

Одобрена Постановлением
Правления Национального Банка
Республики Казахстан
от «24» апреля 2015 г. № 67
с дополнениями от «17» июня 2015 г. № 122

**ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА
РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН ДО 2020 ГОДА**

СОДЕРЖАНИЕ

Введение

I. Эволюция развития денежно-кредитной сферы в Казахстане

- 1.1. Формирование денежно-кредитной политики Национального Банка (1993-1999 гг.)
- 1.2. Роль Национального Банка в процессе макроэкономической стабилизации и роста экономики (2000-2006 гг.)
- 1.3. Денежно-кредитная политика Национального Банка в годы финансового кризиса и посткризисного оздоровления (2007-2013 гг.)
- 1.4. Современные тенденции денежного и валютного рынков (2014-2015 гг.)

II. Режимы денежно-кредитной политики

- 2.1. Таргетирование валютного курса
- 2.2. Таргетирование денежных агрегатов
- 2.3. Режим без номинального якоря
- 2.4. Инфляционное таргетирование

III. Внедрение инфляционного таргетирования в Казахстане

- 3.1. Трансмиссионный механизм
 - 3.1.1. Процентный и кредитный каналы
 - 3.1.2. Валютный канал
- 3.2. Целевые ориентиры инфляции
- 3.3. Система моделирования и прогнозирования
- 3.4. Система инструментов денежно-кредитной политики
- 3.5. Система принятия решений
- 3.6. Коммуникация и публикации

Заключение

Глоссарий

Список сокращений

Приложение

ВВЕДЕНИЕ

Денежно-кредитная политика Казахстана в своем развитии прошла ряд важнейших этапов, отражающих ключевые макроэкономические тенденции за прошедшие двадцать лет. Направления денежно-кредитной политики определялись актуальными на соответствующий период времени задачами Национального Банка по снижению инфляции, обеспечению стабильности национальной валюты, а также созданию условий для функционирования финансовой системы страны.

В настоящее время целью денежно-кредитной политики является стабильность цен, предполагающая достижение и удержание инфляции на низком уровне. Четкая ориентация Национального Банка на снижение и стабилизацию инфляции на низком уровне потенциально повышает доверие рынков к центральному банку и способствует устойчивому и сбалансированному экономическому росту. В этих условиях инфляционное таргетирование является предпочтительным для Казахстана режимом денежно-кредитной политики.

Внедрение инфляционного таргетирования в Казахстане предполагает реализацию следующего комплекса мер.

Повышение эффективности процентного канала трансмиссионного механизма планируется посредством расширения системы инструментов по регулированию ликвидности, а также введения новой «базовой» процентной ставки. Процентные ставки инструментов денежно-кредитной политики будут привязаны к базовой ставке. Процентные ставки по операциям постоянного доступа будут формировать верхний и нижний пределы колебаний ставок денежного рынка. В случае ужесточения или ослабления денежно-кредитной политики базовая ставка соответственно может быть повышена или понижена, что повлечет изменение остальных процентных ставок.

Учитывая существенное влияние обменного курса на инфляцию, реализация курсовой политики будет направлена на достижение целей по инфляции. На переходном этапе Национальный Банк будет придерживаться режима валютного коридора, при этом будет допускаться более гибкий обменный курс, в той мере, в которой это не будет противоречить достижению целей по инфляции. В случае наступления валютных шоков, приоритетом станет обеспечение стабильности на финансовом рынке.

В качестве целевого ориентира по инфляции выступит индекс потребительских цен, как наиболее простой и понятный показатель инфляции, в виде точечного ориентира с интервалом допускаемых отклонений. По мере работы в режиме инфляционного таргетирования, текущий годовой целевой ориентир будет заменен на среднесрочный. Данный вопрос будет решаться одновременно с развитием модельного инструментария для оценки воздействия сигналов денежно-кредитной политики на макроэкономические процессы.

Национальный Банк будет внедрять систему анализа и прогнозирования для принятия решений по денежно-кредитной политике. Итоговым результатом данного процесса будут являться прогнозы инфляции и других макроэкономических показателей, на основе которых будут составляться рекомендации по дальнейшей денежно-кредитной политике.

Будет изменена система принятия решений. Цели по инфляции будут устанавливаться Правлением Национального Банка. Для выполнения установленной Правлением цели, будет создан Комитет по денежно-кредитной политике, который будет определять базовую процентную ставку, ставки по основным операциям денежно-кредитной политики, а также одобрять государственную денежно-кредитную политику. Планируется также создание Комитета по денежному рынку, который будет принимать оперативные решения по стратегии, уставленной Комитетом по денежно-кредитной политике.

