

Развитие финансового сектора в Казахстане в условиях сырьевой экономики

Китинов Мигмер Баатрович

Аспирант

ORCID: 0009-0006-9077-9899, e-mail: kitinovmig@gmail.com

Институт востоковедения Российской академии наук, г. Москва, Россия

Аннотация

Проведено исследование развития финансового сектора в условиях сырьевой экономики на примере Казахстана. Предметом исследования является структура и динамика финансового рынка стран-экспортеров сырьевых ресурсов в целом и Казахстана в частности. Цель настоящего исследования заключается в анализе потребности и путей развития финансового рынка в сырьевой экономике на примере Казахстана, а также в оценке достигнутого прогресса. Методология исследования включает сравнительно-аналитический метод и метод синтеза. Проведено сопоставление опыта стран с успешными финансовыми центрами для выявления эффективных практик. Установлено, что Казахстан внедряет ведущие мировые практики по развитию финансового сектора. Результаты исследования показывают, что Казахстан достиг определенного прогресса в развитии финансового сектора, однако пока не стал примером успешного финансового центра. Выявлены факторы, ограничивающие возможности по развитию финансового сектора Казахстана. Перспективы исследования заключаются в разработке стратегии дальнейшего развития финансового сектора, повышении институциональной зрелости, расширении внутреннего рынка капитала и внедрении инновационных финансовых инструментов. Выводы подчеркивают необходимость активного развития финансового сектора в Казахстане для диверсификации экономики и повышения устойчивости к внешним шокам.

Ключевые слова

Финансовый сектор Казахстана, сырьевая экономика, пенсионные фонды, суверенные фонды, международный финансовый центр, управление сырьевой рентой, эффективность институтов

Для цитирования: Китинов М.Б. Развитие финансового сектора в Казахстане в условиях сырьевой экономики // Вестник университета. 2026. № 3. С. 225–233.

Development of the financial sector in Kazakhstan as a raw materials economy

Migmer B. Kitinov

Postgraduate Student

ORCID 0009-0006-9077-9899, e-mail: kitinovmig@gmail.com

Institute of Oriental Studies of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

Abstract

The financial sector development in a commodity-based economy using the Kazakhstan case has been studied. The subject of the study is the structure and dynamics of the financial market of commodity exporting countries in general and Kazakhstan in particular. The purpose of the study is to analyze the needs and ways of developing the financial market in the commodity economy using the Kazakhstan case, as well as to assess the progress made. The research methodology includes a comparative analytical method and a synthesis method. The experience of countries with successful financial centers has been compared to identify effective practices. It has been established that Kazakhstan implements the world's leading practices for the financial sector development. The study results show that Kazakhstan has made some progress in the financial sector development, but has not yet become an example of a successful financial center. The factors limiting the opportunities for the financial sector development in Kazakhstan have been identified. The prospects of the research are to develop a strategy for further development of the financial sector, increase institutional maturity, expand the domestic capital market, and implement innovative financial instruments. The conclusions emphasize the need for active development of the financial sector in Kazakhstan to diversify the economy and increase resilience to external shocks.

Keywords

Kazakhstan's financial sector, commodity economy, pension funds, sovereign wealth funds, international financial center, commodity rent management, institutional efficiency

For citation: Kitinov M.B. (2026) Development of the financial sector in Kazakhstan as a raw materials economy. *Vestnik universiteta*, no. 3, pp. 225–233.

ВВЕДЕНИЕ

Развитие финансового сектора во многих странах мира стало одним из важных факторов ускоренного экономического роста и повышения уровня жизни населения. Финансовые рынки и институты обеспечивают перераспределение капитала, привлечение инвестиций в реальный сектор, снижение рисков и стимулирование инновационной деятельности.

В развитых экономиках роль финансового сектора очевидна: страны, сумевшие создать стабильные, прозрачные и технологически развитые финансовые рынки, демонстрируют высокие темпы экономического роста, диверсификацию экономики и высокий уровень благосостояния граждан. В странах с сырьевой экономикой, к которым относится Казахстан, роль финансового сектора приобретает особое значение, но одновременно он сталкивается с уникальными ограничениями. Сырьевая рента создает концентрированный поток доходов, однако нехватка развитой перерабатывающей промышленности и внутреннего диверсифицированного спроса ограничивает возможности внутреннего инвестирования.

