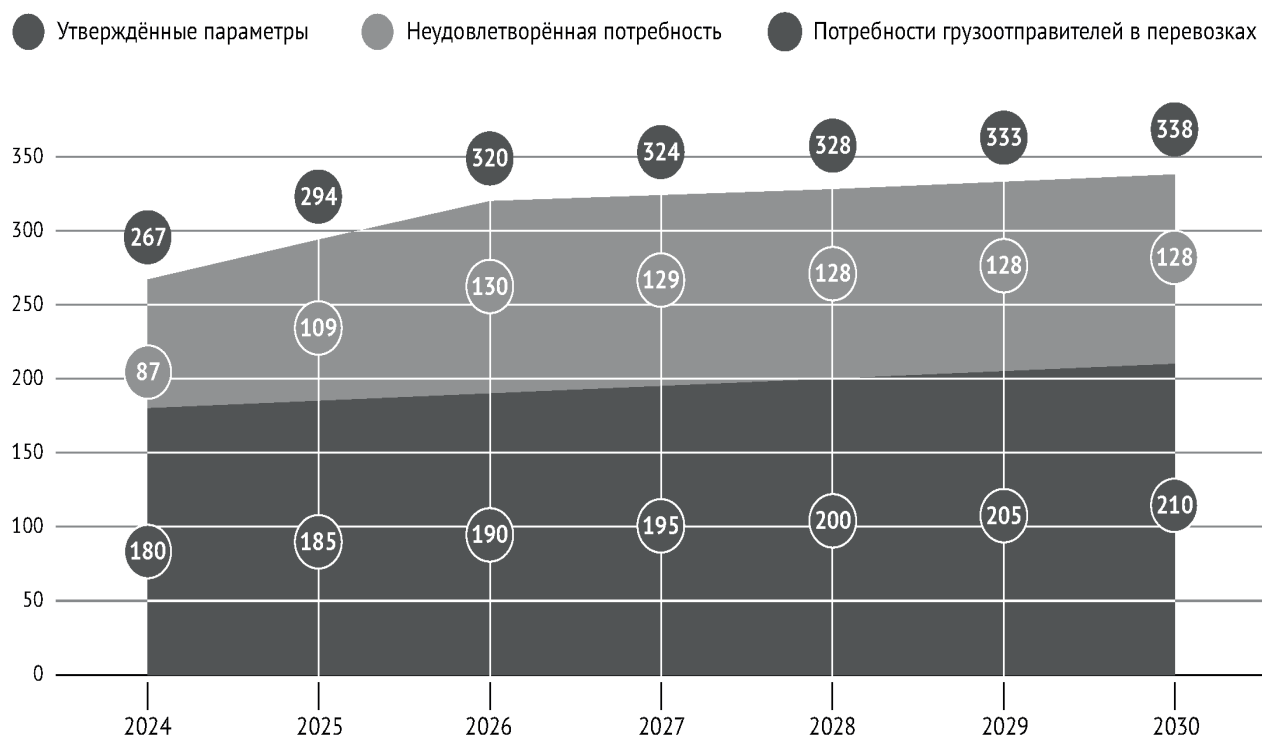
Перспективы спроса на перевозки по Восточному полигону и Транссибу связаны в первую очередь с перспективами развития торговли между Россией и КНР, а также с реализацией трансграничного сотрудничества между двумя странами. Доля Транссибирского коридора в обслуживании транзитных перевозок Китай – Европа – Китай даже на пике спроса в 2021 году не превышала 20 процентов, а в текущих условиях дефицита пропускной способности и роста собственной торговли с КНР задачи транзитного сервиса отошли на второй план.

РИСУНОК 9. ПРОПУСКНАЯ СПОСОБНОСТЬ ВОСТОЧНОГО ПОЛИГОНА, МЛН ТОНН



Источник: Данные РЖД и Минтранс

РИСУНОК 10. ДЕФИЦИТ ПРОПУСКНОЙ СПОСОБНОСТИ ВОСТОЧНОГО ПОЛИГОНА, МЛН ТОНН



Источник: Прогноз правительства от сентября 2024 г.

**Центральный евразийский коридор**

Центральный евразийский коридор, пролегающий через территории Казахстана, России и Белоруссии, сохраняет статус главного сухопутного маршрута в сообщении Китай – Европа. Даже в годы максимального притока транзита на российский коридор по Транссибу в 2021 году доля казахстано-российского коридора превышала 80 процентов, сейчас – около 90 процентов.

Весной 2022 года объёмы железнодорожного транзита в сообщении между Китаем и Европой резко сократились, однако, несмотря на это, Транскаспийский коридор (ТМТМ), который не пересекает границу с Россией, а идёт далее через Каспий и Азербайджан и Грузию или Турцию и затем через Чёрное море, так и не «выстрелил».

На рисунке 11 мы видим, что с сокращением спроса на транзитные перевозки Китай – Европа в 2022 году в условиях дефицита пропускной способности Восточного полигона высвободившиеся ресурсы пропускной способности казахстанского маршрута тут же заполнил белорусский транзит в Китай и российские экспортно-импортные грузы. В 2024 году в условиях восстановления спроса на транзит в Европу и дефицита пропускной способности железнодорожной инфраструктуры сократился транзит на Россию и Белоруссию – эти перевозки в значительной мере переориентировались на морскую доставку через российские порты Балтики.

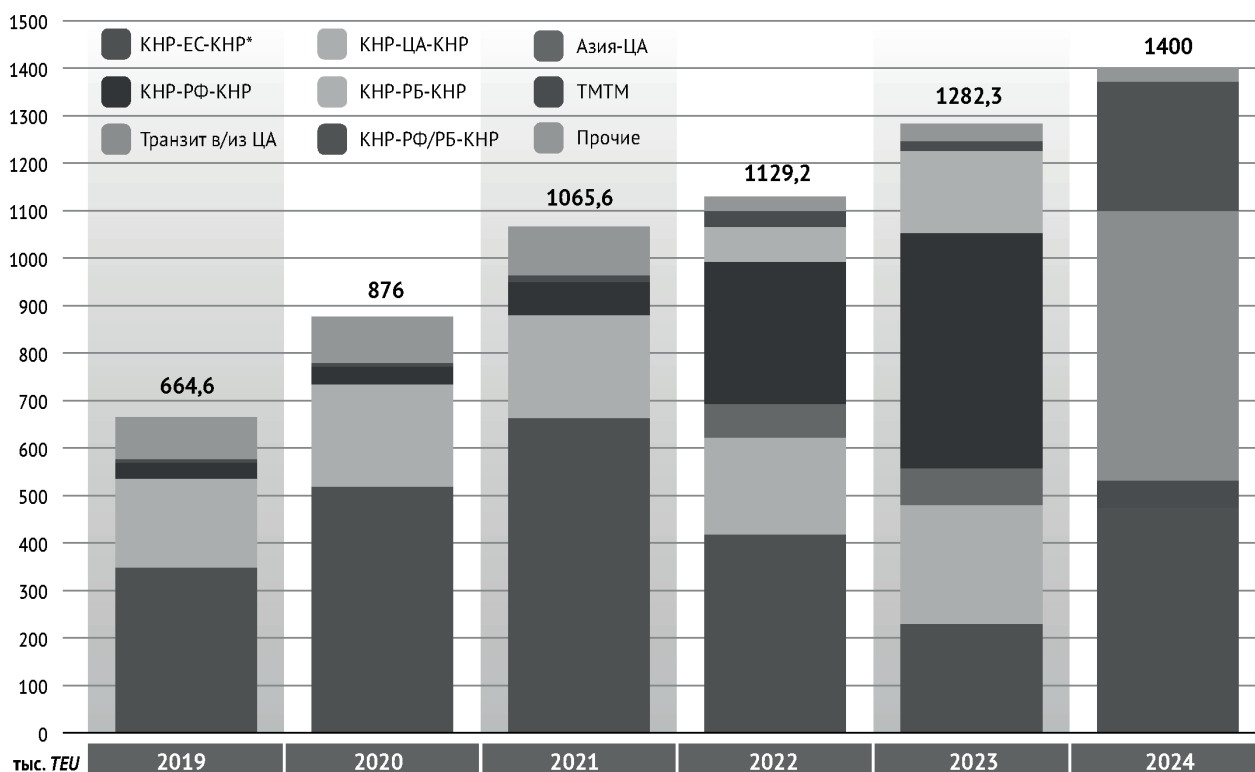
Объём транзитных перевозок в сообщении КНР – Европа на сервисах ОТЛК более чем удвоился в 2024 году к уровню

2023 года, при этом объёмы транзита в западном направлении почти достигли рекорда 2021 года. Помимо ОТЛК ЕРА сервисы на маршруте Китай – Россия через Казахстан сейчас предлагают и другие российские и казахстанские операторы, в том числе «РЖД Логистика», FESCO, ЛОГОПЕР, KTZ Express, РТСБ-РУС, мультимодальный оператор «Рефэгротранс» и другие. Структура перевозок на графике на рисунке 13 является оценочной.

*Преимущества:*

- **Приоритет транзита.** В статистике работы транспортного комплекса Казахстана контейнеры фигурируют почти исключительно в контексте транзита. Развитие транзитных контейнерных перевозок – и по Центральному евразийскому коридору, и по Транскаспийскому коридору, и транзита в соседние страны Средней

**РИСУНОК 11. ДИНАМИКА И СТРУКТУРА КОНТЕЙНЕРНОГО ТРАНЗИТА ЧЕРЕЗ КАЗАХСТАН**



Источник: InfraNews по данным годовых отчетов КТЖ, ОТЛК и других участников рынка

Азии – декларируется как приоритет развития транспортного комплекса страны. В контексте этой цели и связанных с ней задач иницируются и реализуются проекты инфраструктурного развития: портового комплекса на Каспии, железнодорожной и терминальной инфраструктуры, также проекты за пределами страны.

- Единый оператор с административным ресурсом. Для развития транзитных сервисов, маршрут которых проходит по железнодорожным сетям Казахстана, РФ и Белоруссии, было создано совместное предприятие с участием железнодородных администраций стран-транзитёров – ОТЛК ЕРА.

- Маркетинговые партнёры – крупнейшие операторы в Европе и Китае. Доминирующее положение маршрута стало результатом целенаправленного развития и маркетинга. Для продвижения сервиса в Европе и Китае были учреждены специализированные компании, а среди ключевых клиентов и партнёров оказались национальные операторы Китая, Германии, Польши, Австрии и Финляндии.

- Минимальные барьеры. Три страны – члены Таможенного союза, нет пограничного и таможенного контроля при пересечении границ. ЕАЭС – устоявшаяся международная организация, обеспечивающая наличие нормативной базы, необходимой для работы коридора, и институтов для её совершенствования и актуализации.

- Конкуренция операторов. Помимо ОТЛК ЕРА, сервисы на маршруте Китай – Россия через Казахстан сейчас предлагают и другие российские и казахстанские операторы.

- Торговля с Россией, российский транзит в торговле с другими странами Центральной Азии через Казахстан, прежде всего с Узбекистаном.

Россия – крупнейший торговый партнёр большинства стран Центральной Азии.

Маршрут этой торговли отчасти совпадает с маршрутом Центрального евразийского коридора и может создавать синергии. Плюс эта заинтересованность в партнёрских отношениях с Казахстаном – также и по коридору

«Север – Юг» – является основанием предполагать, что Россия будет прилагать усилия для их поддержания и сохранения.

*Недостатки и риски:*

Особенности национального рынка. Монополизация. Предстоящая реформа железнодорожной отрасли. Формально железнодорожная отрасль Казахстана организована примерно так же, как и в России. Национальная государственная железнодорожная корпорация «Казахстанские железные дороги» (КТЖ) объединяет в себе функции инфраструктурного оператора, оператора услуг тяги и перевозчика. Конкурентные сегменты рынка – оперирование вагонами парками и терминальными операциями.

Однако на самом деле все проекты развития в железнодорожной и смежной с ней отраслях реализуются с участием КТЖ или её дочерних структур:

«Кедентранссервис» (КДТС) – была создана для развития контейнерных перевозок 50/50 с компанией «Транс-контейнер». Предполагалась как единственный оператор контейнерных терминалов и сервисов в Казахстане. Однако КТЖ создала собственного дочернего оператора, в рамках которого стала самостоятельно развивать контейнерные операции – «КТЖ-Экспресс». В 2020 новый владелец «Транс-контейнера» группа

«Дело» продала пакет в КДТС КТЖ. Отсюда дублиро-

вание функционала КТЖ-Э и КДТС.

**ОТЛК ЕРА** – совместный казахстанско-российско-белорусский оператор трансграничных контейнерных перевозок по оси Китай – Европа, проходящих по территории Казахстана и России (изначально только для транзитных сервисов в сообщении Китай – Европа, сейчас, в условиях резкого сокращения этого потока, особенно на восточном направлении, компания также выступает оператором перевозок в сообщении Китай – Россия и Китай – Белоруссия). Изначально предполагалась передача оператору контейнерных терминалов в Белоруссии, Казахстане и России, однако эти планы не были реализованы. Из активов у ОТЛК есть только платформы, и то из примерно 9 тысяч платформ, в среднем задействованных в операциях ОТЛК ежедневно, треть находится в лизинге, треть – в аренде, треть – привлечённые с рынка.

В 2022 году была принята концепция по развитию транспортного логистического потенциала до 2030 года. В ней предусматривалось выделение из КТЖ функций нацоператора инфраструктуры. В июле 2024 года была принята обновлённая концепция. Она предусматривает трансформацию АО НК «КТЖ» в транспортно-логистическую компанию. А к развитию инфраструктуры планируется активно привлекать иностранные и частные инвестиции.

В концепции говорится о необходимости радикальной перестройки отрасли, что подразумевает поэтапную реформу по формированию конкурентного рынка с устранением барьеров для доступа на рынок новых перевозчиков и созданием национального оператора железнодорожной инфраструктуры.

*Начало. Продолжение читайте в №3 ЖБК*

Продолжение. Начало читайте в №11-12, 2025 г. ЖБК

# МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ на 2026–2028 гг.

## Авторы:

**Евгений ВИНОКУРОВ**, Главный экономист ЕАБР

**Алексей КУЗНЕЦОВ**, руководитель Дирекции по аналитической работе

**Артур ШАРАФУТДИНОВ**, руководитель Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе

**Айгуль БЕРДИГУЛОВА**, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе

**Константин ФЕДОРОВ**, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе

**Антон ДОЛГОВЕЧНЫЙ**, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе

## РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

*Рост ВВП Армении прогнозируется на уровне 5,3% в 2026 г. Инфляция по итогам 2026 г. составит 3,3%, оставаясь в целевом диапазоне в условиях стабильности обменного курса драма. В прогноз на 2026 г. заложено слабоотрицательное влияние бюджетной политики на экономику.*

### Текущая ситуация

Экономическая активность<sup>14</sup> в Армении увеличилась на 8,1% г/г в январе — октябре 2025 г. Рост был обеспечен секторами услуг (+10,8% г/г) и строительства (+20,6% г/г), а также улучшением показателей промышленности. В январе — октябре спад в промышленном секторе (-3,0% г/г) сохранился, при этом в III квартале 2025 г. динамика выпуска стала положительной впервые с 2024 г. и в октябре составила +17,9% г/г. На деловую активность продолжают положительно влиять сектора строительства на фоне роста ипотечного кредитования (на 21,8% г/г в октябре 2025 г.) и торговли (+3,2% г/г в январе — октябре). Внутренний спрос поддержали высокие темпы роста кредитования населения (на 26,5% г/г в октябре 2025 г.) и рост денежных переводов на 25% г/г в январе — сентябре. Туристическая активность увеличилась на 0,8% г/г по итогам девяти месяцев 2025 г. после снижения на 11,3% г/г в I квартале.

ВВП Армении вырос на 6,0% по итогам пер-

вых девяти месяцев 2025 г. Наибольший вклад внесли финансовая деятельность, информация и связь, а также строительство (увеличились на 14,8%, 18,1% и 22,8% г/г соответственно). Потребительские расходы домашних хозяйств и инвестиции были основными драйверами со стороны спроса (рост соответственно на 10,2% и на 19,6% г/г).

В 2025 г. ожидается рост ВВП на 6,0% г/г, что несколько выше, чем в нашем предыдущем прогнозе. Внутренний спрос поддерживается высокими темпами кредитования населения, положительной динамикой денежных переводов и активными инвестициями в основной капитал. Расширение бюджетного дефицита, запланированное на 2025 г., также оказывает стимулирующее воздействие на совокупный спрос. Восстановление туристической активности также будет способствовать устойчивости экономического роста в IV квартале 2025 г.