Важным компонентом инфляционного таргетирования является построение эффективной коммуникационной стратегии Национального Банка. Основными целями коммуникационной стратегии будут повышение доверия к проводимой политике Национального Банка, смещение приоритетов экономических агентов с обменного курса на инфляцию, а также закрепление инфляционных ожиданий экономических агентов на низком уровне.

Таким образом, реализация денежно-кредитной политики Казахстана до 2020 года будет направлена на внедрение режима инфляционного таргетирования, и в конечном итоге обеспечение устойчивого экономического роста в долгосрочной перспективе.

I. ЭВОЛЮЦИЯ РАЗВИТИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЫ В КАЗАХСТАНЕ

1.1. Формирование денежно-кредитной политики Национального Банка (1993-1999 гг.)

После обретения независимости в 1991 году перед Казахстаном стояла задача изменения функционирования экономики, в связи с переходом от плановой системы на рыночные принципы. В первую очередь требовалось проведение приватизации, либерализации ценообразования, а также создание конкурентной среды.

Распад СССР, нарушение существовавших ранее экономических связей привели в первой половине 90-х годов к глубокому кризису практически во всех сферах экономики страны.

В начале 1992 года были приняты меры по переходу к рыночному ценообразованию. Проведенная в условиях отсутствия конкурентной среды либерализация цен в 1992 году привела к гиперинфляции, ухудшению финансового состояния предприятий, сокращению производства продукции, падению реальных доходов населения и стагнации всей экономики. Уровень инфляции в Казахстане в 1992 году достиг максимального значения 3060%. Хотя в последующие годы ее темпы снизились, но оставались на достаточно высоком уровне: 2265% в 1993 году и 1258% в 1994 году (график 1).

График 1



Ежегодный спад экономики в 1991-1995 годах составил в среднем 9,3%. Практически был разрушен платежный оборот между предприятиями, суммы неплатежей достигали значительных объемов. Задача предоставления

необходимых средств для экономики решалась Национальным Банком посредством предоставления кредитов предприятиям, банкам и Правительству для финансирования дефицита бюджета, что сказывалось на сохранении высоких темпов инфляции.

Для улучшения сложившейся ситуации необходимо было принять срочные меры по снижению гиперинфляции и недопущению дальнейшего падения производства, установлению правильных пропорций налично-денежного оборота.

Для преодоления кризиса требовалось проведение жесткой денежно-кредитной политики, которая была возможна только после введения национальной валюты. В апреле 1993 года был принят Закон Республики Казахстан «О Национальном Банке Республики Казахстан», в соответствии с которым основной целью было установлено обеспечение внутренней и внешней устойчивости национальной валюты страны. В ноябре 1993 года была введена национальная валюта – тенге, что позволило проводить независимую денежно-кредитную политику.

В целях снижения высоких темпов инфляции и перехода к классическим функциям центральных банков с 1994 года практика выдачи льготных кредитов и прямого кредитования предприятий была прекращена. Кредиты Правительства на финансирование дефицита республиканского бюджета стали предоставляться на платной основе по официальной ставке рефинансирования, а в 1995 году эта практика была полностью прекращена.

При реализации денежно-кредитной политики Национальный Банк начал использовать классические инструменты: предоставление кредитов банкам, установление официальной ставки рефинансирования и нормативов минимальных резервных требований, проведение операций на валютном рынке.

Были введены новые инструменты, такие как ломбардные кредиты, краткосрочные ноты Национального Банка. Ноты Национального Банка стали основным инструментом оперативного регулирования ликвидности, объемы эмиссии нот определялись целевыми ориентирами по денежным агрегатам. Тем не менее, неразвитость вторичного рынка ценных бумаг не позволяла Национальному Банку в полной мере использовать данный инструмент.

Кредитные ресурсы размещались Национальным Банком посредством кредитных аукционов и на ломбардной основе. В 1997 году аукционы кредитных ресурсов перестали проводиться, ввиду достаточности ресурсов в банковской системе.

Принятые меры Национального Банка способствовали снижению инфляции с 60,3% в 1995 году до 1,9% в 1998 году. В 1996-1999 годы наблюдался среднегодовой рост производства на 0,75%.

Национальный Банк содействовал развитию инфраструктуры денежного и финансового рынков. Начала функционировать система электронного

внебиржевого рынка государственных ценных бумаг, позволяющая проводить сделки купли-продажи в режиме реального времени.

В 1996 году Национальным Банком начали проводиться краткосрочные операции РЕПО под залог государственных ценных бумаг Министерства финансов Республики Казахстан, которые позволили эффективно регулировать банковскую ликвидность.