Актуальность темы исследования обусловлена двумя ключевым факторами. Во-первых, Казахстан сталкивается с необходимостью диверсификации экономики, снижением зависимости от цен на сырьевые товары и созданием устойчивой внутренней финансовой инфраструктуры, способной поддерживать инновации, малый и средний бизнес, а также крупные инфраструктурные проекты. Во-вторых, растущая роль Центральной Азии как транспортного и энергетического коридора создает потенциал для финансового посредничества и международного инвестирования.

Цель настоящего исследования заключается в анализе возможностей и ограничений развития финансового рынка в сырьевой экономике на примере Казахстана, а также в оценке достигнутого прогресса.

В рамках достижения цели поставлены следующие задачи:

- исследовать теоретические предпосылки необходимости развития финансового сектора в странах с преобладанием сырьевой экономики;
- проанализировать международный опыт развития финансового сектора сырьевыми экономиками;
- изучить реализованные меры развития финансового рынка Казахстана;
- оценить эффективность и успешность проведенных мер, а также выявить существующие ограничения, препятствующие превращению финансового сектора в эффективный инструмент экономического роста.

ТЕОРЕТИЧЕСКАЯ НЕОБХОДИМОСТЬ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА СЫРЬЕВЫМИ ЭКОНОМИКАМИ

Финансовый рынок, представляющий собой сложную систему институтов, инструментов и правил, обеспечивает перераспределение денежных капиталов, служит для привлечения инвестиций и управления рисками. Ключевые сегменты финансового рынка включают рынок ценных бумаг, деривативов, валютный рынок и рынок кредитования.

Особый интерес представляет вопрос необходимости развития финансовых рынков в странах с сырьевой экономикой. Существует риск, что в таком государстве финансовый сектор не будет способствовать развитию и диверсификации экономики, а станет «обслуживающим» для сырьевой отрасли. В этом случае банки и биржи будут в основном финансировать добывающие проекты и зависеть от их доходов, усиливая общую зависимость страны от ресурсов¹. Возможен и более пессимистичный сценарий, при котором может произойти быстрый рост финансового сектора, не подкрепленный реальным производством, что приведет к перетоку капитала в спекулятивные активы и созданию пузырей [1].

В то же время развитый финансовый сектор, хотя и не устраняет полностью негативных последствий сырьевой экономики, позволяет существенно их сгладить. Во-первых, сырьевые экономики сильно зависят от колебаний мировых цен на ресурсы, что делает их уязвимыми. Развитый финансовый рынок предоставляет инструменты для хеджирования рисков и создания стабилизационных фондов (бюджетные правила), которые накапливают доходы в периоды высоких цен и поддерживают расходы в периоды спадов. Это сглаживает экономические циклы и создает предсказуемые условия для бизнеса. Во-вторых, развитая инфраструктура (клиринг, расчет, депозитарий, платежные системы) уменьшает транзакционные издержки, повышая привлекательность для инвесторов, в том числе иностранных, и снижая стоимость

¹ Синнот Э., Альба П. Управление сырьевой экономикой: что из мирового опыта стоит взять на вооружение России. Режим доступа: <https://big-i.ru/biznes-i-obshchestvo/phenomeny/a11100/> (дата обращения: 25.12.2025).

финансирования. В целом это повышает эффективность распределения капитала за счет перетока ресурсов от сбережений к инвестициям как в добычу сырья, так и в переработку, транспортную инфраструктуру и несырьевые отрасли, что важно для диверсификации экономики. В-третьих, развитые финансовые рынки требуют создания качественных институтов – четкого законодательства, независимых судов и снижения уровня коррупции – и одновременно способствуют этому. Это повышает доверие инвесторов и предпринимателей, создавая основу для устойчивого роста [2]. Таким образом, сырьевой экономике полезно и часто необходимо развивать финансовый сектор и инфраструктуру рынков.

В следующем разделе рассмотрим опыт ряда стран, развивавших финансовые рынки в условиях сырьевой экономики.