В январе — сентябре 2025 г. приток трансграничных переводов в Армению увеличился на 7,3% г/г (чистый приток вырос на 15,5% г/г) и составил 4,2 млрд долл.<sup>15</sup> Рост обеспечили перево-

<sup>14</sup> Показатель экономической активности — это месячный индекс, который, в отличие от ВВП, показывает изменения реального объема выпуска продукции в экономике, а не добавленную стоимость с учетом налогов.

## ПРОГНОЗ ЕАБР

ды из Российской Федерации и Великобритании. При этом за тот же период отток средств вырос на 4,9% г/г, преимущественно в Швейцарию. Чистый приток некоммерческих переводов, включающих переводы домашним хозяйствам, увеличился на 25% г/г в январе — сентябре текущего года (после снижения в 2023 и 2024 гг.), что оказало дополнительную поддержку внутреннему спросу.

Инфляция в Армении составила 3,7% г/г в октябре после 3,8% г/г в сентябре. Уровень инфляции в основном продолжает определяться стоимостью продовольствия (5,6% г/г в октябре после 5,8% г/г месяцем ранее), что связано с динамикой мировых цен. В октябре инфляция в секторе услуг несколько ускорилась (2,9% г/г после 2,8% г/г месяцем ранее), вместе с тем в непродовольственном сегменте рост цен стабилизировался на уровне 0,9% г/г.

Мы ожидаем, что темпы роста потребительских цен составят 3,3% г/г на конец 2025 г. Такая динамика будет обусловлена внешним инфляционным давлением, прежде всего за счет высоких цен на импортируемые продукты, и ростом инфляции в секторе непродовольственных товаров. Усиление инфляции в секторе услуг, главным образом из-за роста стоимости авиаперевозок и увеличения туристических потоков во втором полугодии, станет дополнительным проинфляционным фактором.

Центральный банк Армении вновь сохранил ставку рефинансирования на уровне 6,75% на заседании 4 ноября. Инфляция находилась в целевом интервале и составила 3,7% г/г в октябре после 3,8% г/г в сентябре. Вместе с тем ЦБ РА отмечает, что увеличились риски роста цен на импортируемые товары и риски усиления инфляционного давления, в том числе за счет расширения

внутреннего спроса. При условии, что инфляция будет находиться в целевом диапазоне ЦБ РА и внутренний спрос продолжит сбалансированный рост, ставка рефинансирования будет на уровне около 6,5–6,75% до конца 2025 г.

Стоимостные объемы экспорта и импорта снизились в январе — октябре текущего года на 44,7% г/г и 31,2% г/г соответственно, потому что положительное влияние внешней торговли драгоценными металлами исчерпано. Если не учитывать фактор торговли драгоценными и недрагоценными металлами, рост объемов экспорта составил 8,4% г/г (продукты питания и минеральные продукты), а импорта 7,6% г/г (транспортные средства и продукты питания) в январе — сентябре 2025 г.

Баланс государственного бюджета сформировался с дефицитом в размере 1,0% ВВП в январе — сентябре 2025 г. (1,0% ВВП в 2024 г.). Доходы увеличились на 14,3% г/г, расходы — на 14,1% г/г. На 2025 г. запланированный правительством уровень дефицита составляет 5,5% ВВП — после 3,7% ВВП годом ранее. Это допускает ускорение роста государственных расходов в течение оставшейся части 2025 г. и дополнительное стимулирование внутреннего спроса.

В январе — октябре 2025 г. курс армянского драма к доллару укрепился на 1,1% г/г, а к евро и российскому рублю — ослаб на 2,2% и 7,9% г/г соответственно. Уровень международных резервов достиг 4,5 млрд долл. в октябре 2025 г., превысив исторический максимум (4,2 млрд долл. в 2023 г.). Вместе с ростом туристической активности, улучшением динамики денежных переводов и внешней торговли это стало важным фактором поддержания стабильности национальной валюты.

## Прогноз

## ↓ Таблица 3. Основные макроэкономические показатели Армении (базовый сценарий)

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,9	6,0	5,3	5,3	5,1
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	1,5	3,3	3,3	3,3	3,0
Ставка рефинансирования (% в среднем за год)	8,0	6,8	6,5	6,0	6,0
Курс армянского драма к доллару (в среднем за год)	392	389	393	400	403

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

<sup>15</sup> Включают коммерческие и некоммерческие перечисления физических лиц через банковскую систему РА. В 2022, 2023 и 2024 гг. приток трансграничных переводов физических лиц в Армению составил соответственно 5,1; 5,6 и 5,8 млрд долл. против 2,0 млрд долл. в среднем за год в 2019–2021 гг. Вместе с тем в 2023 и 2024 гг. усилился отток.

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

**Экономическая активность и инфляция**

ВВП Армении, по прогнозу, увеличится на 5,3% в 2026 г. (рисунок 11.А). Темпы экономического роста останутся высокими. Основной вклад в экономику по-прежнему будет обеспечен потреблением домашних хозяйств (при поддержке высокого уровня кредитования и накоплений), а также инвестициями в основной капитал. Улучшение глобальных экономических перспектив, включая ускорение роста в России, будет способствовать сохранению стабильного внешнего спроса, в том числе на туристические услуги. В то же время сокращение дефицита бюджета с 5,5% до 4,5% ВВП в 2026 г. окажет сдерживающее влияние на расширение совокупного спроса (таблица 3). В 2027–2028 гг. темпы роста экономики прогнозируются на уровне около 5,2% г/г в среднем. Экономическая активность будет формироваться вблизи долгосрочных темпов при поддержке стабильного внешнего спроса, восстановления промышленного производства и сбалансированной монетарной политики.

Инфляция прогнозируется на уровне 3,3% г/г на конец 2026 г. (рисунок 11. Б). В 2026–2028 гг. инфляция сохранится в целевом диапазоне ЦБ РА ( $3 \pm 1\%$ ), составляя в среднем 3,3% в год, в условиях возвращения экономики к долгосрочным темпам роста. В то же время проинфляционными факторами выступают сильный внешний спрос, устойчивое потребление домашних хозяйств и повышение мировых цен на продовольствие в среднесрочном периоде.

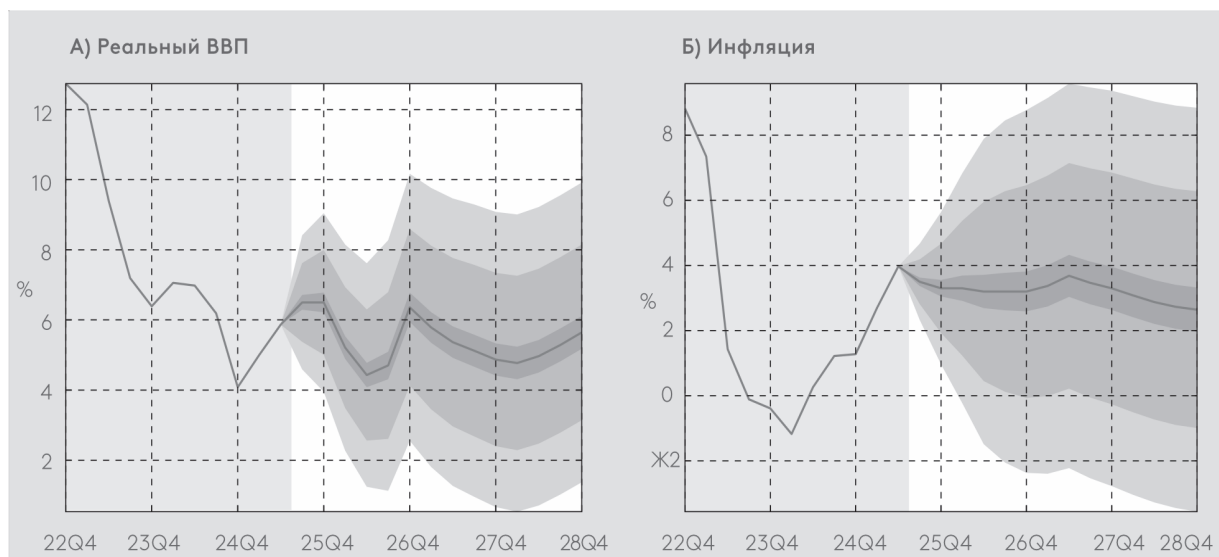
**Денежно-кредитная политика и курс армянского драма**

Ставка рефинансирования в среднем составит 6,5% в 2026 г. (рисунок 12. А). На конец 2026 г. ожидаем ставку около 6,5%. ЦБ РА, учитывая сохраняющиеся проинфляционные риски со стороны как внутреннего, так и внешнего спроса, будет подходить к снижению ставки с осторожностью. В 2027–2028 гг. ставка, согласно прогнозу, стабилизируется вблизи 6,0%, что будет соответствовать поддержанию инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА и обеспечению темпов роста ВВП на долгосрочном устойчивом уровне — около 5,0–5,5% в год.

Среднегодовой курс драма к доллару прогнозируется на уровне 393 в 2026 г. (рисунок 12. Б). На динамику обменного курса драма повлияет рост импорта в условиях стабильного внутреннего потребительского и инвестиционного спроса. Поддержку национальной валюте окажет стабильный внешний спрос. В 2027–2028 гг. среднегодовой курс составит около 400 драмов за доллар. Постепенное ослабление армянского драма будет происходить на фоне повышения цен на импортное продовольствие, сохранения долгосрочных темпов роста экономики и в меньшей степени за счет снижения ставок на денежном рынке.

Сдерживающая бюджетная политика в среднесрочной перспективе. По нашей оценке, влияние бюджетной политики на спрос в 2026 г. будет ограничивающим, учитывая планы Правительства РА снизить дефицит бюджета до 4,5% ВВП

↓ Рисунок 11. Прогноз экономической активности и инфляции в Армении

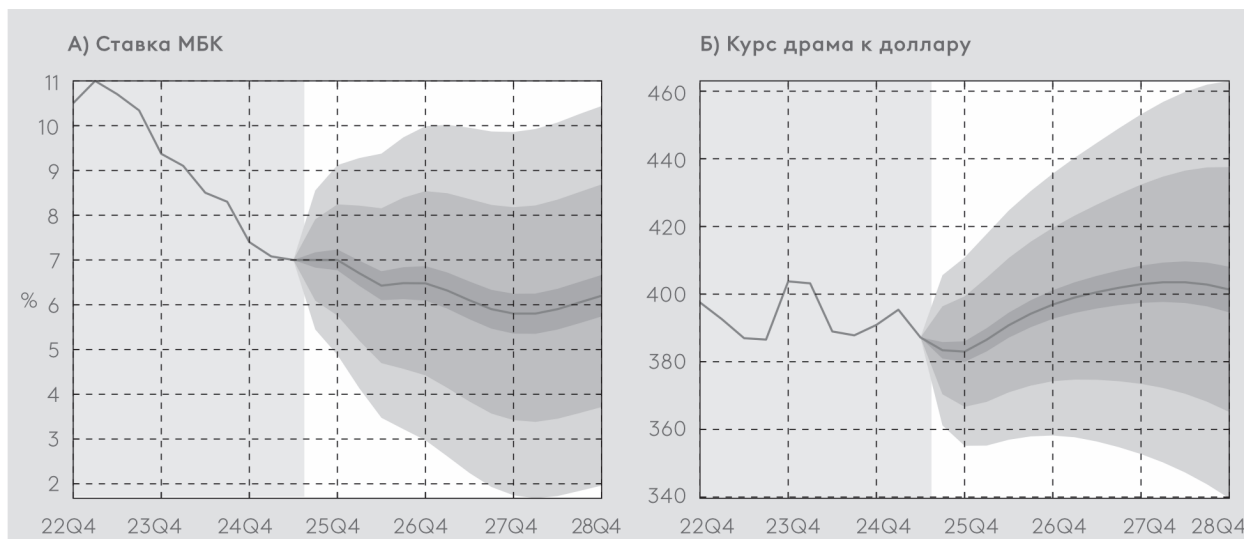


**Примечание:** здесь и далее до конца материала данные по ВВП и инфляции приведены с устранением сезонности, диапазоны диаграмм соответствуют доверительным интервалам 10%, 50% и 75%.

**Источник:** расчеты аналитиков ЕАБР.

## ПРОГНОЗ ЕАБР

↓ Рисунок 12. Прогноз процентной ставки и курса армянского драма



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

после 5,5% в 2025 г. Сокращение дефицита будет обусловлено уменьшением расходов на 1,2 п.п. — до 30,4% ВВП при сохранении доходов на уровне 26% ВВП. Правительство намерено удерживать капитальные расходы на уровне 5,7% ВВП в 2026–2028 гг. Успешная реализация этих планов повысит общую производительность и окажет положительное влияние на темпы потенциального роста экономики в среднесрочной перспективе. В 2027–2028 гг. ожидается умеренно сдерживающее воздействие бюджетной политики на спрос в связи с постепенным снижением расходов до 28,7% ВВП и стабилизацией доходов около 26% ВВП.

#### Риски

Геополитические риски. Сохранение геополитической напряженности повышает неопределен-

ность прогнозов по ключевым макроэкономическим показателям. В случае реализации неблагоприятных сценариев возрастет страновой риск, усилятся проинфляционные факторы и риски ослабления внешнего спроса.

Риски, связанные с глобальной торговлей. Продолжающаяся мировая торговая напряженность и замедление роста у торговых партнеров могут привести к снижению внешнего спроса и еще большей нестабильности мировой инфляции. Длительная неопределенность в торговой политике США способна ослабить потребительскую и инвестиционную активность как в самих США, так и в других странах. Ужесточение торговых мер может, с одной стороны, снизить цены за счет падения спроса на импорт, а с другой — вызвать перебои в цепочках поставок и усилить инфляционное давление на глобальном уровне.

## РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

*Рост ВВП Беларуси в 2026 г. составит 1,8% в условиях сохранения потребительской и инвестиционной активности. Инфляция прогнозируется вблизи 7% в конце 2026 г. Ожидаем снижения ценового давления на фоне возврата экономики к траектории сбалансированного роста. Ставка рефинансирования сохранится близкой к текущему уровню (9,75%) на всем прогнозном горизонте.*

#### Текущая ситуация

Экономика Беларуси вырастет на 1,8% в 2025 г. Высокая потребительская и инвестиционная активность остается ключевым драйвером роста. По итогам девяти месяцев ВВП увеличился на 1,6% г/г. Экономическая активность поддерживалась мерами властей по стимулированию инвестиций и ростом доходов населения. Оценка на 2025 г. понижена на 1,4 п.п. по сравнению с предыдущим прогнозом (ЕАБР, 2025) из-за того,

что рост спроса со стороны основного торгового партнера — России — замедляется активнее, чем предполагалось ранее.

Строительство, торговля и ИТ-сектор обеспечили более половины прироста ВВП за январь — сентябрь 2025 г. Добавленная стоимость в строительной отрасли увеличилась на 10,7% г/г, сформировав почти 0,6 п.п. прироста ВВП. Рост в ИТ-отрасли составил 3,9% г/г. Сильная динамика пассажирских перевозок (+6,5% г/г) поддержала увеличение добавленной стоимости в транспорт-

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

ном секторе (+2,5% г/г). Более высоким темпам роста экономики препятствовало снижение объемов промышленного производства (-0,8% г/г) на фоне сокращения экспортных поставок. Падение внешнего спроса на товары белорусских производителей отразилось в росте запасов готовой продукции — их объем составил 80,1% среднемесячного выпуска на 1 октября 2025 г. (против 61,7% годом ранее). В сельском хозяйстве объем выпуска пока также не достиг уровня предыдущего года (-1% г/г) вследствие сокращения поголовья скота. Однако урожай основных сельскохозяйственных культур лучше, чем в прошлом году, и это позволяет ожидать, что положительные темпы роста восстановятся по итогам года.

Внутренний спрос расширяется на фоне высокой потребительской и инвестиционной активности. Потребление растет благодаря повышению заработных плат (+10% г/г). Росту доходов населения способствовала политика властей по вовлечению граждан в трудовую деятельность, вследствие чего уровень безработицы в III квартале 2025 г. снизился до 2,4%, обновив исторический минимум. Инвестиции в основной капитал выросли на 15,3% г/г. Значительная часть прироста (6,5 п.п.) была профинансирована за счет роста банковского кредитования (+56,5% г/г) — этому способствовали меры Национального банка и расширение льготного кредитования. Дополнительно бюджетное финансирование увеличилось на 35,4% г/г, обеспечив около 4,7 п.п. прироста инвестиций. Основным направлением роста капитальных вложений стала промышленность, в том числе в добывающем секторе (+89,1% г/г), обработке (+21,3% г/г) и водоснабжении (+32,4% г/г). Высокие темпы роста инвестиций также отмечают в сельском хозяйстве (+12,4% г/г), транспортной отрасли (+12,3% г/г) и секторе операций с недвижимостью (+11,1% г/г).