В 1998-1999 годы в результате неблагоприятно сложившейся конъюнктуры мировых цен на нефть и цветные металлы, а также значительной девальвации национальных валют стран - торговых партнеров Казахстана, тенге значительно укрепился в реальном выражении. Это снизило конкурентоспособность казахстанских товаров и оказало негативное влияние на темпы экономического роста.

Для предотвращения отрицательных последствий на экономику страны с 5 апреля 1999 года Казахстан перешел к режиму свободно плавающего обменного курса национальной валюты. В результате увеличилось предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, что способствовало стабилизации валютного рынка и финансового сектора. Инфляция по итогам 1999 года сложилась на уровне 17,8%.

В условиях стабилизации ситуации в экономике денежно-кредитная политика была несколько смягчена. Ставка рефинансирования в 1999 году была поэтапно снижена с 22% до 18%.

Национальный Банк открыл дополнительные «окна» финансирования для банков, испытывающих временные затруднения с ликвидностью: дневные займы и займы «овернайт».

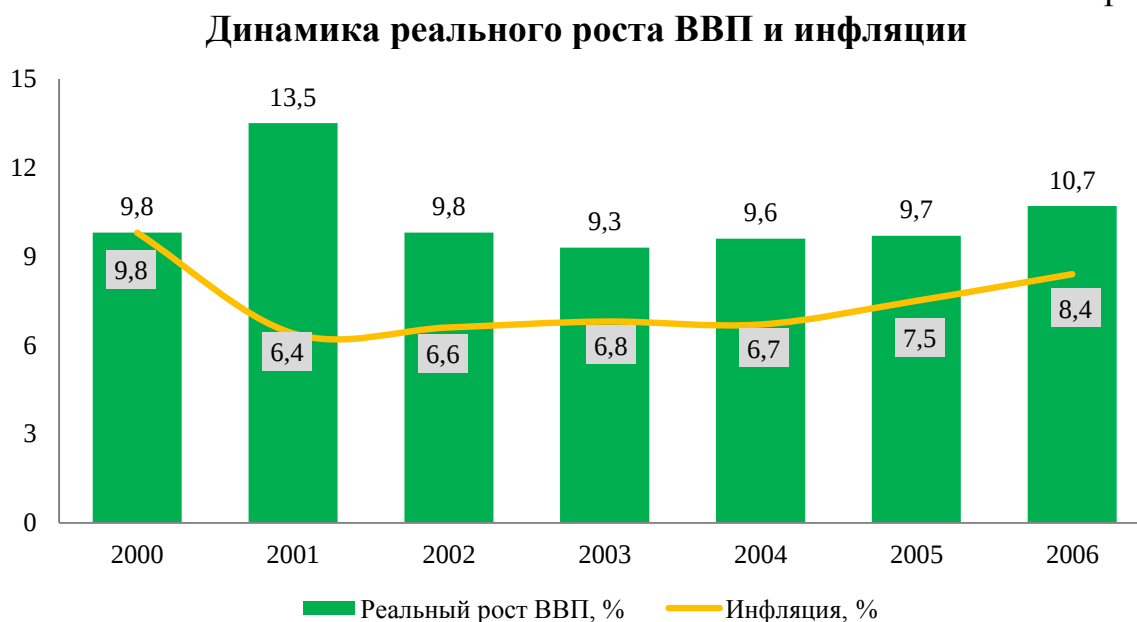
Нормативы обязательных резервов банков не менялись и оставались на уровне 10% от общих депозитных обязательств банка, за исключением периода с 5 по 18 апреля 1999 года, когда уровень минимальных резервных требований был временно снижен до 5%.

Таким образом, к 1995 году Национальному Банку удалось добиться обуздания гиперинфляции посредством сокращения объема денежного предложения. За 1991-1999 годы постепенно были введены в практику классические инструменты денежно-кредитной политики центрального банка – официальная ставка рефинансирования, нормативы минимальных резервных требований и операции открытого рынка, в частности валютные интервенции и операции с краткосрочными нотами. Были созданы основные элементы финансовой инфраструктуры, что привело к благоприятным условиям для дальнейшего развития экономики.

1.2. Роль Национального Банка в процессе макроэкономической стабилизации и роста экономики (2000-2006 гг.)

Макроэкономическая среда в Казахстане в период с 2000 по 2006 годы развивалась под влиянием благоприятных внутренних и внешних факторов. Положительные тенденции на мировых финансовых и товарных рынках, а также последовательное проведение социально-экономических реформ оказало воздействие на стабилизацию макроэкономической ситуации в стране. В 2000-2006 годы инфляция поддерживалась на уровне 6,4%-8,4%, а среднегодовой реальный рост ВВП составил 10,3% (график 2).