АНАЛИЗ МЕЖДУНАРОДНОГО ОПЫТА РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА СЫРЬЕВЫМИ ЭКОНОМИКАМИ

Опыт Чили в развитии финансового сектора при сырьевой экономике считается одним из наиболее успешных примеров в мире. Его суть заключается в том, что страна реализовала масштабную реформу пенсионной системы, создав частные пенсионные фонды (далее – AFP), которые аккумулировали значительную долю национального богатства в рамках обязательных накопительных схем. Это обеспечило устойчивый внутренний пул институционального спроса на облигации и акции, снизив зависимость компаний от банковского кредитования. Кроме того, Чили сделала упор на формирование прочных институтов, направленных на обеспечение верховенства права, защиты прав собственности, независимой судебной системы и низкого уровня коррупции². На фоне либерализации экономики это обеспечило приток иностранного капитала, глубокую интеграцию в мировую экономику, диверсификацию источников финансирования³.

Отметим, что стабилизирующая функция частных пенсионных фондов была серьезно нарушена во время пандемии COVID-19. Для предоставления ликвидности в кризис правительство разрешило несколько раундов досрочного снятия пенсионных накоплений. Хотя эта мера и помогла решить острые социальные нужды, она имела негативные последствия для финансовых рынков. В ответ правительство в 2025 г. провело всеобъемлющую пенсионную реформу, направленную на восстановление стабильности системы и ее способности выступать в роли стабилизатора рынка.

Отметим важные технические особенности опыта Чили. Созданные пенсионные фонды финансируются из взносов работников и доходности их инвестиций, а не из государственных сверхдоходов от меди или других ресурсов. Фонды инвестируют в основном местные акции и облигации, но с постепенной интернационализацией, средняя доля зарубежных инвестиций оценивается в 42 % [3].

Опыт Чили показывает, что классический путь развития финансовой системы с упором на повышение ее ликвидности за счет создания крупного институционального инвестора (в данном случае нескольких частных фондов) позволяет сформировать успешный финансовый сектор. Эти пенсионные фонды формируют крупный рынок капиталов, обеспечивают ликвидность, а также создают спрос на профессиональные услуги по управлению активами, риск-менеджмент и аудит. Тот факт, что экономика страны является сырьевой, не имеет решающего значения. Основа успеха AFP заключалась в регулярных взносах населения, развитой финансовой системе и институциональной стабильности.

Отметим, что в Чили также имеются фонды, в которые направляются сверхдоходы от продажи сырья, – Экономический и социальный стабилизационный фонд и Пенсионный резервный фонд. Практика создания фондов также является отражением передового мирового опыта. Рассмотрим этот подход детальнее на примере Норвегии.

Норвегия создала один из крупнейших в мире суверенных фондов (англ. Government Pension Fund Global, далее – GPF), сформированный на базе нефтяных доходов с жесткими правилами управления и высокой прозрачностью. Фонд управляется Norges Bank Investment Management и по состоянию на 2025 г. достиг отметки в 1,8 трлн долл. США, характеризуясь значительным глобальным портфелем акций и облигаций и долгосрочным инвестиционным горизонтом⁴. Несмотря на слово «пенсионный»,

² Опыт Чили: как из сырьевой экономики выжать больше доходов для казахстанцев. Режим доступа: https://forbes.kz/articles/opyit_chili_kak_iz_syirevoy_ekonomiki_vyijat_bolshe_dohodov_dlya_kazahstantsev (дата обращения: 25.12.2025).

³ Школяр Н. Экономика Чили: неолиберальная модель в развитии. Режим доступа: https://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/ekonomika-chili-neoliberalnaya-model-v-razvitiy/?sphrase_id=168581284 (дата обращения: 25.12.2025).

⁴ Norges Bank Investment Management. Режим доступа: <https://www.nbim.no/en/about-us/norges-bank-investment-management> (дата обращения: 25.12.2025).

это государственный суверенный фонд, формально предназначенный для финансирования будущих обязательств государства. Фонд позволяет достичь равенства распределения рентных доходов между поколениями [4].

Для формирования фонда Норвегия ввела специальный нефтяной налог (75 % на сверхприбыль по действующему законодательству). Доходы государства, полученные через налоги и долю государства в нефтяных компаниях, формируют государственный бюджет (около 20 % доходов), а также перечисляются в этот фонд (около 80 %). Норвегия может использовать до 3 % стоимости фонда в год для финансирования государственных расходов⁵. Эта доля примерно соответствует долгосрочной ожидаемой доходности фонда и позволяет не уменьшать капитал.