Инфляция стабилизируется, но останется выше цели (5%) и составит около 7,1% в 2025 г. Рост цен ускорялся с 5,2% г/г в конце прошлого года до 7,4% г/г в июле 2025 г., после чего замедлился до 6,9% г/г в октябре. Ускорение было связано с ростом внутреннего спроса и выравниванием цен с Россией. Снижение темпов роста цен на сезонные овощи и фрукты, усиление административного регулирования на мясомолочную продукцию и укрепление обменного курса стали факторами замедления инфляции в III квартале

2025 г. Базовая инфляция впервые с начала года снизилась до 7,1% г/г в октябре (с 7,7% г/г в августе), что говорит об ослаблении инфляционного давления.

Дефицит внешней торговли товарами и услугами расширился до 0,6 млрд долл. в январе — августе 2025 г. — с 0,11 млрд долл. годом ранее. Ключевой фактор — увеличение отрицательного сальдо торговли товарами в 1,5 раза, до 3,21 млрд долл. Экспорт сократился на 2,5% г/г из-за уменьшения спроса на инвестиционные товары и снижения экспортных цен на промежуточные товары на ключевых рынках. Импорт товаров вырос на 1,4% г/г. Инвестиционная активность способствовала росту ввоза машин и оборудования на 9% г/г. Потребительский импорт увеличился на 16,6% г/г в условиях сильной динамики розничного товарооборота. Повышение профицита внешней торговли услугами до 2,6 млрд долл. за счет роста экспорта услуг (+15,4% г/г) компенсировало более половины увеличения дефицита торговли товарами.

Условия банковского кредитования изменились незначительно. Национальный банк в июне повысил ставку рефинансирования на 0,25 п.п. — до 9,75%. Политика регулятора реализовывалась посредством пруденциальных мер и различалась в зависимости от целей кредитования. Были приняты меры для повышения ставок потребительского кредитования, в то время как условия для инвестиционных кредитов смягчались. В результате ставки по кредитам для физических лиц повысились с 10,6% в I квартале до 11,2% в III квартале, а для юридических лиц сохранялись в диапазоне 12,0–12,3%. Кредитный портфель увеличивался умеренно: +4,8% на 1 сентября 2025 г. по сравнению с началом года за счет расширения кредитования в национальной валюте (+10% г/г).

Золотовалютные резервы росли в январе — октябре 2025 г., обновляя исторические максимумы. Их объем достиг 13,72 млрд долл. на начало ноября, увеличившись более чем в 1,5 раза (+4,8 млрд долл.) с начала года. Основными факторами роста стали, во-первых, переоценка стоимости золота в структуре золотовалютных резервов на 2,42 млрд долл. из-за повышения цен и, во-вторых, наращивание резервов в иностранной валюте (+2,32 млрд долл.). Валютные средства увеличиваются на фоне чистого предложения валюты на внутреннем рынке (+1,07 млрд долл.).

**Прогноз**

↓ Таблица 4. Основные макроэкономические показатели Беларуси (базовый сценарий)

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,0	1,8	1,8	1,9	2,0

## ПРОГНОЗ ЕАБР

Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	5,2	7,1	6,9	6,7	6,5
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	9,5	9,7	9,75	9,75	9,75
Курс белорусского рубля к доллару (в среднем за год)	3,25	3,08	3,32	3,66	3,89

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

### Экономическая активность и инфляция

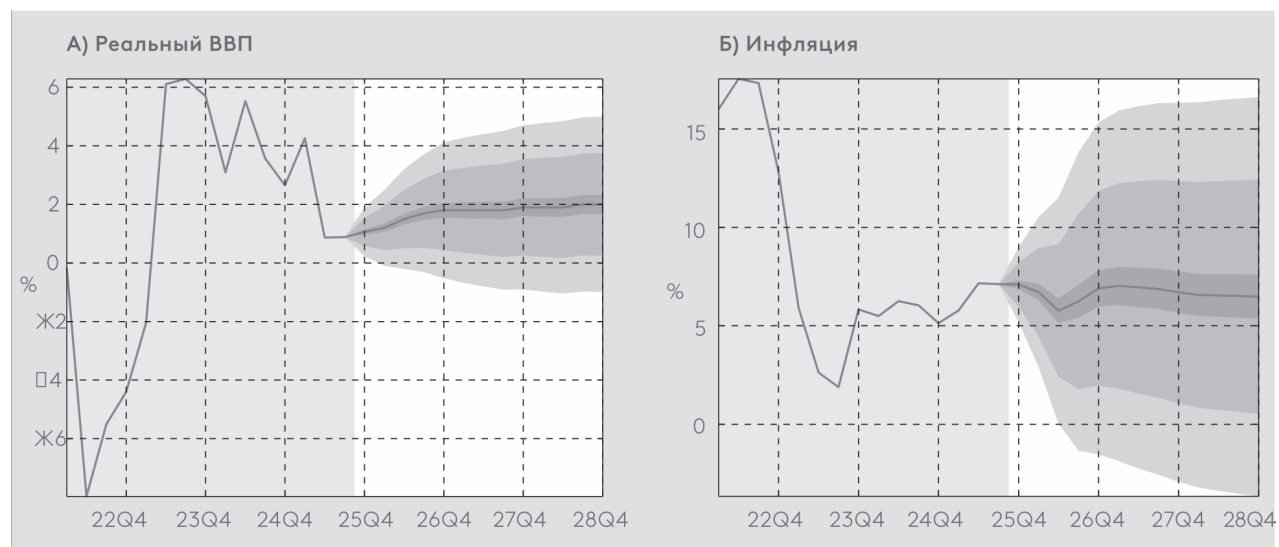
Прогнозируется рост ВВП на 1,8% в 2026 г. (таблица 4). Экономика продолжит расти за счет внутреннего спроса. Увеличение доходов населения поддержит потребительскую активность, а правительство сохранит курс на стимулирование инвестиций. Предусмотренные механизмы кредитной поддержки и реализация более 600 проектов в рамках инвестиционных договоров с правительством обеспечат положительную динамику инвестиций. Инвестиционная активность наряду с мерами поддержки жилищного строительства придаст импульс строительной отрасли. Растущая потребность в замещении иностранных программных продуктов в Беларуси и России будет способствовать дальнейшему развитию ИТ-индустрии. Рост внутреннего спроса приведет к увеличению импорта. В то же время ожидаемое охлаждение спроса на белорусские товары из-за замедления роста российской экономики окажет сдерживающее влияние на экспорт. Улучшение конкурентоспособности вследствие ослабления реального курса лишь частично нивелирует негативный эффект снижения внешнего спроса. За-

пасы готовой продукции и сдержанный внешний спрос могут затруднять расширение промышленного производства.

Ожидаем, что в 2027–2028 гг. экономика ускорит темпы роста, вернувшись к траектории сбалансированного развития (рисунок 13.А). Экономическая активность будет расти в условиях повышения спроса со стороны России и увеличения внутреннего потребления. Реализация интеграционных и импортозамещающих проектов начнет расширять производственные возможности. Однако нехватка трудовых ресурсов и ограниченность доступа к передовым технологиям останутся сдерживающими факторами.

Инфляция, по нашим прогнозам, замедлится до 6,9% в 2026 г. и будет сохраняться вблизи обновленной целевой отметки — 7% (рисунок 13.Б). Инфляционный эффект от выравнивания цен с Россией в значительной степени исчерпан. Вместе с тем девальвация белорусского рубля к доллару и рост внутреннего спроса продолжают оказывать проинфляционное давление. Повышение ставки НДС в России может привести к дополнительному импорту инфляции.

↓ Рисунок 13. Прогноз экономической активности и инфляции в Беларуси



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

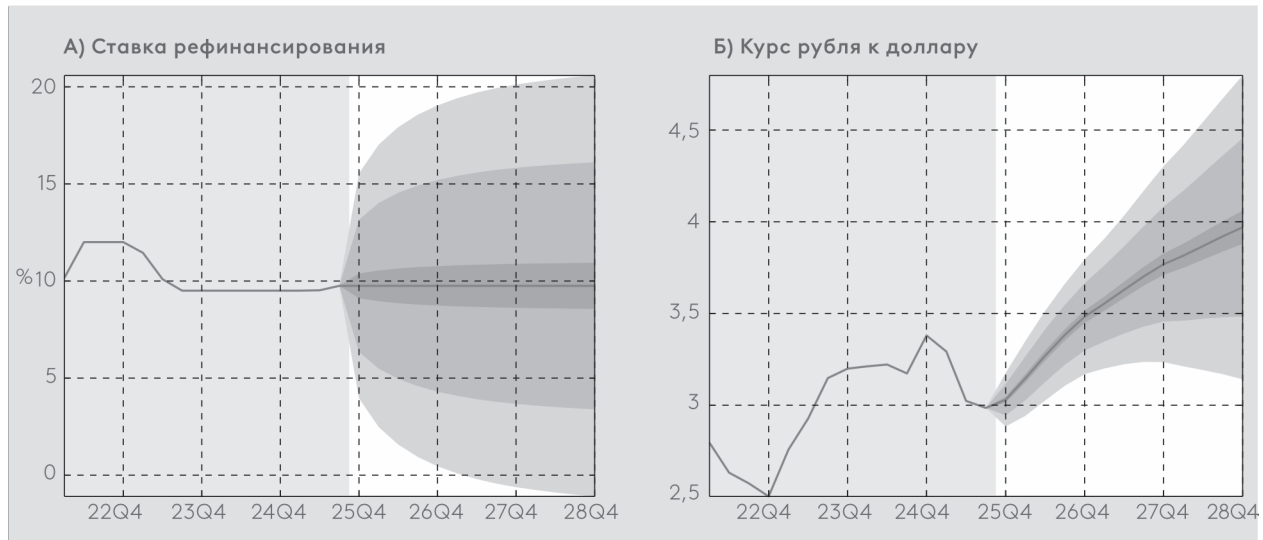
**Денежно-кредитная политика и курс белорусского рубля**

Денежно-кредитные условия существенно не изменятся. Ожидается сохранение ставки рефинансирования на уровне, близком к текущему (около 9,75% годовых). Стабилизация инфляционных процессов не создает оснований для ее повышения. Национальный банк продолжит регулировать ликвидность макроprudенциальными мерами для возврата внутреннего спроса к траектории сбалансированного роста. С учетом прогнозируемой динамики цен в реальном выражении ставка останется положительной и стабильной. Ожидаемая ставка рефинансирования

**Риски**

Снижение ВВП в России остается ключевым риском для экономики Беларуси. Переориентация на российский рынок привела к тому, что его доля в белорусском экспорте товаров выросла до двух третей. Ограниченные логистические возможности поставок в третьи страны затрудняют быструю диверсификацию экспорта, что может вызвать сокращение производства. Для смягчения последствий правительство принимает меры по диверсификации направлений экспорта и расширению доступа на альтернативные рынки. При этом в случае расширения бюджетного стимулирования в России будут формироваться условия для более высоких, по сравнению с прогнозными,

↓ **Рисунок 14. Прогноз ставки рефинансирования и курса белорусского рубля**



**Источник:** расчеты аналитиков ЕАБР.

— около 9,75% на всем горизонте прогноза, что будет способствовать закориванию инфляционных ожиданий.

Среднегодовой курс белорусского рубля к доллару прогнозируется на уровне 3,32 в 2026 г. Дефицит внешней торговли продолжит расширяться, повышая спрос на иностранную валюту. Более высокие темпы инфляции в Беларуси по сравнению со странами-партнерами будут создавать условия для ослабления белорусского рубля — это позволит поддержать ценовую конкурентоспособность национальных товаропроизводителей. Чистая продажа валюты населением сохранится, поддерживая курс рубля (рисунок 14.Б).

темпов роста в Беларуси. Кроме того, рост инвестиционной активности в условиях государственной поддержки создает условия для повышения эффективности экономики, а расширение производственного потенциала — для ускорения роста ВВП без усиления ценового давления.

Позитивным фактором риска может быть смягчение внешних логистических ограничений для Республики Беларусь, что отразится в том числе в повышении пропускной способности пограничных пунктов со странами ЕС и возобновлении доступа к балтийским портам. Это приведет не только к расширению экспорта, но и к существенному восстановлению транзитного потенциала, а в итоге — к ускорению роста ВВП.

## ПРОГНОЗ ЕАБР

## РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

*Ожидаем устойчивый рост экономики Казахстана на уровне около 5,5% в 2026–2028 гг. Раскрытие потенциала в несырьевом секторе станет ключевой опорой роста ВВП. Инфляция приблизится к целевому ориентиру в 5% в 2028 г. благодаря мерам денежно-кредитной политики. Ожидаем сохранения базовой ставки на уровне 18% до конца I квартала 2026 г.*

## Текущая ситуация

Экономика расширяется максимальными за последние 13 лет темпами. ВВП вырос на 6,4% г/г в январе — октябре 2025 г., что является самым высоким показателем с 2012 г. Как мы и ожидали (ЕАБР, 2024), запуск новых мощностей на месторождении Тенгиз придал импульс горнодобывающей промышленности. Ее вклад в динамику ВВП увеличился с 0,8 п.п. в январе — марте до 1,2 п.п. в январе — сентябре 2025 г. Кроме этого, второй год подряд отмечается форсированный рост в обрабатывающей промышленности (+5,8% г/г в январе — октябре 2025 г.), где роль драйвера выполняют машиностроительные предприятия (ЕАБР, 2024b). Со стороны использования высокие обороты экономики поддерживает сильный внутренний спрос. Инвестиции в основной капитал выросли на 13,1% г/г в январе — октябре во многом благодаря реализации Национального инфраструктурного плана. Основной рост капиталовложений наблюдается в таких секторах, как энергетика (в 1,5 раза) и транспорт (+14,8% г/г). Внутренняя торговля обеспечила 1,4 п.п. роста ВВП. При этом ожидаем более сдержанную потребительскую активность на фоне ужесточения денежно-кредитных условий. Замедление роста в IV квартале 2025 г. также будет сформировано за счет высоких показателей аналогичного периода годом ранее. Прогнозируем рост ВВП на 5,9% по итогам 2025 г.

Инфляция повысилась до 12,6% г/г в октябре 2025 г. после 8,6% г/г в декабре 2024 г. Ключевой вклад в повышение показателя внес рост цен на продовольствие: 5,4 п.п. Здесь давление преимущественно исходит со стороны внешних рынков. В сентябре среднее значение индекса цен на мясо ФАО составило рекордные 127,8 п. Удорожание непродовольственной корзины отчасти связано с ослаблением курса тенге на 5,4% за май — октябрь 2025 г. Рост индекса цен в секторе услуг обусловлен повышением регулируемых тарифов. Кроме этого, существенно повлиял всплеск инфляционных ожиданий, связанный с планируемым повышением ставки НДС. На конец 2025 г. ожидаем инфляцию на уровне 12,3%.

Дефицит счета текущих операций составил 7 млрд долл. по итогам января — сентября 2025 г., что на 3 млрд долл. больше, чем в аналогичном периоде годом ранее, согласно предварительной оценке НБ РК. К расширению отрицательного

сальдо счета текущих операций привело уменьшение профицита торгового баланса на 3,5 млрд долл. При этом отмечено сужение отрицательного сальдо баланса первичных доходов на 638,5 млн долл. — до 17 млрд долл. Это связано с сокращением инвестиционных доходов, которые Казахстан выплачивает прямым иностранным инвесторам. Чистый отток капитала по операциям финансового счета (без учета резервных активов) составил 3,2 млрд долл., преимущественно из-за роста расходов на вложения в иностранные портфельные инвестиции.

Положительное сальдо торгового баланса Казахстана составило 11,6 млрд долл. в январе — сентябре 2025 г. Годом ранее в аналогичном периоде показатель составил 16,7 млрд долл. Экспорт в стоимостном выражении снизился на 5,1% г/г на фоне низких цен на мировых товарно-сырьевых рынках: стоимость нефти упала на 14,4% г/г, а железной руды — на 10,4% г/г. В результате выручка от поставок за рубеж нефти и газового конденсата сократилась на 12,3% г/г при росте физических объемов на 4,2% г/г. А стоимостной объем экспорта металлов сложился на 4,8% меньше по сравнению с аналогичным периодом годом ранее. Также отмечено уменьшение экспорта машин и оборудования в долларовом эквиваленте (–20,6% г/г). Как мы и ожидали (ЕАБР, 2024), поддержку экспорту оказал рост поставок продовольствия (преимущественно зерно: +52,7% г/г). Увеличение импорта на 4,5% в основном обеспечил рост объемов ввозимой продукции машиностроительной (+7% г/г) и химической (+8% г/г) отраслей.

Национальный банк в 2025 г. продолжил повышать базовую ставку. Высокая волатильность инфляционных ожиданий поочередно подпитывалась разными факторами. В начале 2025 г. их всплеск был обусловлен развернувшейся дискуссией о налоговой реформе, что потребовало повышения базовой ставки на 125 б.п. (до 16,5%) в марте. Ослабление тенге во II–III кварталах транслировалось в ускоренный рост инфляции осенью, существенно смягчив денежно-кредитные условия. Это потребовало дальнейшего повышения базовой ставки — до 18%, чтобы вернуть умеренную жесткость денежно-кредитных условий и замедлить рост индекса потребительских цен.

Дефицит государственного бюджета снизился до 2,0 трлн тенге в январе — сентября 2025 г. (2,1 трлн тенге в аналогичном периоде 2024 г.). Улуч-

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

шение связано с опережающим ростом доходов — на 13,3% г/г, тогда как расходы росли медленнее — на 10,4% г/г. В отчетном году основу роста доходной части бюджета составляли налоговые поступления: +20% г/г против 2,1% г/г в январе — сентябре 2024 г. Здесь ключевую роль играет увеличение сборов корпоративного подоходного налога (+24,9% г/г) и НДС (+20,3% г/г). Темпы наращивания трансфертов из Национального фонда замедлились до 4,1% г/г в январе — сентябре 2025 г. (с 21,1% г/г в аналогичном периоде годом ранее). Повышение расходов преимущественно связано с увеличением отчислений на цели образования (+11,1% г/г) и социальную помощь (+11% г/г).

Суверенный рейтинг Казахстана поддерживается прочной фискальной и внешней позициями. Fitch и Moody’s сохранили рейтинги на уровне «BBB» и «Baa1» со стабильными прогнозами. Агентство S&P повысило прогноз по суверенному кредитному рейтингу со «стабильного» до «позитивного», подтвердив для страны уровень «BBB-». Суммарные внешние активы НБ РК и Национального фонда составили 111,5 млрд долл. на конец июня 2025 г., что соответствует 38,2% ВВП и покрывает 17,6 месяца импорта. Государственный долг на конец июня сложился на уровне 64 млрд долл., или 22% ВВП. Показатели достаточно сильные и имеют хороший запас прочности. Дополнительными факторами выступают устойчивый экономический рост и способность экономики противостоять кризисам. Все это в совокупности усиливает инвестиционную привлекательность Казахстана, что позволило МФ РК в октябре разместить еврооблигации на сумму 1,5 млрд долл. по ставке 4,4%, с наименьшим спрэдом к казначейским облигациям США за всю историю присутствия РК на рынке еврооблигаций.

**Экономическая активность и инфляция**

Рост экономики Казахстана ожидается на уровне 5,5% по итогам 2026 г. Мы сохранили оценку, данную в предыдущем прогнозе (ЕАБР, 2025) (таблица 5). Импульс экономической динамике будут придавать меры властей, реализуемые в рамках исполнения Национального плана развития до 2029 г. В частности, создание устойчивого инфраструктурного каркаса в транспорте, энергетике, телекоммуникациях и жилищно-коммунальном хозяйстве будет стимулировать высокую инвестиционную активность. Усилия, направленные на диверсификацию экономики, поспособствуют повышению потенциала в металлургии, машиностроении, нефтегазохимии и пищевой промышленности. Дополнительный положительный эффект проявится в наращивании несырьевого экспорта. При этом замедление экономического роста до 5,5% в 2026 г. после 5,9% г/г по итогам 2025 г. будет связано с более жесткими денежно-кредитными условиями, поэтапной консолидацией налогово-бюджетной политики и более низкими, чем годом ранее, ценами на нефть.

Прогнозируется стабильный рост ВВП Казахстана на уровне 5,5% в 2027–2028 гг. (рисунок 15.А). В среднесрочной перспективе экономика Казахстана адаптируется к новым бюджетным правилам, а базовая ставка будет постепенно снижаться. Негативное влияние низких цен на мировом рынке нефти начнет исчерпывать себя к концу 2027 г. Экономика Казахстана продолжит опираться на внутренние источники роста: укрепление инвестиционного потенциала, развитие регионов, запуск новых отраслевых драйверов роста.

Инфляция снизится до 9,7% г/г на конец 2026 г. Прогноз снижен на 0,8 п.п. по сравнению с пре-

**Прогноз**

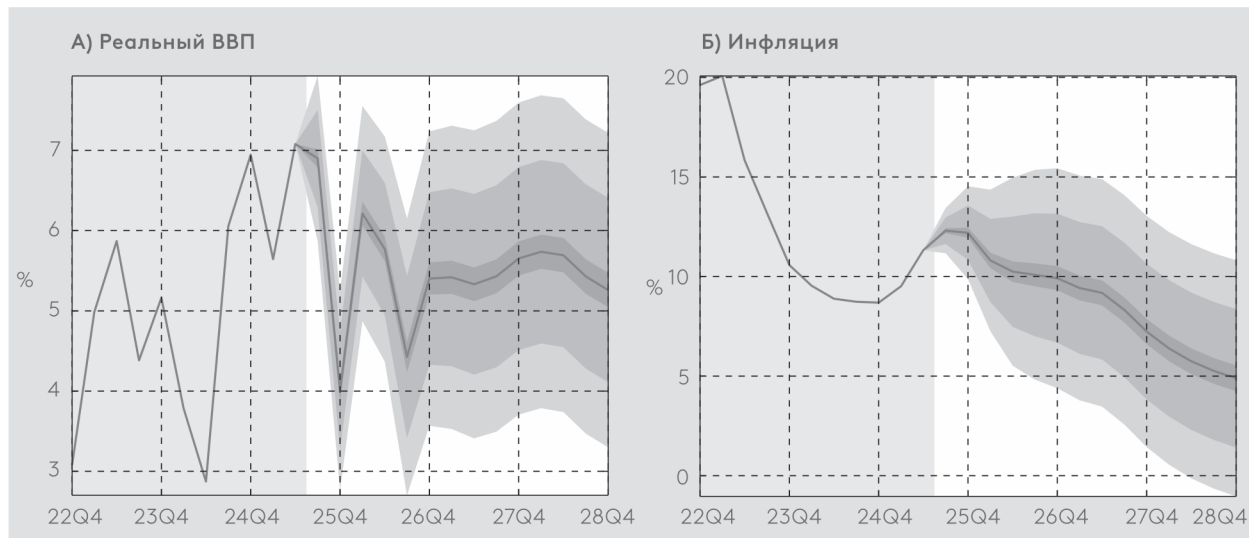
↓ Таблица 5. Основные макроэкономические показатели Республики Казахстан (базовый сценарий)

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,0	5,9	5,5	5,5	5,5
Инфляция (% г/г на конец года)	8,6	12,3	9,7	6,8	5,0
Базовая ставка (% годовых в среднем за год)	14,7	16,7	16,3	12,4	10,2
Курс казахстанского тенге к доллару США (в среднем за год)	469	525	535	559	578

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

## ПРОГНОЗ ЕАБР

↓ Рисунок 15. Прогноз экономической активности и инфляции в Республике Казахстан



**Примечание:** сезонно скорректированные данные.

**Источник:** национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

дыдущей оценкой (ЕАБР, 2025). Корректировка связана с более жесткими, чем предполагалось ранее, денежно-кредитными условиями, а также с решением Правительства РК приостановить повышение тарифов и ввести мораторий на рост цен в некоторых сегментах (ПРК, 2025). Повышение ставки НДС в I квартале 2026 г. и высокие инфляционные ожидания продолжают сдерживать замедление инфляции в 2026 г.

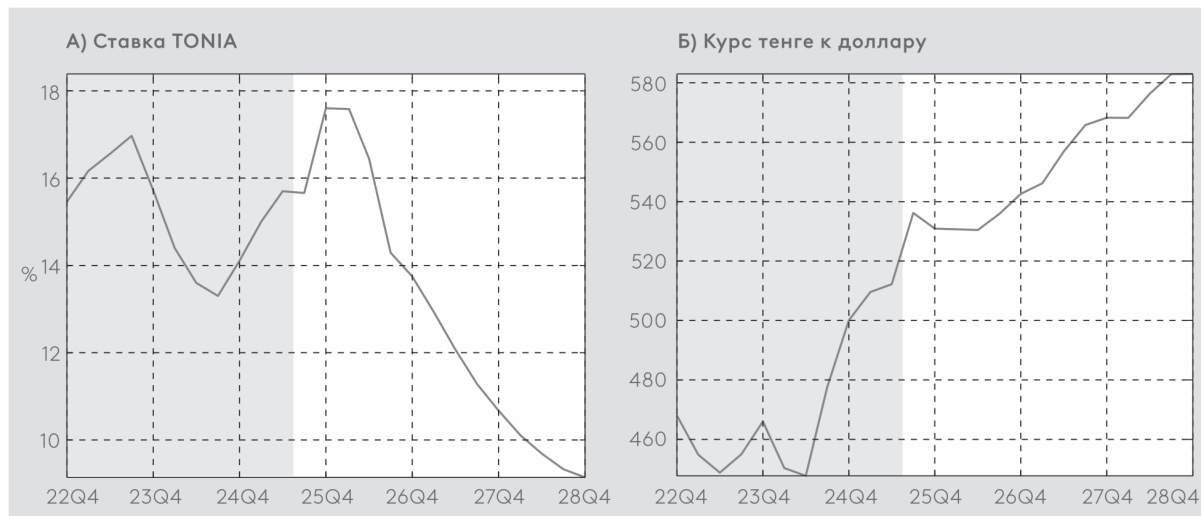
Ожидаем приближения инфляции к целевому ориентиру в 2028 г. Умеренно жесткие денежно-кредитные условия и консолидация налогово-бюджетной политики приведут к охлаждению избыточного потребительского спроса. Это, в свою очередь, закрепит дезинфляционную траекторию. Прогнозируем снижение инфляции до 6,8%

г/г на конец 2027 г. и до 5,0% — на конец 2028 г. (рисунок 15.Б).

#### Денежно-кредитная политика и курс казахстанского тенге

Денежно-кредитная политика будет нацелена на сдерживание роста цен. Ключевой задачей регулятора в 2026 г. является обеспечение разворота в динамике инфляции и закрепление ее устойчивого снижения. Поэтому полагаем, что НБ РК будет удерживать базовую ставку на уровне 18% до апреля 2026 г. По мере того, как пик инфляции будет пройден, регулятор начнет плавно смягчать денежно-кредитные условия. Прогнозируем базовую ставку вблизи 14% на конец 2026

↓ Рисунок 16. Курс казахстанского тенге и ставка TONIA



**Источник:** национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

г. с последующим снижением до 9–10% на конец 2028 г. (рисунок 16.А). В 2026 г. курс национальной валюты оценивается в среднем на уровне 535 тенге за доллар, а на конец года — 544 тенге за доллар (рисунок 16.Б). Фактором поддержки обменного курса выступит высокая базовая ставка, что повысит привлекательность тенговых активов. Кроме этого, в 2026 г. продолжит действовать обязательство квазигоссектора о продаже 50% экспортной выручки, что обеспечит дополнительное предложение иностранной валюты на внутреннем рынке.

**Риски**

Риск замедления экономической активности. Разрастание торгового конфликта в мире будет

выражаться в замедлении экономической активности в странах — торговых партнерах и в более значительном снижении мировых цен на нефть. Как следствие, экономика Казахстана может столкнуться со снижением экспортных и налоговых доходов — что, в свою очередь, замедлит темпы роста ВВП.

Риски ускорения инфляции могут реализоваться в случае резкого роста мировых цен на продовольствие или тарифов на услуги, а также при более значимом усилении инфляционных ожиданий в условиях проводимой налоговой реформы. Кроме этого, сохраняется риск оттока капитала с развивающихся рынков, что может негативно сказаться на валютах этих стран, в частности — повлечь более значимое ослабление тенге по сравнению с базовым сценарием.

**КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА**

*Прогнозируем в 2026 г. повышенный рост ВВП Кыргызской Республики — на уровне 9,3% — в условиях сильного внутреннего спроса. Инфляция составит 8,3% на конец 2026 г. Допускаем сохранение учетной ставки на уровне 11% на всем прогнозном горизонте.*

**Текущая ситуация**

Экономика КР четвертый год подряд демонстрирует высокие темпы роста. ВВП увеличился на 10% г/г по итогам января — сентября 2025 г. после стабильного роста на уровне 9% в 2022–2024 гг. Динамику показателя продолжили формировать внутренние драйверы: потребление и инвестиции<sup>16</sup>. Сильный внутренний спрос выстраивался в условиях наращивания притока денежных переводов (+16,4% г/г в январе — сентябре 2025 г.), увеличения реальной заработной платы (+10,9% г/г в январе — сентябре 2025 г.) и потребительского кредитования (в 1,9 раза в январе — сентябре 2025 г.). Активизация инвестиций, как мы и предполагали (ЕАБР, 2025), стимулировалась преимущественно за счет наращивания финансирования из средств республиканского бюджета (рост в 2,6 раза по сравнению с январем — сентябрем 2024 г.). Полагаем, что данные факторы продолжат играть роль ключевых драйверов экономики до конца года, и прогнозируем рост ВВП на уровне 10,3% в 2025 г.

Инфляция повысилась до 9,3% г/г в октябре 2025 г. после 6,3% г/г на конец 2024 г. Рост индекса потребительских цен сохранил повышательную динамику в 2025 г. и со II квартала двигался выше цели. Этому способствовало повышение в мае тарифов на электроэнергию на 23,8%. В роли дополнительных факторов выступили низкие показатели предыдущего года (3–5% г/г в мае — октябре 2024 г.) и удорожание продовольствия на мировых рынках. Для нивелирования внешнего

давления правительство в августе ввело контроль над ценами на мясо. Выход из расчетов низкой базы и административное регулирование замедлили темпы роста внутренних цен в сентябре 2025 г. Тем не менее инфляционный фон остается повышенным под действием сильного потребительского спроса и удорожания горюче-смазочных материалов (которое ускоряется с июля). Поэтому ожидаем, что инфляция на конец 2025 г. составит 9,1% г/г.

Состояние счета текущих операций улучшилось. Отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса сократилось на 938 млн долл. и составило 3,0 млрд долл. в январе — июне 2025 г., согласно предварительной оценке НБ КР. Улучшение показателя связано с сужением дефицита баланса товаров и услуг, а также с ростом денежных переводов. По операциям финансового счета, исключая резервные активы, в январе — июне 2025 г. сформировался приток капитала преимущественно вследствие дебютного размещения сектором государственных финансов еврооблигаций на сумму 700 млн долл. Дополнительно повлияло поступление чистых прямых иностранных инвестиций в размере 271,3 млн долл. и привлечение кредитных ресурсов из-за рубежа на сумму 701,6 млн долл.

<sup>16</sup> Потребление домашних хозяйств увеличилось на 18,6% г/г, а валовое накопление основного капитала — на 26,1% г/г в январе — июне 2025 г. Рост внутренней торговли составил 10,9% г/г, строительства — 29,6% г/г, инвестиций в основной капитал — 18,8% г/г в январе — сентябре 2025 г.

## ПРОГНОЗ ЕАБР

Дефицит внешней торговли товарами сократился до 6,8 млрд долл. в январе — августе 2025 г. Это на 97 млн долл. меньше, чем в аналогичном периоде 2024 г. Стоимостной объем экспорта снизился на 23,7% г/г вследствие снижения поставок основных металлов на 30,1% г/г и уменьшения реэкспорта средств наземного транспорта на 12% г/г. Стоимостной объем импорта сложился на уровне 8,1 млрд долл., это на 5,2% меньше, чем в аналогичном периоде 2024 г., — в большей степени из-за сокращения объема ввозимых машин.