GPFG сглаживает влияние на бюджет страны нефтяных циклов, позволяя избежать перегрева экономики и создать капитал для будущих поколений. GPFG почти полностью ориентирован на зарубежные рынки, что позволяет «изолировать» экономику страны от сырьевых доходов и избежать «голландской болезни». Внутренний рынок составляет не более 2–3 % портфеля, чтобы избежать перегрева экономики и инфляционного давления на Норвегию⁶.

Успех финансового сектора Норвегии и его высокая роль в экономике страны обеспечены формированием специального фонда. Такая архитектура позволила стране отчасти «изъять» нефтяные доходы из текущей экономики, снизить перегрев и аккумулировать капитал в международных активах, тем самым обеспечить межпоколенческое сохранение богатства и снизить уязвимость местной финансовой системы к циклическим шокам. Поскольку сам по себе фонд не вкладывается в отечественные активы, его прямое влияние на финансовый сектор небольшое. Тем не менее наличие крупного фонда оказывает существенное стимулирующее косвенное влияние. GPFG задает в финансовой системе страны высокие стандарты корпоративного управления, создает спрос на услуги управления активами и риск-менеджмента, а также поддерживает доверие инвесторов к стране как к финансово стабильной. Норвежский опыт показывает, что при наличии гибкого и прозрачного механизма управления доходами от ресурсов можно добиться одновременно стабилизации и высокого уровня международной интеграции инвестиций. Успех Норвегии объясняется не только деньгами, но и институциональной дисциплиной, независимостью менеджмента фонда и высоким уровнем публичной отчетности⁷.

Объединенные Арабские Эмираты (далее – ОАЭ) сделали ставку на создание международных финансовых центров и привлечение международных компаний (Dubai International Financial Centre, далее – DIFC) в Дубае и Abu Dhabi Global Market в Абу-Даби). Это позволяет концентрировать финансовые функции (торговля, банковские услуги, управление активами) в специальных зонах с правовой системой, благоприятной для внешних инвесторов. Модель хаба позволяет экспортировать финансовые услуги и превращать ресурсные доходы в финансовый сектор не только через привлечение местного капитала, но и через создание экосистемы для международных операций⁸.

Дубай наравне с Лондоном и Нью-Йорком входит в тройку крупнейших финансовых центров мира [5]. На начало 2024 г. в DIFC было сосредоточено более 550 регулируемых финансовых учреждений и 4,2 тыс. компаний, которые привлекли активы на сумму 424 млрд долл. США⁹. DIFC предлагает независимые суды, гарантии безопасности контрактов и благоприятный налоговый режим, что делает его привлекательным для международных финансовых потоков¹⁰.

Основной капитал финансовых компаний и банков финансовых центров ОАЭ – частные инвестиции, корпоративные фонды, иностранные вложения. Государство участвует через суверенные фонды: ADIA (англ. Abu Dhabi Investment Authority), Mubadala, которые аккумулируют нефтяную ренту¹¹. Суверенные

⁵ The government's revenues. Режим доступа: <https://www.norskpetsroleum.no/en/economy/governments-revenues/> (дата обращения: 25.12.2025).

⁶ Government Pension Fund Global. Режим доступа: <https://www.nbim.no/en/about-us/about-the-fund> (дата обращения: 25.12.2025).

⁷ Government Pension Fund Global Annual report 2024. Режим доступа: https://www.nbim.no/contentassets/490f9f062cfc4694b12c45f4d04ab0a5/annual_report_2024.pdf (дата обращения: 25.12.2025).

⁸ Record 20th anniversary year results solidify DIFC's position as region's number one global financial centre. Режим доступа: <https://www.difc.com/whats-on/news/record-20th-anniversary-year-results-solidify-difcs-position> (дата обращения: 25.12.2025).

⁹ Шадманов М. Типы фондов в ОАЭ. Режим доступа: <https://garant.ae/ru/poleznye-svedeniya/publikatsii/typy-fondov-v-oae> (дата обращения: 25.12.2025).

¹⁰ ОАЭ, в частности Дубай, стремятся стать глобальным финансовым хабом. Режим доступа: <https://www.axcapital.ae/ru/blog/detail/the-uae-particularly-dubai-is-becoming-a-global-financial-hub> (дата обращения: 25.12.2025).

¹¹ The many faces of Abu Dhabi's trillions. Режим доступа: <https://www.bloomberg.com/graphics/2025-abu-dhabi-investment-funds/> (дата обращения: 25.12.2025).