Национальный банк приступил к раунду повышения ключевой ставки во второй половине 2025 г. В условиях ускорения инфляции регулятор в три этапа (в июле, октябре и ноябре 2025 г.) повысил учетную ставку до 11% — с 9%, удерживаемых с конца мая 2024 г. Ставка по депозитам овернайт сохраняется на уровне 4% с августа 2024 г., а по кредитам овернайт повышена до 12%. Ставка на межбанковском кредитном рынке<sup>17</sup> двигалась вблизи стоимости инструментов изъятия и в среднем в январе — ноябре 2025 г. составила 4,1%. На наш взгляд, такой уровень базовой стоимости ликвидности для коммерческих банков находится ниже нейтрального, оцениваемого нами около 9–10%. Доходность по новым сомовым депозитам, привлекаемым коммерческими банками, в среднем в январе — сентябре 2025 г. составила 2%, что более чем в четыре раза меньше текущей инфляции. Стоимость сомовых кредитных ресурсов, предоставляемых коммерческими банками, за этот же период сложилась на уровне

около 20%. Объем новых кредитов увеличился в 1,4 раза по сравнению с январем — сентябрем 2024 г. Темпы роста широкой денежной массы повысились до 39,1% г/г на конец сентября 2025 г. с 30,6% г/г годом ранее. Все это может отражать мягкость денежно-кредитных условий.

Государственный бюджет исполнен с профицитом в 9,2% ВВП по итогам января — августа 2025 г. (5,8% ВВП годом ранее). Доходы составили 40,6% ВВП, увеличившись за год на 5,6 п.п., а расходы сложились на уровне 31,4% ВВП, прибавив 2,2 п.п. Рост поступлений в бюджет обеспечен наращиванием неналоговых доходов в 1,9 раза, преимущественно за счет увеличения в 3,7 раза объема перечисленной прибыли НБ КР. Налоговые доходы выросли на 26,5% г/г за счет роста поступлений по сборам подоходного налога и налога на прибыль (на 45,6% г/г), а также таможенных платежей (в 3,8 раза). Основной рост бюджетных трат пришелся на сектор здравоохранения (в 3,2 раза) и экономические вопросы (в 2,8 раза), включая топливно-энергетический комплекс, сельское хозяйство, горнодобывающую промышленность.

Moody's подтвердило суверенный кредитный рейтинг Кыргызской Республики на уровне «В3» и повысило прогноз до «позитивного». Решение принято исходя из улучшения макроэкономических и фискальных показателей. Так, меры властей по диверсификации экономики и активное инвестирование в инфраструктуру привели к повышению потенциальных темпов роста экономики. А уровень государственного долга снизился с 64% ВВП в 2020 г. до 37% в 2024 г.

## Прогноз

↓ Таблица 6. Основные макроэкономические показатели Кыргызской Республики (базовый сценарий)

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	9,0	10,3	9,3	7,6	7,5
Инфляция (% г/г на конец года)	6,3	9,1	8,3	7,4	6,2
Учетная ставка (% годовых в среднем за год)	10,5	9,2	11,0	11,0	11,0
Курс кыргызского сома к доллару США (в среднем за год)	87,1	87,4	89,2	91,9	93,3

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

## Экономическая активность и инфляция

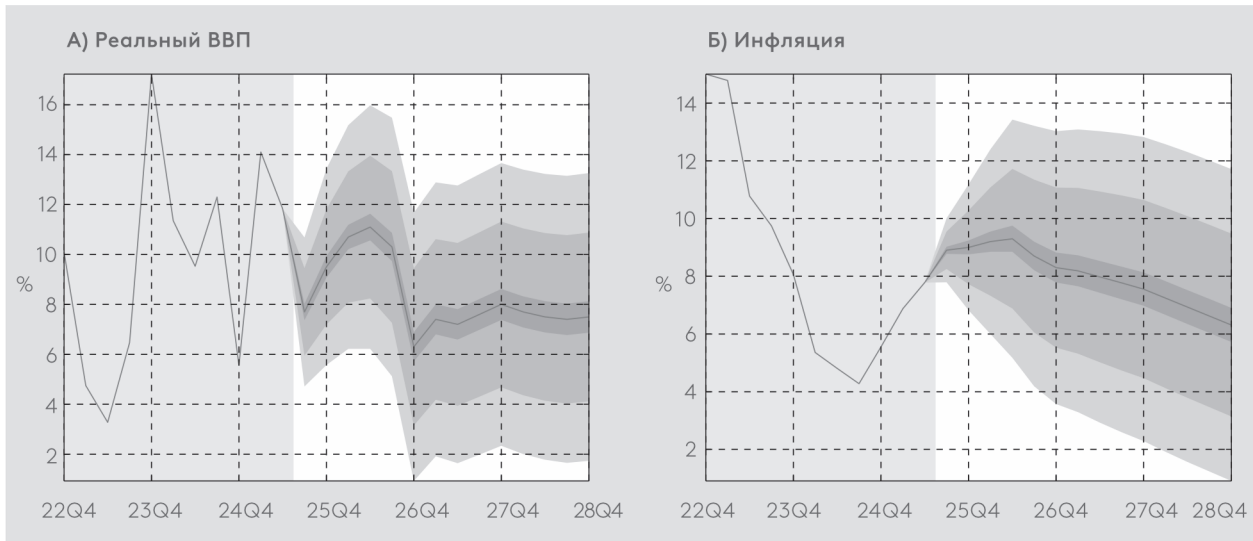
Прогнозируется рост экономики на уровне 9,3% по итогам 2026 г. Оценка повышена на

<sup>17</sup> РЕПО 7 дней до середины сентября 2025 г., BIR (Bishkek Interbank Rate) — с середины сентября 2025 г.

2,2 п.п. по сравнению с предыдущим прогнозом (ЕАБР, 2025) (таблица 6). Полагаем, что высокая потребительская активность будет более продолжительное время поддерживать рост экономики, чем закладывалось ранее. Высокие темпы потребительского кредитования и положительная ди-

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

↓ Рисунок 17. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике



**Примечание:** сезонно скорректированные данные.

**Источник:** национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

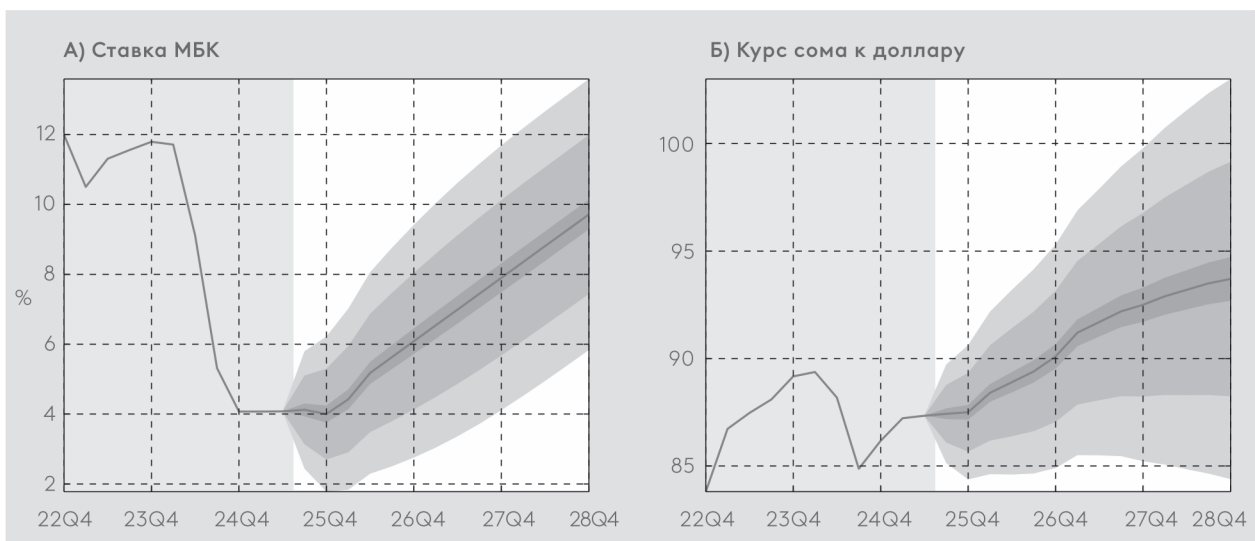
намика денежных переводов сохранятся в начале 2026 г., тем самым стимулируя внутреннюю торговлю. Инвестиционный импульс, задаваемый реализацией государственной программы инвестиций, будет транслироваться в динамику строительного сектора и обрабатывающих отраслей. Согласно прогнозу республиканского бюджета, большая часть внешнего финансирования будет направлена на развитие инфраструктуры: транспортного сектора (21% от общего объема), энергетики (19,5%), водоснабжения (15,9%).

В 2027–2028 гг. темпы роста ВВП будут находиться вблизи 7,5%. Экономика Кыргызской Республики будет постепенно возвращаться к

равновесным темпам роста в среднесрочной перспективе по мере охлаждения внутреннего спроса (рисунок 17.А).

Прогнозируем инфляцию на уровне 8,3% г/г на конец 2026 г. Потребительский спрос, стимулируемый высокими темпами кредитования, будет оказывать давление на внутренние цены. Дополнительное влияние в начале 2026 г. окажет рост цен на ГСМ. Проводимая реформа ЖКУ (МЮ КР, 2021) и повышение ставок акцизного налога на алкоголь в период с 2026 по 2029 г. (МЭК КР, 2025) также внесут свой вклад в формирование повышенного инфляционного фона. С другой стороны, более значительному ускорению вну-

↓ Рисунок 18. Курс кыргызского сома и ставка РЕПО



**Примечание:** РЕПО 7 дней до середины сентября 2025 г., после ставка BIR.

**Источник:** национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

## ПРОГНОЗ ЕАБР

тренних цен будет препятствовать стабильности номинального обменного курса сома к доллару.

Инфляция войдет в целевой коридор в 2028 г. Охлаждение внутреннего спроса будет способствовать замедлению роста цен. Однако повышение тарифов на коммунальные услуги и рост ставок акцизов будут сдерживать нисходящую динамику. Прогнозируем инфляцию на уровне 7,4% на конец 2027 г. и 6,2% на конец 2028 г. (рисунок 17.Б).

Учетная ставка прогнозируется на уровне 11,0% по итогам 2026 г. Сохраняется широкий процентный коридор вокруг учетной ставки: 11% (+2 п.п.; –6 п.п.). Вследствие этого ставка на межбанковском кредитном рынке (BIR) в 2025 г. формируется вблизи 4%. В своем прогнозе zakładываем предположение, что для выхода из мягких денежно-кредитных условий межбанковская ставка будет повышена до уровня учетной. Поэтому прогнозируем сохранение учетной ставки на уровне 11% на всем периоде и рост ставки BIR до 9% к 2028 г. (рисунок 18.А).

В 2026 г. курс национальной валюты оценивается в среднем на уровне 89,2 сома за доллар. Стабильность курса в 2026 г. будет поддерживаться ростом денежных переводов. В средне-

срочном периоде номинальный курс будет несколько ослабевать в соответствии с разницей в уровнях инфляции в Кыргызской Республике и за рубежом (рисунок 18.Б).

**Риски**

Риски замедления экономического роста. Более сильное замедление роста мировой экономики, чем ожидается в базовом сценарии, в первую очередь отразится на внешнеэкономической деятельности Кыргызской Республики и может сказаться на темпах экономического роста. Другим риском, ограничивающим экономическую активность, может стать сдвиг сроков реализации запланированных инвестиционных проектов.

Риски ускорения инфляции. Высокие темпы кредитования создают предпосылки для устойчиво высокого инфляционного фона. Другим риском является отток капитала с развивающихся рынков. В случае его реализации курс сома может ослабеть значительно сильнее, чем в базовом сценарии. Как следствие, инфляция будет расти более динамично, и потребуются проведение более жесткой (по сравнению с базовым сценарием) денежно-кредитной политики.

**РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ**

*Ожидаем ускорения роста экономики до 1,4% в 2026 г. Факторами поддержки внутреннего спроса будут увеличение заработных плат и стимулирующая бюджетная политика. Процесс снижения инфляции будет ограничен повышением НДС, поэтому ожидаем, что Банк России сохранит ключевую ставку на уровне около 16% до конца I квартала 2026 г. при отсутствии новых шоков. Прогнозируем, что инфляция замедлится до 5,5% в 2026 г.*

**Текущая ситуация**

Экономика охлаждается после рекордных темпов роста в 2023–2024 гг. за последнее десятилетие<sup>18</sup>. Мы ожидаем, что ВВП в 2025 г. увеличится на 1%. Повышенные процентные ставки в рамках политики Центрального банка по снижению инфляции приводят к охлаждению внутреннего спроса. В III квартале 2025 г. ВВП вырос на 0,6% г/г после 1,1% г/г во II квартале и 1,4% г/г в I квартале.

Снижение темпов роста фиксируется во всех ключевых отраслях. В промышленности — основном драйвере роста 2023–2024 гг. — расширение объемов выпуска замедлилось до 0,5% г/г в январе — сентябре после 5,6% в 2024 г. Рост производства поддерживается обрабатывающей промышленностью (+2,9% г/г за январь — сентябрь). При этом динамика отраслей остается разнонаправленной: машиностроительный комплекс бла-

годаря бюджетной поддержке продолжает расти высокими темпами (+9,2% г/г), сохраняется рост металлургии (+1% г/г). В большинстве остальных отраслей объемы выпуска сокращаются на фоне слабого внутреннего и внешнего спроса. Загрузка мощностей в промышленности в III квартале снизилась до 73% (с 78% в 2023–2024 гг.), вернувшись к средним значениям 2017–2020 гг. Добыча полезных ископаемых сократилась на 2,1% г/г в январе — сентябре, преимущественно за счет нефтедобычи. Это связано с соблюдением Россией квот в рамках соглашения ОПЕК+, а также с ограничениями инвестиций в нефтедобычу на фоне снижения экспортных цен.

Внутренний спрос постепенно охлаждается во многом за счет уменьшения инвестиционной активности: рост инвестиций в основной капитал замедлился до 1,5% во II квартале после 8,7% в I квартале. По данным мониторинга Банка России, инвестиционная активность снизилась до минимального с III квартала 2022 г. уровня. В то же время рост потребительского спроса оставался

<sup>18</sup> Не считая восстановительного роста после отмены ковидных ограничений.

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

устойчивым на протяжении года: расходы домохозяйств выросли на 3,2% во II квартале после 3% в I квартале. Предварительные данные за III квартал также указывают на ускорение роста потребления. Это обусловлено повышением реальных располагаемых доходов, увеличившихся на 9,2% г/г в январе — сентябре, главным образом за счет роста реальной заработной платы на 4,4% г/г за январь — август. Оплата труда растет на фоне дефицита рабочей силы. Большинство предприятий в III квартале по-прежнему сообщают о нехватке работников, хотя и менее выраженной, чем в I–II кварталах. Это отражается в исторических минимумах безработицы: в сентябре показатель составил 2,2%, оставаясь вблизи минимума августа 2025 г. При этом бизнес сохраняет планы по увеличению занятости и таким образом сдерживает охлаждение рынка труда. Рост потребительских расходов также поддерживается высокими доходами от сбережений вследствие повышенных процентных ставок.

Инфляция устойчиво замедляется. Продолжительный период высоких ставок и крепкий рубль на протяжении 2025 г. сформировали тренд на снижение темпов роста потребительских цен. В октябре инфляция составила 7,7% г/г после шести месяцев последовательного замедления. О снижении инфляционного давления свидетельствует и базовая инфляция<sup>19</sup>, приблизившаяся к целевому уровню: 4,4% кв/кв<sup>20</sup> и 4,2% кв/кв во II–III кварталах соответственно после 8,8% кв/кв в I квартале. Темпы текущей инфляции с устранением сезонного фактора в годовом выражении также приближались к целевым значениям в июне. Однако разовые факторы — рост цен на бензин, повышение тарифов на ЖКУ и подорожание сезонных овощей — ускорили инфляцию. В конце 2025 г. дополнительное давление оказывает рост инфляционных ожиданий предприятий, связанный с предстоящим повышением базовой ставки НДС с 20% до 22% с 1 января 2026 г. Ожидаемый населением<sup>21</sup> рост цен остается высоким — 13% в III квартале, близко к уровню предыдущего квартала (13,2%). Сохраняющийся рост потребления и высокая инерционность инфляционных процессов предполагают консервативный подход к денежно-кредитной политике. При его реализации мы ожидаем инфляцию около 6% по итогам 2025 г.