фонды играют роль драйвера развития финансового рынка, создавая спрос на услуги управления активами и деривативами. Нефтяные доходы обеспечивают стартовый капитал и дают «финансовую подушку», что ускоряет развитие финансового сектора.

Сформулируем выводы на основе проведенного анализа международного опыта.

1. Норвежский кейс и кейс ОАЭ иллюстрируют, что важно аккумулировать и управлять доходами от ресурсов в выделенные фонды и связать эти накопления с грамотным надзором и прозрачностью: тогда финансовая система становится механизмом трансформации богатства в устойчивые инвестиции.

2. Важный фактор развития внутренних рынков – наличие крупных внутренних институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды. Рост пенсионных активов создает постоянный источник спроса и повышает ликвидность.

3. Развитие инфраструктуры хабов – альтернативный путь. ОАЭ удалось построить привлекательную для международного бизнеса юрисдикцию. Такой подход полезен, когда внутренний рынок невелик или когда есть политическое решение сделать ставку на экспорт финансовых услуг. Он требует сильной правовой и операционной привлекательности.

ПОДХОД К РАЗВИТИЮ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В КАЗАХСТАНЕ

Казахстан остается заметно зависим от экспорта сырьевых товаров: доля экспорта товаров и услуг в валовом внутреннем продукте (далее – ВВП) традиционно велика, что подтверждает высокую открытость и сырьевую ориентацию внешней торговли. Это означает, что роль финансового сектора не может рассматриваться вне контекста сырьевых циклов: доходы от экспорта определяют масштабы внутреннего спроса на финансовые услуги, а волатильность сырьевых цен создает спрос на инструменты хеджирования.

За последнее десятилетие Казахстан реализовал несколько крупных инициатив в развитии финансового сектора. В целом можно отметить, что Казахстан ознакомился с мировым опытом и внедрил лучшие мировые практики. Реформы сопровождала регуляторная и аналитическая поддержка со стороны Национального банка, министерств и международных организаций (Международный валютный фонд, Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития), включая оценку уязвимостей финансового сектора и рекомендации по развитию рыночной инфраструктуры.

Казахстан в 2000 г. сформировал Национальный фонд (далее – НФК) для аккумулирования доходов от добычи нефти¹². Фонд дает возможность финансировать дефицит бюджета в периоды падения цен на нефть (стабилизационный фонд) и осуществлять инвестиции для долгосрочной доходности (частично через казначейские облигации и зарубежные активы). Кроме того, Казахстан развивает накопительную пенсионную систему через Единый накопительный пенсионный фонд (далее – ЕНПФ) и управляющие компании.

Он также создал Международный финансовый центр «Астана» (далее – МФЦА) с льготным налоговым режимом, англосаксонским законодательством и правом международного арбитража с целью привлечения иностранных инвестиций и трансграничных финансовых операций [6]. Объем привлеченных инвестиций в первой половине 2025 г. составил около 2,6 млрд долл. США, общий объем инвестиций, заявленный AIFC, превысил 16,9 млрд долл. США по состоянию на первое полугодие 2025 г.¹³. Это показывает целенаправленную политику по созданию «окна» для международных финансовых услуг в Казахстане.

Казахстан сделал важные шаги по развитию инфраструктуры Казахстанской фондовой биржи (англ. Kazakhstan Stock Exchange, далее – KASE), включая создание клирингового центра и центрального контрагента (англ. central counterparty, далее – CCP), введение торговых и расчетных механизмов для срочных контрактов (фьючерсов), а также постепенное развитие инфраструктуры депозитарного учета¹⁴. Технически это открывает возможности для хеджирования валютного и рыночного риска, уменьшает системный риск за счет механизма двусторонней или многопартийной оптимизации расчетов, а также расширяет спектр инструментов для институциональных инвесторов.

¹² Указ Президента Республики Казахстан от 23 августа 2000 г. № 402 «О Национальном фонде Республики Казахстан». Режим доступа: https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=1021558 (дата обращения: 25.12.2025).

¹³ AIFC attracts USD 2.6bn investment and registers over 500 new participants in H1 2025. Режим доступа: <https://aifc.kz/news/aifc-attracts-2-6bn-investment-and-registers-over-500-new-participants-in-h1-2025/> (дата обращения: 25.12.2025).

¹⁴ Фахрутдинов А. KASE научит казахстанцев торговать фьючерсами. Режим доступа: <https://kz.kursiv.media/2023-02-24/lbrt-kase> (дата обращения: 15.12.2025).

ОЦЕНКА РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В КАЗАХСТАНЕ

Банковский сектор остается доминирующей частью финансового комплекса Казахстана. Совокупные активы банков в Казахстане составляют существенную долю ВВП – около 40–45 %, что указывает на то, что банковское финансирование остается основным источником кредитования экономики¹⁵. Таким образом, рыночное финансирование через фондовую биржу менее значимо по сравнению с банковским сектором. Показатель капитализации фондового рынка к ВВП составил 26 % в 2020 г., что ниже, чем у стран с развитым финансовым сектором¹⁶. Отдельно отметим, что значительная часть капитализации сконцентрирована в нескольких крупнейших эмитентах (энергетика, банки), что ограничивает глубину и диверсификацию рынка.

Рынок облигаций (государственных и корпоративных) за последние годы расширился: локальный рынок внутреннего государственного долга и корпоративного долга существенно вырос. При этом доля иностранной валюты в некоторых сегментах сохраняется значительной, что добавляет валютный риск. Таким образом, происходит постепенное улучшение ликвидности и инструментария, но рынок облигаций все еще далек от зрелости¹⁷.

Государственный сектор занимает значительную долю экономики страны. Это может оказывать негативное влияние на корпоративное управление и качество публичных раскрытий, что ограничивает доверие зарубежных инвесторов и снижает рыночную ликвидность. Международный валютный фонд в своих обзорах указывает на высокое государственное присутствие в экономике и на необходимость ускорения структурных реформ¹⁸.

Ликвидность биржевых инструментов и глубина срочных рынков пока неудовлетворительны по сравнению с развитыми площадками. Сама по себе инфраструктура (ССР, фьючерсы) существует, но для эффективного использования требуется активный локальный пул институциональных инвесторов, качественные маркет-мейкеры и международные участники.

НФК сформирован в 2000 г. В отличие от норвежского он часто используется для финансирования текущих нужд¹⁹. Отмечается, что «в 2020 г. ... трансферт из Национального фонда почти сравнялся с объемом собранных в республиканский бюджет налогов. Столь высокий уровень был нетипичным и вызван экстремальной ситуацией, ставшей следствием пандемии COVID-19, однако и в предыдущие несколько лет размер трансферта из Национального фонда составлял около половины объема налоговых поступлений» [7, с. 120]. Такая практика ведет к проеданию нефтяной ренты и неспособности накопить критическую массу капитала для будущих поколений, несмотря на сопоставимые с Норвегией объемы добычи нефти в последние годы. В целом НФК характеризуется меньшим опытом в глобальных рынках, риск-менеджмент менее развит, как и профессиональные подразделения для активного управления капиталом.

ЕНПФ Казахстана демонстрирует положительную динамику и рост, но с точки зрения долгосрочной устойчивости и диверсификации рисков его модель несет в себе ряд рисков. Концентрация около 70 % активов в казахстанских эмитентах создает системный риск. Успех пенсионной системы оказывается сильно завязан на успех национальной экономики. После централизации пенсионной системы в 2013 г. рынок капитала ослаб, поскольку исчезла конкуренция между фондами, уменьшился объем рыночных операций и стимулы к инновациям²⁰. Существуют значительные изъятия средств из системы, что подрывает долгосрочный рост пенсионного капитала.

¹⁵ World Bank. Republic of Kazakhstan Financial Sector Assessment. Режим доступа: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099040524124539810/pdf/BOSIB13236e6890851bc3c180e1e9066c88.pdf> (дата обращения: 25.12.2025).

¹⁶ Kazakhstan – Stock Market Capitalization To GDP. Trading economics. Режим доступа: <https://tradingeconomics.com/kazakhstan/stock-market-capitalization-to-gdp-percent-wb-data.html> (дата обращения: 25.12.2025).

¹⁷ Kazakhstan Market Update. 2025. Режим доступа: <https://asianbondsonline.adb.org/events/2025/43rd-abmf-meeting/day3-kazakhstan-market-update-ryskeldiyeva.pdf> (дата обращения: 25.12.2025).

¹⁸ IMF Country Report No. 24/46 Republic of Kazakhstan 2023. Article IV. Consultation-Press Release. Staff report and statement by the executive director for the Republic of Kazakhstan. 2024. Режим доступа: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2024/English/1KAZE2024001.ashx> (дата обращения: 25.12.2025).