Денежно-кредитные условия смягчились относительно пика по ставке после перехода Банка России к снижению процентных ставок с июня

<sup>19</sup> Базовая инфляция измеряется на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ) и характеризует устойчивую часть общего показателя инфляции.

<sup>20</sup> С устранением сезонного фактора в годовом выражении.

<sup>21</sup> Медиана инфляционных ожиданий населения на год вперед, по данным опросов населения ООО «ИнФОМ».

2025 г. Замедление инфляции позволило регулятору сократить ключевую ставку суммарно на 4,5 п.п. — до 16,5% в октябре 2025 г. Однако предшествующий период жесткой политики привел к замедлению роста кредита экономике. Рост кредитования физических лиц снизился в сентябре до 2,8% г/г после двузначных значений в I квартале (10,2% г/г в марте). Рост корпоративного кредита также замедлился до 10,4% г/г по сравнению с расширением на 16,8% г/г в январе 2025 г. Мы полагаем, что снижение ключевой ставки с пикового уровня 21% формирует условия для оживления кредитования экономики.

Профицит текущего счета платежного баланса сократился в 1,6 раза по сравнению с январем — сентябрем предыдущего года и составил 30,1 млрд долл. Снижение мировых цен на нефть обусловило падение экспорта товаров в стоимостном выражении на 4,1% г/г. На фоне укрепления реального обменного курса импорт снизился в меньшей степени (–0,7% г/г). В результате сальдо внешней торговли товарами сократилось на 11,3 млрд долл. Сфера услуг при этом расширяется, несмотря на внешние ограничения. В то же время более высокие темпы роста импорта услуг (+16,6% г/г) по сравнению с темпами роста их экспорта (+8,5% г/г) привели к расширению дефицита торговли услугами на 7,2 млрд долл.

Сформировались условия для ослабления курса рубля. Устойчивое предложение иностранной валюты со стороны экспортеров, продававших более 90% валютной выручки в январе — июле 2025 г., формировало стабильную среду на валютном рынке. Однако падение мировых цен на нефть привело к сокращению объемов предложения валюты: в январе — сентябре 2025 г. объем чистых продаж снизился на 30,3% г/г. Высокие процентные ставки поддерживали курс рубля, который в октябре укрепился более чем на 20% к декабрю 2024 г. Ожидаем, что курс национальной валюты составит около 81 рубля за доллар на конец 2025 г.

Снижение цен на нефть усиливает давление на доходы бюджета. Дефицит за январь — октябрь 2025 г. составил 4,2 трлн рублей против профицита 0,1 трлн рублей годом ранее. Более медленный рост доходов (+0,2 трлн рублей г/г) по сравнению с расходами (+4,5 трлн рублей г/г) стал ключевым фактором ухудшения сальдо. Падение нефтегазовых поступлений (–2 трлн рублей г/г) связано со снижением цен на нефть (–14,2% г/г) и укреплением рубля (7,2% г/г). При этом нефтегазовые доходы выросли на 2,3 трлн рублей г/г в условиях увеличения поступлений НДС и налога на прибыль. Продолжающееся снижение нефтяных цен будет оказывать давление на бюджет. Запланированные меры — повышение ставки НДС с 20% до 22% и уменьшение

## ПРОГНОЗ ЕАБР

порога доходов для применения УСН с 60 млн до 20 млн рублей с 2026 г. — позволят снизить зависимость бюджета от колебаний цен на энергоносители.

ние реального курса рубля в 2026 г. повысит конкурентоспособность российских производителей, расширит экспортные возможности и простимулирует импортозамещение. С другой стороны,

## Прогноз

## ↓ Таблица 7. Основные макроэкономические показатели России (базовый сценарий)

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,3	1,0	1,4	2,0	2,1
Инфляция (в % г/г на конец года)	9,5	6,0	5,5	5,1	4,5
Ключевая ставка (% годовых в среднем за год)	17,5	19,2	14,4	12,2	10,5
Курс российского рубля к доллару США (в среднем за год)	92,4	85	94	104	109

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

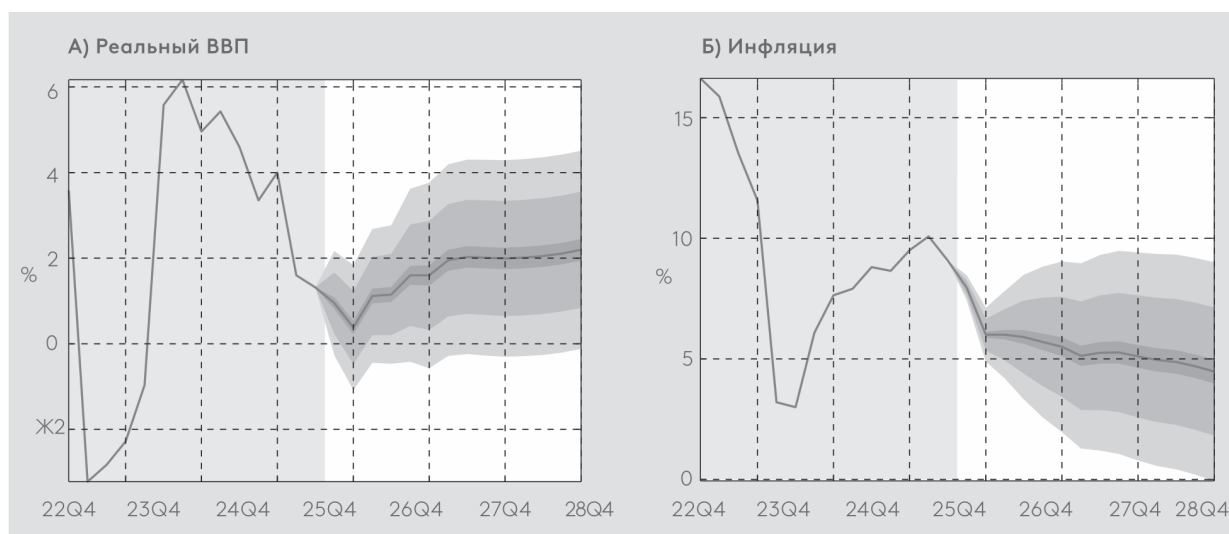
## Экономическая активность и инфляция

Прогнозируем рост ВВП на 1,4% в 2026 г. Бюджетная политика продолжит поддерживать экономику в условиях превышения расходов над доходами на 1,6% ВВП в 2026 г. Дефицит будет формироваться в условиях низких цен на нефть. Несмотря на замедление, рост доходов населения сохранится, поддерживая потребительский спрос, хотя и на более низком уровне. Ослабле-

повышение налоговой нагрузки будет замедлять экономическую активность, удерживая ее ниже потенциального уровня (таблица 7).

В 2027–2028 гг. темпы экономического роста приблизятся к своим потенциальным значениям (рисунок 19.А). Снижение ключевой ставки поможет восстановлению кредитования и инвестиций. Ожидается ускорение роста реальной заработной платы, что создаст условия для увеличения потребления. Рынок труда останется напряженным:

## ↓ Рисунок 19. Прогноз экономической активности и инфляции в России



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

<sup>22</sup> Указ Президента Российской Федерации № 738 от 15 октября 2025 года «О Концепции государственной миграционной политики Российской Федерации на 2026–2030 годы».

ожидаем сохранение дефицита рабочей силы. Однако реализация мер государственной миграционной политики<sup>22</sup> может снизить влияние этого сдерживающего фактора.

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

Ожидаем сохранения инфляции выше цели на всем горизонте прогноза. По нашим прогнозам, инфляция замедлится до 5,5% в 2026 г. Рост цен будет связан с несколькими факторами: повышением НДС на 2 п.п., ростом тарифов на ЖКХ и железнодорожные перевозки (около 10%), а также увеличением утилизационного сбора на автомобили. Кроме того, ослабление курса рубля приведет к подорожанию импортных товаров. Однако темпы роста цен продолжают замедляться в 2027–2028 гг. в условиях поддержания необходимой жесткости денежно-кредитных условий Центральным банком. Поэтому прогнозируем, что инфляция приблизится к целевому уровню в конце прогнозного горизонта (рисунок 19.Б).

**Денежно-кредитная политика и курс российского рубля**

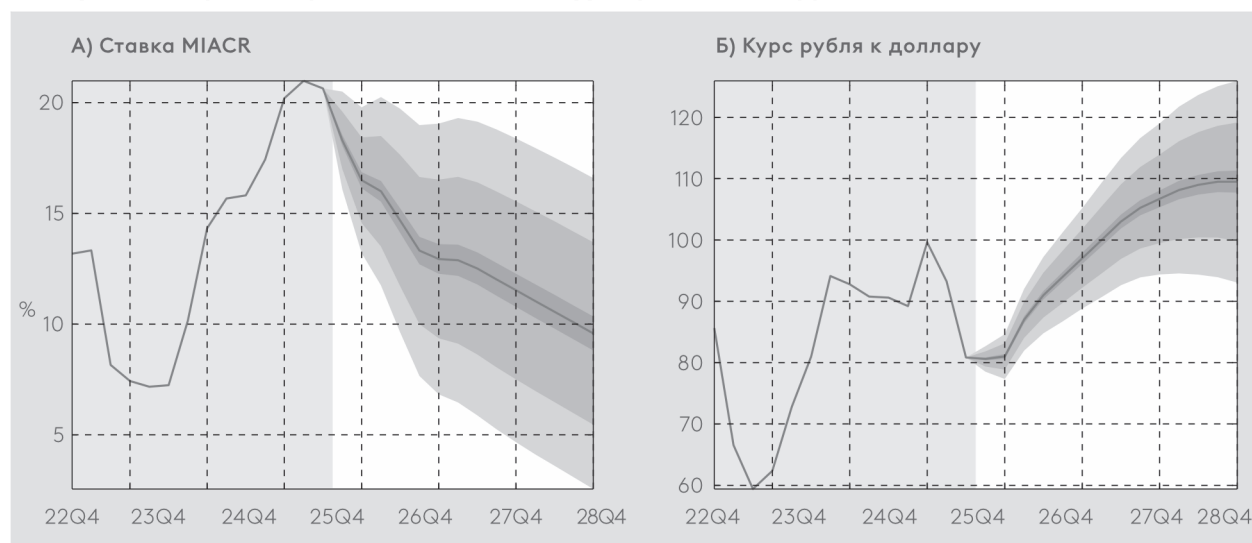
Считаем, что Банк России продолжит поддерживать достаточно жесткие денежно-кредитные условия для устойчивого снижения инфляции в условиях проинфляционных рисков. Поэтому полагаем, что Центральный банк будет удерживать ключевую ставку на уровне около 16% до апреля 2026 г. По мере прохождения пика инфляции из-за повышения НДС у регулятора появится возможность возобновить цикл снижения ставки. Прогнозируем ключевую ставку около 13% на конец 2026 г. с последующим снижением до 10% к концу 2028 г. (рисунок 20.А).

года. Снижению курса будет способствовать прекращение продажи иностранной валюты из ФНБ (1,2 трлн рублей в 2025 г.) для финансирования бюджетного дефицита и инвестиционных проектов. Постепенное сокращение доходности рублевых активов на фоне снижения процентных ставок также будет оказывать давление на рубль. В последующие годы номинальное снижение курса будет несколько превышать инфляционную разницу между Россией и внешним миром, постепенно нивелируя укрепление рубля, накопленное в 2025 г. При этом рост экспорта и расширение внешнеторгового профицита начиная с 2027 г. будут сдерживать дальнейшее ослабление рубля.

**Риски**

Более существенное снижение цен на экспортируемую нефть остается ключевым риском. В рамках рискованного сценария предполагается, что вследствие снижения спроса на сырьевых рынках цена на сорт нефти Brent может снизиться до 45–50 долл. за баррель во II–III кварталах 2026 г. При таком сценарии экспортная цена российской нефти может сократиться до 40 долл. за баррель, что транслируется в падение нефтегазовых доходов. Это с высокой вероятностью приведет к ослаблению российского рубля более чем на треть по сравнению с IV кварталом 2025 г., до уровня 110–115 рублей за доллар к середине 2026 г. Усилится инфляционное давление, и рост цен может

↓ **Рисунок 20. Прогноз процентной ставки и курса российского рубля**



**Источник:** расчеты аналитиков ЕАБР.

Обменный курс, по прогнозу, сложится около 94 рублей за доллар в среднем за 2026 г. (рисунок 20.Б). Ожидаем умеренного ослабления курса на фоне сокращения профицита текущего счета в условиях более низких цен на нефть по сравнению со средним уровнем за последние три

ускориться до 8,5–9% в 2026 г. В этом сценарии самые высокие квартальные темпы роста цен придутся на III–IV кварталы 2026 г. Банк России в рискованном сценарии может поднять ключевую ставку до 20% и сохранять ее на этом уровне до конца 2026 г.

## ПРОГНОЗ ЕАБР

Поскольку в базовом сценарии цены на экспортную нефть уже ниже уровня отсечения, их дальнейшее снижение ограничит возможности увеличивать бюджетные расходы. Учитывая ограниченность внешних источников заимствования, возрастет потребность в расширении вну-

тренного долга. Это, в свою очередь, может сократить доступность финансовых ресурсов для частного сектора. Обусловленное этим снижение внутреннего спроса в рисковом сценарии с высокой вероятностью приведет к снижению реально-го ВВП в 2026 г.

## РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

*По нашей оценке, в 2026 г. экономика Таджикистана продолжит расти быстрыми темпами — на 8,1%. Этому будут способствовать инвестиции в добычу полезных ископаемых, обрабатывающую промышленность и энергетику, а также высокие цены на золото и цветные металлы. Мягкая денежно-кредитная политика обеспечит стабильный рост экономики и сохранение инфляции в пределах целевого диапазона НБТ (5±2%) в 2026–2028 гг.*

## Текущая ситуация

Темпы роста экономики остаются высокими. По итогам января — сентября 2025 г. ВВП увеличился на 8,2% г/г. Быстро наращивают выпуск многие отрасли. Промышленное производство увеличилось на 24% г/г, сельское хозяйство — на 8,1% г/г, торговля — на 12,1% г/г (в том числе розничная на 10,6% г/г). Грузооборот вырос на 17,1% г/г, а перевозки пассажиров — на 19,8% г/г.

По нашим оценкам, ВВП Таджикистана в 2025 г. вырастет на 8,3%. Ускорение роста инвестиций до конца года и сильная динамика потребления на фоне снижения ставки НБТ обеспечат рост ВВП выше, чем зафиксированный в январе — сентябре. Определяющим фактором увеличения экономической активности в IV квартале станет высокий внутренний спрос. Рост потребления и инвестиций поддерживается рекордными доходами от экспорта золота и цветных металлов, а также высоким притоком денежных переводов.

Самым динамичным сегментом экономики в январе — сентябре 2025 г. оставалась добывающая промышленность. Добыча полезных ископаемых выросла на 60% г/г, прежде всего за счет увеличения объемов разработки рудных месторождений. Выработка электроэнергии и тепла повысилась на 13,4% г/г. Обрабатывающая промышленность прибавила 8,1% г/г. Сильные результаты в пищевой промышленности (+9,9% г/г) и металлургии (+7,6% г/г) дополнились восстановлением роста в текстильной отрасли (+9,1% г/г после +0,4% г/г за январь — август). Текстильная промышленность преодолела стагнацию, вызванную низким урожаем хлопка в прошлом году.

Торговля растет под влиянием сильного потребительского спроса. По итогам января — сентября 2025 г. розничные продажи увеличились на 10,6% г/г. Двухзначный рост торговли обусловлен повышением оплаты труда. Средняя реальная зарплата выросла на 17% г/г по итогам января — августа. Объем денежных переводов по итогам

первой половины 2025 г. увеличился на 57% г/г, до 64% ВВП, что положительно влияет на потребление. Бурный рост также связан с укреплением российского рубля и ростом зарплат в России, откуда поступает основная часть переводов.

Инвестиции повысились на 20,4% г/г по итогам января — сентября. Как мы и ожидали (ЕАБР, 2025а), рост инвестиций вернулся в положительную область по мере исчерпания статистического эффекта повышенной инвестиционной активности в начале 2024 г. Поступательный рост капиталовложений в экономику Таджикистана определяется реализацией государственных программ развития. Наиболее крупные инвестиции со стороны государства идут на расширение и модернизацию мощностей по производству электроэнергии, а также электрических сетей<sup>23</sup>.

Торговый дефицит расширился до 4,2 млрд долл. по итогам января — сентября 2025 г. с 3,6 млрд долл. за тот же период 2024 г. Сильный внутренний спрос привел к увеличению импорта на 19,3% г/г, до 6,0 млрд долл. Выросли поставки из-за рубежа таких товаров, как машины, оборудование и транспортные средства — на 50% г/г, драгоценные металлы — на 43% г/г и полимерные материалы — на 36% г/г. Экспорт увеличился на 30,2% г/г, до 1,8 млрд долл., за счет роста поставок за рубеж минеральной продукции (+43,3% г/г), драгоценных металлов (+80% г/г) и драгметаллов (+10,4% г/г). Благодаря росту экспорта торговый дефицит уменьшился относительно размеров экономики. Дефицит составил 33,7% ВВП по итогам января — сентября 2025 г. после 42,6% ВВП в январе — июне. Это подтверждает оценку динамики торгового баланса, представленную в предыдущем Макропрогнозе (ЕАБР, 2025а). Снижение торгового дефицита относительно ВВП также

<sup>23</sup> Согласно закону о бюджете, на 2025 г. запланированы расходы на нужды ТЭК в размере 8,4 млрд сомони (5,1% ВВП).

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

означает, что расширение внутреннего спроса не ухудшает платежный баланс страны.

Национальная валюта продолжает укрепляться. Курс составил 9,28 сомони за доллар в среднем за октябрь 2025 г. Сомони подорожал на 15% по сравнению с декабрем 2024 г., когда средний курс был равен 10,92 за доллар. Этому способствовал рост цен на экспортируемые товары: по итогам января — сентября 2025 г. золото в среднем подорожало на 39% г/г, алюминий — на 18,1% г/г, медь — на 4,6% г/г, цинк — на 3,0% г/г. Дополнительным фактором укрепления стал рост объема денежных переводов в Таджикистан.

Инфляция составила 3,1% г/г по итогам октября — на 0,5 п.п. ниже уровня декабря 2024 г. Рост потребительских цен остается вблизи нижней границы целевого интервала Национального банка (5±2%). Инфляцию сдерживает укрепление национальной валюты. Дополнительным фактором снижения инфляции стало падение мировых цен на ключевые для Таджикистана импортные товары, в частности энергоносители.

Национальный банк снизил ставку рефинансирования с 9% на начало года до 7,5% на на-

чало ноября 2025 г. Это минимальное значение с декабря 2014 г. Денежно-кредитная политика сложилась мягкой по итогам 2025 г. Это будет способствовать тому, что инфляция останется в пределах целевого диапазона Национального банка.

Государственный бюджет остается профицитным. Сальдо доходов и расходов составило 3,5 млрд сомони по итогам января — августа 2025 г., увеличившись с 1,8 млрд сомони за январь — август прошлого года. Расширение профицита объясняется ростом доходов на 27% г/г под влиянием роста ВВП и, соответственно, налоговой базы. Расходы повысились на 23% г/г. Увеличилось финансирование энергетики (+45% г/г) и социальной сферы — расходы на образование, например, повысились на 34% г/г. Благодаря исполнению бюджета с профицитом величина государственного долга страны снизилась до 21,4% ВВП на середину 2025 г. с 25,2% ВВП на конец 2024 г. и 43% ВВП на конец 2021 г. Таким образом, бюджетная политика правительства способствует укреплению устойчивости экономики.

**Прогноз**

↓ **Таблица 8. Основные макроэкономические показатели Республики Таджикистан (базовый сценарий)**

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	8,4	8,3	8,1	7,2	7,1
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	3,6	3,0	4,5	4,7	4,9
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	9,3	8,2	7,6	8,4	8,4
Курс сомони к доллару США (в среднем за год)	10,8	10,3	9,8	10,3	10,8

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

**Экономическая активность и инфляция**

Прогнозируем рост ВВП на уровне 8,1% в 2026 г. (таблица 8) — прогноз повышен на 0,1 п.п. по сравнению с июньским (ЕАБР, 2025а). Инвестиционная активность, в большой степени финансируемая государством, сохранит быстрые темпы роста. Динамику ВВП будет также поддерживать расширение мощностей и запуск новых производств в промышленности. В качестве крупных проектов можно назвать расширение и модернизацию национального производителя алюминия — Таджикской алюминиевой компа-

нии (ТАЛКО) — и создание в стране собственного переработчика железной руды — Таджикского металлургического комбината. Высокие цены на золото также останутся фактором, способствующим росту экономики.

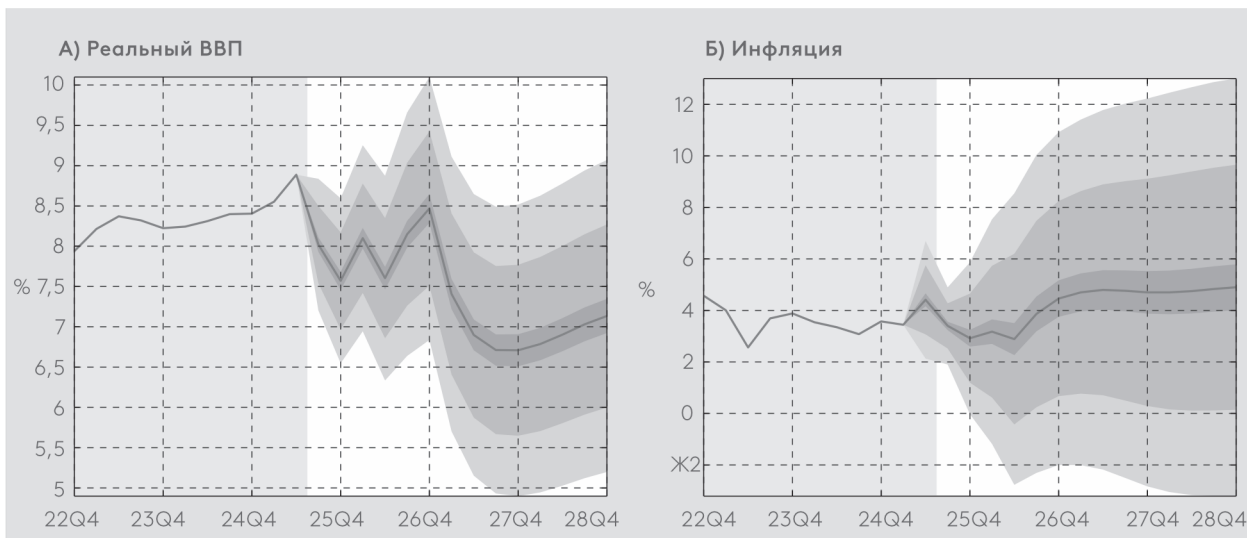
В 2027 и 2028 гг., согласно прогнозу, экономика вырастет на 7,2% и 7,1% соответственно. Рост ВВП останется повышенным (рисунок 21.А). Этому будет способствовать сохранение благоприятной конъюнктуры на рынках металлов. Денежные переводы в Таджикистан также продолжат поступать в значительных объемах — предпосылки для этого связаны с устойчивым дефицитом на

## ПРОГНОЗ ЕАБР

рынке труда России. Темпы роста ВВП Таджикистана продолжают превышать средние по региону благодаря широким возможностям для создания новых предприятий, высоким темпам роста населения и идущему процессу урбанизации страны.

ных переводов. Дополнительным проинфляционным фактором остается планомерное повышение регулируемых цен, например, в ЖКХ и сфере общественного транспорта. При этом снижение мировых цен на энергоносители и продовольствие,

↓ Рисунок 21. Прогноз экономической активности и инфляции в Таджикистане



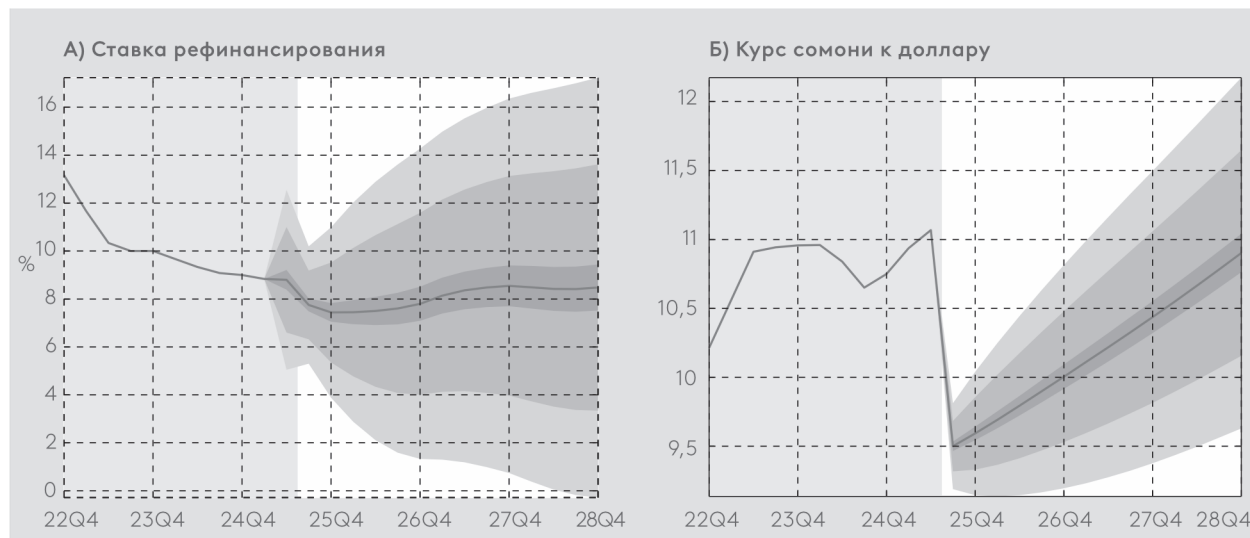
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

К концу 2026 г. рост потребительских цен прогнозируется около 4,5%. Прогноз пересмотрен вниз на 1 п.п. по сравнению с предыдущим Макропрогнозом (ЕАБР, 2025а) с учетом замедления инфляции под влиянием укрепления сомони. Проинфляционный фактор — сильный внутренний спрос, обусловленный ростом зарплат. В частности, власти повысили оплату труда в бюджетной сфере на 36% в 2025 г. Кроме того, на потребительский спрос положительно влияет рост денеж-

напротив, сдерживает инфляцию.

В 2027–2028 гг. инфляция, по нашим прогнозам, закрепится в пределах целевого диапазона (рисунок 21.Б). Это станет возможным на фоне постепенного ослабления сомони относительно доллара (рисунок 22.Б), роста мировых цен на продовольствие и сильного внутреннего спроса. Более низкие цены на энергоносители по сравнению со средним уровнем за последние три года продолжают сдерживать инфляцию.

↓ Рисунок 22. Ставка рефинансирования и курс сомони



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

**ПРОГНОЗ ЕАБР**

**Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты**

Курс сомони к доллару ожидается на уровне 9,8 в среднем за 2026 г. (рисунок 22.Б) после 10,3 в 2025 г. Новый прогноз предполагает более высокую стоимость таджикской валюты относительно доллара, чем июньский (ЕАБР, 2025). Факторы, способствующие укреплению сомони: высокие цены на золото и рост объемов денежных переводов.

В 2027–2028 гг. курс национальной валюты вернется на траекторию постепенного ослабления к доллару. В среднем за год курс составит около 10,3 сомони за доллар в 2027 г. и 10,8 — в 2028 г. Медленное снижение стоимости сомони будет обусловлено ростом торгового дефицита. Последний увеличится на фоне замедления экспорта из-за более сдержанной, чем в 2025 г., динамики мировых цен на металлы, а также из-за продолжающегося роста импорта под влиянием сильного внутреннего спроса.

Ожидаем, что НБТ начнет повышать ставку рефинансирования в 2026 г. Это будет обуслов-

лено возвращением инфляции к центру целевого диапазона. Ставка, по нашему прогнозу, вернется к уровню около 8,5% годовых (рисунок 22.А) к концу прогнозного периода. При этом в реальном выражении ставка составит 3–4%. Реальная стоимость капитала в экономике будет находиться на уровнях, минимальных с 2017 г. (за исключением периода пандемии), способствуя стабильному росту экономики страны.

**Риски**

Наиболее значительные риски для экономики Таджикистана имеют внешний характер. На фоне неурегулированности глобального тарифного противостояния велика вероятность замедления мирового экономического роста и снижения цен на сырье. В случае реализации такого сценария упадет спрос на такие экспортные товары страны, как цветные металлы, руды и текстиль. Сократятся объемы денежных переводов. Это приведет к замедлению роста потребления и инвестиций. В таких условиях ВВП страны будет расти темпами, ниже равновесного уровня.

**РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН**

*Экономический рост Узбекистана в 2026 г. прогнозируем на уровне 6,8%. Ему способствуют устойчивый внутренний спрос и высокая инвестиционная активность, а также благоприятная внешнеторговая конъюнктура — прежде всего высокие цены на золото. К концу 2026 г. инфляция составит около 6,7%. Денежно-кредитная политика останется относительно жесткой в 2026 г. Ожидаем постепенного снижения процентной ставки примерно до 13% на конец 2026 г. по мере замедления инфляции.*

**Текущая ситуация**

Рост экономики страны в январе — сентябре 2025 г. составил 7,6% г/г после 7,2% г/г в первом полугодии. Ускорение обусловлено расширением внутреннего спроса и благоприятной конъюнктурой на внешних рынках. Розничный товарооборот увеличился на 11% г/г за январь — сентябрь 2025 г. (после 9,7% г/г за первое полугодие) на фоне роста доходов населения. Инвестиции в основной капитал выросли на 15,2% г/г (5,5% г/г в первом полугодии). Экспорт за январь — сентябрь 2025 г. продемонстрировал рост в стоимостном выражении на 33,3% г/г. В частности, увеличилась выручка от поставок за рубеж золота (+70,5% г/г), овощей и фруктов (+42,4% г/г), зерновых (+53,3% г/г). В случае золота основным фактором роста стало повышение мировых цен на металл, в случае сельскохозяйственной продукции — продолжающийся выход узбекских производителей на внешние рынки.

Промышленное производство увеличилось на 6,8% г/г в январе — сентябре 2025 г. Обрабатывающая промышленность продемонстрировала прирост на 7,1% г/г. Наиболее динамичное

развитие показало производство резиновых и пластмассовых изделий, которое прибавило 19,1% г/г за январь — август 2025 г. В этой отрасли появляются новые предприятия — например, производство Kmita- Polymers в г. Чирчик. Текстильное производство прибавило 16,9% г/г за тот же период (пример нового производства — предприятие в г. Нурафшон). Спад наблюдался в таких отраслях, как добыча нефти (–9,6% г/г) и газа (–4,5% г/г) в условиях снижения продуктивности старых месторождений.

По нашим прогнозам, экономика вырастет на 7,4% по итогам 2025 г. благодаря устойчивому потребительскому спросу и благоприятным условиям внешней торговли. Помимо этого, продолжат расти инвестиции в основной капитал, способствуя наращиванию производственного потенциала и развитию инфраструктуры. Крупные вложения осуществляются, в частности, в сфере энергетики — в строительство новых тепловых электростанций, а также в рамках проекта по развитию городов «Новый Узбекистан».

Инфляция продолжает снижаться. По итогам октября 2025 г. рост потребительских цен составил 7,8% г/г, что ниже пикового значения в 10,6%

## ПРОГНОЗ ЕАБР

г/г, достигнутого в июне 2024 г., и ниже 9,8% г/г (показатель на конец 2024 г.). Замедление инфляции обусловлено жесткой денежно-кредитной политикой Центрального банка и стабилизацией тарифов на энергоносители — после их повышения в начале года. Проинфляционное давление создается устойчивым потребительским спросом на фоне роста доходов населения. За январь — сентябрь 2025 г. доходы населения выросли в номинальном выражении на 18,4% г/г на фоне увеличения номинальной средней зарплаты на 19% г/г, а также переводов из-за рубежа (в долларовом выражении — на 26% г/г по итогам первой половины года, до 15% ВВП). Сдерживающим фактором выступает стабильность обменного курса национальной валюты — ей, в свою очередь, способствует улучшение торгового баланса. Ожидаем, что на конец 2025 г. инфляция составит 7,5%.

Дефицит торгового баланса сократился до 6,4 млрд долл. (6,1% ВВП) за январь — сентябрь 2025 г. против 8,6 млрд долл. (10,7% ВВП) за те же месяцы 2024 г. За январь — сентябрь 2025 г. экспорт достиг 26,7 млрд долл., что на 33,3% больше, чем в аналогичном периоде 2024 г. (20 млрд долл.). Рост экспорта обеспечивается высокими мировыми ценами на золото, а также увеличением поставок продукции сельского хозяйства и обрабатывающей промышленности, включая текстиль и химическую продукцию. Импорт за этот же период вырос на 15,6% г/г, до 33,1 млрд долл. Опережающий рост экспорта по сравнению с импортом способствует улучшению текущего счета платежного баланса и оказывает поддержку национальной валюте.