¹⁹ World Bank. Funding the Future: Boosting Revenues for Lasting Investments. Режим доступа: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099059501272541786/pdf/IDU11da225421849a149901937e1a05880ba9ffc.pdf> (дата обращения: 25.12.2025).

²⁰ Летопись независимости: 2013 – Казахстан вошел в число 50 наиболее развитых государств. Режим доступа: https://www.inform.kz/ru/letopis-nezavisimosti-2013-kazakhstan-voshel-v-chislo-50-naibolee-razvitykh-gosudarstv_a2979939 (дата обращения: 25.12.2025).

МФЦА демонстрирует позитивную динамику регистраций и притока инвестиций по официальной статистике, что можно рассматривать как знак успеха институциональной политики по позиционированию Казахстана как регионального финансового хаба. Тем не менее МФЦА пока небольшой: объем транзакций и участие иностранных фондов ограничены.

Помимо упомянутых факторов, отметим недостаточные показатели качества институтов, о чем говорят данные Всемирного банка. Так, из 212 стран по индексу контроля коррупции Казахстан занимает 113-е место, по уровню политической стабильности и рискам насилия/терроризма – 135-е, по качеству регулирования – 100-е, по верховенству закона – 135-е (в 2023 г.)²¹.

Сформулируем ключевые причины, ограничивающие развитие финансового сектора Казахстана.

1. Системные и институциональные причины. Государство играет доминирующую роль в экономике страны, что подрывает стимулы к конкуренции и ослабляет потенциал развития сферы профессиональных финансовых услуг. Казахстану необходимо продолжать развивать институты, качество которых еще отстает от развитых рынков, а частности в вопросах коррупции и прозрачности.

2. Конкретные политические решения, такие как практика трансфертов из НФК. Подобные решения сигнализируют рынку об ограниченной приоритетности долгосрочных сбережений для государства.

3. Высокая концентрация в банковском секторе и слабая конкуренция в экономике страны.

Это не весь перечень причин недостаточного развития финансового сектора, однако иные факторы не связаны с тематикой настоящего исследования. Тем не менее без их упоминания работа была бы неполной, поэтому приведем верхнеуровнево их перечень: относительная удаленность от глобальных экономических центров, «неудобный» для синхронизации торгов часовой пояс, ограниченный внутренний рынок (следствие ограниченной численности населения), недостаточный уровень финансовой грамотности населения.

Несмотря на прогресс в развитии инфраструктуры, рыночная капитализация и ликвидность локального фондового рынка остаются сравнительно ограниченными. Для перехода от «инфраструктурного прогресса» к «зрелому рыночному финансированию» нужны согласованные шаги: усиление корпоративного управления и прозрачности эмитентов, стимулирование институциональных инвесторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сырьевым экономикам необходимо развивать финансовый сектор. При этом стоит учитывать, что, с одной стороны, притоки сырьевых рент создают ресурсы для инвестиций и сбережений, а с другой – высокая зависимость от сырьевых циклов сопряжена с рисками макрволатильности и институциональной слабости, которые исторически связывают с «проклятием ресурсов». Финансовый сектор может действовать как механизм трансформации и стабилизации – аккумулировать доходы, распределять капиталы в несырьевые сектора и давать инструменты хеджирования (облигации, деривативы, свопы). Экономика выигрывает от лучшего распределения капитала и сниженных транзакционных издержек.

Эффективность этих механизмов определяется институциональным фоном: прозрачностью, независимостью регулятора, размером и правилами работы пенсионных и суверенных фондов, состоянием рынка капитала и международной интеграцией. Таким образом, финансовая составляющая – важный элемент политики, направленной на преобразование сырьевого роста в устойчивое развитие.

Рациональная стратегия часто включает выбор или сочетание трех направлений:

- аккумуляция части рент (суверенные/страховые/пенсионные фонды) и их профессиональное управление;
- развитие региональных финансовых хабов;
- реализацию мер по стимулированию институционального спроса (развитие пенсионных систем, участие страховых и инвестиционных фондов).

Казахстан продемонстрировал существенный прогресс в развитии финансовых рынков. Однако превращение этих успехов в устойчивый, глубокий и диверсифицированный финансовый сектор требует продолжения реформ, улучшения корпоративной прозрачности и развития спроса со стороны реальных и институциональных инвесторов. Финансовый сектор в Казахстане по-прежнему ориентирован на банковское финансирование: банковский сектор продолжает доминировать по объемам

²¹ World Bank. Worldwide Governance Indicators. Режим доступа: <https://databank.worldbank.org/Institutional-Quality/id/482554ae> (дата обращения: 25.12.2025).

активов относительно ВВП, а большая доля капитализации сосредоточена в нескольких крупных эмитентах (энергетика, банки).

Казахстан сосредоточился на развитии инфраструктуры. Создан МФЦА, усилена инфраструктура KASE (включая ССР и внедрение фьючерсов), расширился рынок облигаций, банковская система имеет заметный размер, но инфраструктура сама по себе не создаст ликвидности и инвесторов. Стране недостает больших институциональных накопителей как питала, высоких стандартов корпоративного управления. Для того чтобы достигнуть необходимого уровня развития рынков, необходимы дальнейшие реформы корпоративного управления, стимулирование институциональных накоплений и усилия по привлечению долгосрочного международного капитала при снижении политических и регуляторных рисков.

Список литературы

1. Frankel, J. The Natural Resource Curse: A Survey of Diagnoses and Some Prescriptions. John F. Kennedy School of Government, Harvard University, 2012.
2. Гуриев, С. М. Экономический механизм сырьевой модели развития / С. М. Гуриев, А. Плеханов, К. И. Сонин // Вопросы экономики. – 2010. – № 3. – С. 4–23. – DOI 10.32609/0042-8736-2010-3-4-23. – EDN KZVISR.
3. Aldunate, F. Pension fund flows, exchange rates, and covered interest rate parity / F. Aldunate, Zh. Da, B. Larrain, C. Sialm // Journal of Financial Economics. – 2025. – Vol. 170. – P. 104075. – DOI 10.1016/j.jfineco.2025.104075. – EDN NTBRRN.
4. Федотов, Д. Ю. Применение бюджетных правил странами, обладающими значительными доходами от экспорта сырья / Д. Ю. Федотов, Т. В. Сорокина // Baikal Research Journal. – 2024. – Т. 15, № 2. – С. 752–767. – DOI 10.17150/2411-6262.2024.15(2).752-767. – EDN GZRACI.
5. Макаренко, А. К. Механизмы привлечения инвестиций в ОАЭ / А. К. Макаренко, Г. Д. Голуб // Финансовые рынки и банки. – 2022. – № 7. – С. 24–29. – EDN QZTJFW.
6. Есдаулетова, А. М. Инвестиционная политика Казахстана: основные направления и перспективы роста / А. М. Есдаулетова, Н. Б. Демеев // Постсоветские исследования. – 2022. – Т. 5, № 7. – С. 741–753. – EDN FPGTQG.
7. Додонов, В. Ю. Влияние девальвации на формирование государственного бюджета Казахстана: фактор доходности Национального фонда / В. Ю. Додонов // Финансовый журнал. – 2021. – Т. 13, № 3. – С. 116–131. – DOI 10.31107/2075-1990-2021-3-116-131. – EDN UDQXZB.

References

1. Frankel, J. (2012). *The Natural Resource Curse: A Survey of Diagnoses and Some Prescriptions*. John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
2. Guriev, S., Plekhanov, A., Sonin, K. (2010). Economics of Development Based on Commodity Revenues. *Voprosy Ekonomiki*, 3, 4–23. (In Russian). <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2010-3-4-23>
3. Aldunate, F., Da, Zh., Lorrain, B., Sialm, C. (2025). Pension fund flows, exchange rates, and covered interest rate parity. *Journal of Financial Economics*, 170.
4. Fedotov, D. Yu., Sorokina, T. V. (2024). Application of budget changes that ensure high export revenues. *Baikal Research Journal*, 2. (In Russian).
5. Makarenko, A. K., Golub, G. D. (2022). Mechanisms for attracting investments in the UAE. *Financial markets and banks*, 7. (In Russian).
6. Esdauletova, A. M., Demeuov, N. B. (2022). Investment policy of Kazakhstan: main directions and growth prospects. *Post-Soviet studies*, 7. (In Russian).
7. Dodonov, V. Yu. (2021). The Impact of Devaluation on the Formation of the State Budget of Kazakhstan: the Factor of Profitability of the National Fund. *Financial Journal*, 3. (In Russian).