Национальная валюта выросла в цене — с 12 920 сумов за доллар в начале года до 12 025 на конец октября 2025 г. Укреплению способствовало улучшение торгового баланса. Прогнозируем среднегодовой курс сума в 2025 г. на уровне 12 647, что практически совпадает с показателем 2024 г. (12 652). Поддержку национальной валю-

те окажут значительные объемы денежных переводов и рост экспортной выручки от золота.

Центральный банк сохраняет основную ставку на уровне около 14% годовых после повышения с 13,5% годовых в марте 2025 г. Ужесточение денежно-кредитной политики в 2025 г. обусловлено необходимостью сдерживания инфляционного давления, которое оставалось повышенным в начале года вследствие индексации тарифов на энергоносители и устойчивого роста потребительского спроса. Под влиянием политики ЦБ РУ темпы роста банковского кредитования снизились с 20,1% г/г в январе 2024 г. до 15,1% г/г в июле 2025 г., что способствовало ослаблению инфляционного давления со стороны спроса.

Фискальная позиция улучшается. За первое полугодие 2025 г. дефицит консолидированного бюджета составил 32,6 трлн сумов (1,9% ВВП) против 34,5 трлн (2,4% ВВП) годом ранее — сокращение на 5,5% г/г. Консолидированные доходы выросли на 23% г/г, а расходы — только на 18% г/г. Планируемый уровень дефицита на 2025 г. закреплён на уровне 3% ВВП. К увеличению доходов, помимо роста экономики, привели изменения налоговой политики с 1 января 2025 г.: отмена льгот для экспортеров по налогу на прибыль и налогу с оборота (приведение к нормам ВТО); повышение ставок для субъектов электронной торговли до 10% по налогу на прибыль и до 3% по налогу с оборота; повышение акциза на табачную продукцию; индексирование базовой ставки земельного налога (около 10%), корректировка ставки и минимальной базы по налогу на имущество (в том числе для физлиц). Фискальная политика остается умеренно стимулирующей, поддерживая экономический рост при соблюдении фискальной дисциплины. Приоритетными направлениями расходов по-прежнему выступают развитие инфраструктуры, социальная поддержка населения и инвестиции в человеческий капитал.

## Прогноз

## ↓ Таблица 9. Основные макроэкономические показатели Республики Узбекистан (базовый сценарий)

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	6,5	7,4	6,8	6,4	6,3
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	9,8	7,5	6,7	5,8	5,2
Основная ставка (% годовых в среднем за год)	13,8	13,9	13,7	12,4	11,6
Обменный курс сума к доллару США (в среднем за год)	12 652	12 647	12 800	14 100	15 100

Источник: данные национальных ведомств, расчеты аналитиков ЕАБР.

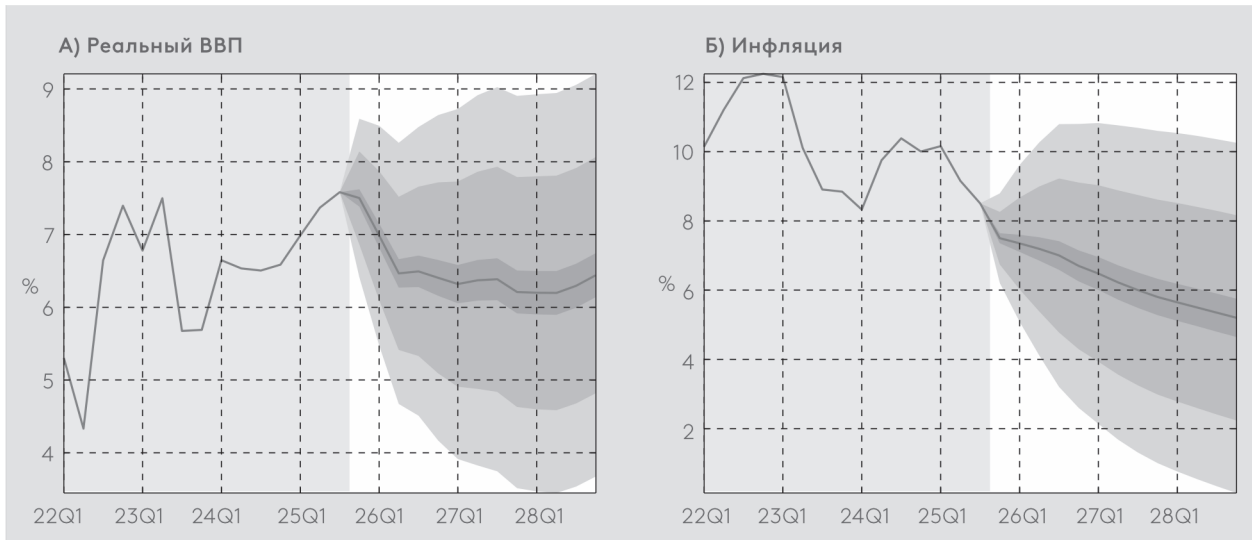
**ПРОГНОЗ ЕАБР**

**Экономическая активность и инфляция**

Рост ВВП, согласно нашему прогнозу, в 2026 г. останется высоким — на уровне 6,8% (таблица 9). Снижение темпов относительно 2025 г. (рисунок 23.А) будет обусловлено некоторым охлаждением потребительской активности под влиянием относительно жестких денежно-кредитных условий. При этом экономика сохранит устойчивые темпы роста благодаря продолжающимся структурным реформам и модернизации производственных мощностей.

потребительской активности. Другими факторами устойчивого роста ВВП (темпами выше 6%) останутся диверсификация экономической структуры, развитие несырьевого экспорта и эффекты от реализованных инфраструктурных проектов. Фискальная политика будет направлена на поддержание дефицита бюджета в пределах 3% ВВП, обеспечивая баланс между стимулированием экономики и сохранением долговой устойчивости. Ожидаем дальнейшего замедления инфляции до 6,7% к концу 2026 г. Снижение ценового давления станет результатом достаточно жесткой денежно-

↓ Рисунок 23. Прогноз экономической активности и инфляции в Узбекистане

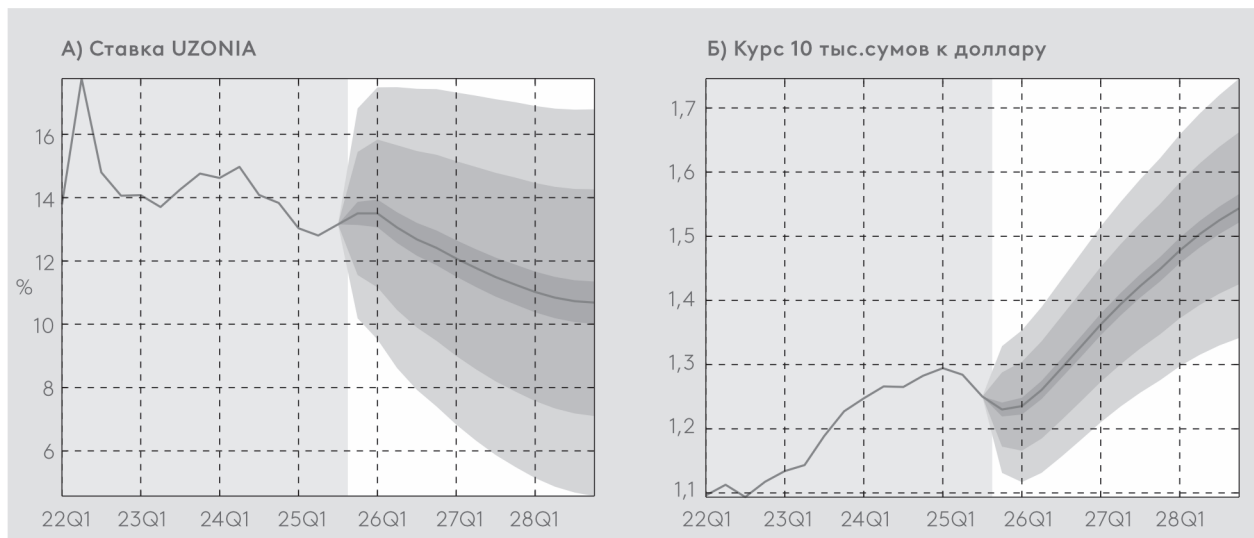


Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Ожидаем роста ВВП на 6,4% и 6,3% в 2027 г. и 2028 г. соответственно. Своевременное смягчение денежно-кредитных условий будет способствовать хорошей динамике инвестиционной и

кредитной политики, стабилизации тарифов на энергоносители и относительной устойчивости национальной валюты. Потребительский спрос продолжит расти, но менее интенсивно, чем в

↓ Рисунок 24. Процентная ставка и обменный курс (базовый сценарий)



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

## ПРОГНОЗ ЕАБР

2025 г. Возможное повышение мировых цен на продовольствие может оказать умеренное проинфляционное давление, однако общий тренд останется дезинфляционным (рисунок 23.Б).

В 2027–2028 гг. процесс дезинфляции продолжится: прогнозируем снижение инфляции до 5,8% к концу 2027 г. и до 5,2% к концу 2028 г. Постепенному приближению к целевому уровню в 5% будут способствовать несколько факторов: своевременное смягчение денежно-кредитной политики, стабилизация энергетических тарифов и медленное ослабление обменного курса. К концу прогнозного периода инфляция будет находиться вблизи целевого ориентира Центрального банка.

### Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

Центральный банк начнет смягчать денежно-кредитную политику по мере замедления инфляции в 2026 г. Основная ставка снизится до около 13% на конец 2026 г. (рисунок 24.А). К концу 2028 г. ожидаем более активного снижения ставки — до 11%. Постепенное смягчение политики создаст более благоприятные условия для кредитования экономики, при этом темп снижения ставки будет учитывать инфляционные риски.

Ожидаем, что курс сума к доллару составит 12 800 в 2026 г., 14 100 в 2027 г. и 15 100 в 2028 г. (рисунок 24.Б), следуя долгосрочному тренду. Денежные переводы трудовых мигрантов продолжат играть важную роль в компенсации торгового дефицита и в поддержке платежного баланса.

### Риски

Замедление экономического роста в странах — основных торговых партнерах. Более значительное, чем прогнозируется, охлаждение экономик основных торговых партнеров, особенно России, может привести к сокращению узбекского экспорта и существенному снижению поступлений денежных переводов. Учитывая, что денежные переводы от трудовых мигрантов составляют значительную часть доходов населения и поддерживают внутреннее потребление, их уменьшение негативно отразится как на платежном балансе, так и на потребительском спросе внутри страны. Это в конечном итоге замедлит темпы экономического роста.

Волатильность мировых цен на сырьевые товары. Резкое повышение мировых цен на энергоносители, например, в случае обострения геополитической напряженности в мире, приведет к увеличению импортных расходов страны и ухудшению условий торговли. Одновременно существенное снижение цен на золото и другие металлы — на фоне стабилизации глобальной

экономики или ужесточения денежно-кредитной политики в развитых странах — может сократить экспортную выручку Узбекистана. Учитывая высокую долю золота и других сырьевых товаров в структуре экспорта, реализация данных сценариев может ослабить национальную валюту и создать дополнительные вызовы для макроэкономической стабильности.

### ГЛОССАРИЙ

#### Бюджетные (фискальные) резервы

Объем свободных средств государственного бюджета, доступных для финансирования расходов.

#### Бюджетный (фискальный) импульс

Характеризует воздействие налогово-бюджетной политики на экономическую активность. Положительный бюджетный импульс указывает на положительный вклад налогово-бюджетной политики в ВВП.

#### Валютизация банковских вкладов (кредитов)

Доля вкладов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме вкладов (кредитов) коммерческих банков.

#### Нейтральная ставка

Уровень процентной ставки, который соответствует устойчивому нахождению инфляции и инфляционных ожиданий на уровне цели, а ВВП и реального валютного курса — на равновесных уровнях.

#### Потенциальный (равновесный) ВВП

Объем реального ВВП, который сложился бы в экономике в определенном временном периоде при наиболее эффективном использовании факторов производства. Под потенциальным ВВП также можно понимать такой объем реального ВВП, который экономика способна устойчиво производить без формирования экономических дисбалансов.

#### Равновесный курс валюты

Реальный курс валюты, не оказывающий ни дополнительного инфляционного, ни дезинфляционного воздействия.

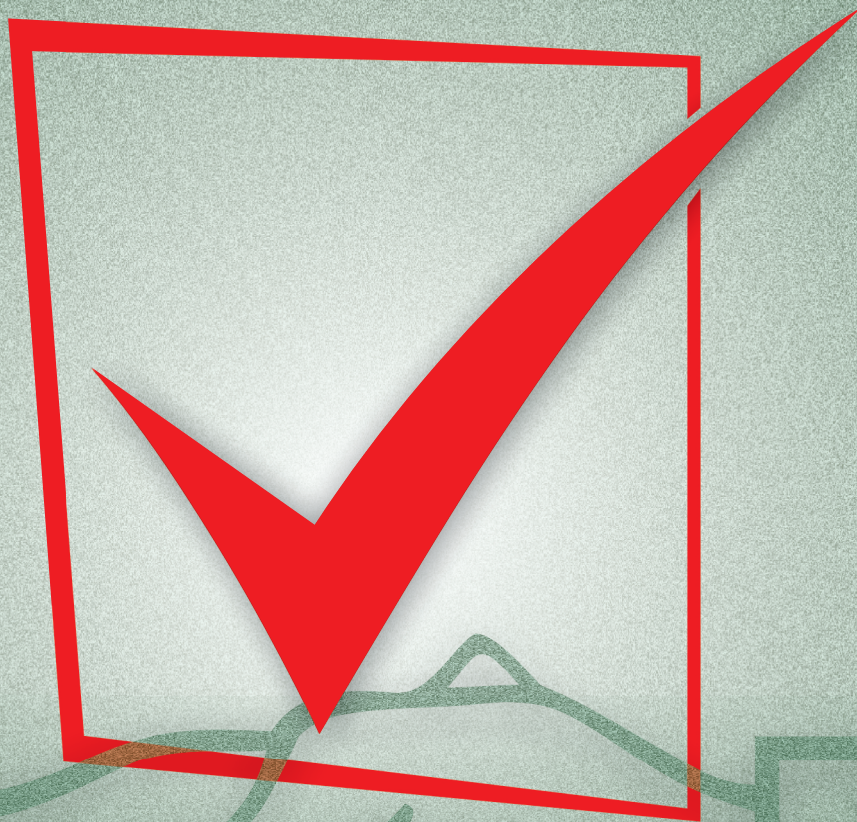
#### Разрыв выпуска

Отклонение объема реального ВВП от своего потенциального уровня. Положительный разрыв выпуска, как правило, характеризует ситуацию избыточного спроса в экономике и является индикатором инфляционного давления. При отрицательном разрыве выпуска справедливо обратное.

#### Purchasing Managers' Index (PMI)

Индикатор, характеризующий изменение деловой активности и условий функционирования частных предприятий в обрабатывающей промышленности и сфере услуг. Показатель рассчитывается на основе ежемесячных опросов менеджеров по закупкам. Значения PMI выше 50 пунктов сигнализируют о росте деловой активности, ниже — о ее снижении.

**ПОСТОЯННО ДЕЙСТВУЮЩИЙ  
АРБИТРАЖ  
ПРИ АССОЦИАЦИИ БАНКОВ  
РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН**



*Верное решение*



+7 (776) 220 19 04  
+7(747) 120 19 04



# Ассоциация банков Республики Казахстан

## Основные направления развития

- 01 Банковский консалтинг и образовательные программы
- 02 Арбитраж и правовое сопровождение
- 03 Информационная политика и связь с общественностью
- 04 Международное сотрудничество. Обмен опытом

## Позиционирование

- 01 Представительские задачи: защита интересов банков
- 02 Развитие рынков и повышение доверия к банкам
- 03 Сотрудничество с международными финансовыми организациями и институтами развития
- 04 Развитие инноваций и цифровых технологий
- 05 Развитие финансовой грамотности в обществе

### Адрес:

050022, ул. Шевченко, 100, офис 702



моб.тел: 8 (747) 120-19-04



e-mail: [info@abr.kz](mailto:info@abr.kz)



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