График 2



Росту казахстанской экономики во многом способствовали инвестиционная активность отечественного и иностранного капитала. Сложилась благоприятная ценовая конъюнктура на позиции отечественного экспорта (нефть, золото, цинк, медь, свинец и зерно) на фоне внутренней макроэкономической стабильности.

В этих условиях Национальный Банк должен был, с одной стороны, проводить политику, ограничивающую рост цен, а с другой — осуществлять постепенное смягчение денежно-кредитной политики в целях расширения денежного предложения, направленного на поддержание экономического роста и расширение производства.

В рамках смягчения денежно-кредитной политики в период 2000-2003 годы ставка рефинансирования была поэтапно снижена с 18% до 7%, ставка по кредитам «овернайт» — с 27% до 8%, ставка по операциям РЕПО — с 23% до 19%. В 2000 году норма обязательных резервов банков была постепенно снижена с 10% до 6%.

С 2000 года была введена учетная (дисконтная) ставка для осуществления операций по переучету векселей. Первоначально она была установлена на уровне 12,5% и в течение 2000-2003 годов была снижена до 8%. Ставка

действовала вплоть до конца 2003 года, позже вексельные операции стали проводиться по официальной ставке рефинансирования.

Процентная политика ориентировала банки на снижение кредитных ставок с целью повышения доступности заемных средств. С 2000 по 2003 годы средневзвешенные ставки по кредитам для юридических лиц снизились с 19,4% до 14,9%, для физических лиц – с 27,5% до 20,3%.

Таким образом, смягчение денежно-кредитной политики привело к увеличению объемов кредитования банками экономики и росту предложения денег. Ежегодный рост объемов кредитов банков экономике за 2000-2003 годы в среднем составил 66,8%, денежной массы – 37,5%. При этом инфляция снизилась с 9,8% до 6,8%.

Национальный Банк с 2004 года стал определять основные ориентиры денежно-кредитной политики на три года вперед с ежегодным уточнением параметров. Достижение макроэкономической стабильности позволяло осуществлять прогнозы и разработку стратегических направлений на более длительный период с учетом ситуации в экономике и на финансовых рынках.

В целях реформирования системы государственного регулирования финансового рынка с 2004 года функции надзора и регулирования финансового рынка перешли к отдельно созданному ведомству – Агентству Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций. За Национальным Банком законодательно была закреплена основная цель – обеспечение стабильности цен.

Период с 2004 по 2006 годы характеризовался высокими темпами роста экономики. Объем банковских кредитов с 2000 по 2006 год вырос в 17 раз. В то же время рост кредитования, основанный на значительных внешних заимствованиях банков, обусловил и повышение уязвимости Казахстана по отношению к внешнеэкономической конъюнктуре.

Кредитование экономики происходило непропорционально структуре экономики, что привело к чрезмерному кредитованию отдельных секторов экономики и появлению «пузырей». На фоне ограниченности выбора финансовых инструментов для вложения свободных денежных средств у субъектов экономики остро стоял вопрос их выгодного инвестирования. Размещение свободных денежных ресурсов в недвижимость стало особенно привлекательным. В результате значительно выросло ипотечное кредитование и доленое строительство, что спровоцировало рост цен на недвижимость.

Высокий приток иностранного капитала, избыток ликвидности на внутреннем рынке, рост расходов государственного бюджета способствовали усилению инфляционного давления в экономике Казахстана с 2005 года. В 2006 году, впервые с 2001 года, инфляция превысила уровень 8% (график 3).

Усиление инфляционных процессов в экономике обусловило принятие мер по ужесточению денежно-кредитной политики, то есть повышение ставок по денежно-кредитным операциям и изъятие избыточной ликвидности. Официальная ставка рефинансирования была повышена с 7% до 9%,

официальная ставка по займам «овернайт» — с 8% до 9,0%, ставка по операциям обратного РЕПО — с 7,5% до 8,0%.

Главным инструментом стерилизации избыточной ликвидности в этот период стали депозиты банков в Национальном Банке. Ставка по привлекаемым депозитам была повышена с 2% до 4,5%, в результате объем депозитов банков в Национальном Банке в 2004 году увеличился в 2,5 раза, в 2005 году – 3,4 раза, в 2006 году – в 3 раза.

Для повышения привлекательности краткосрочных нот Национального Банка эффективная доходность краткосрочных нот Национального Банка повысилась за 2006 год с 2,24% до 4,69% (средневзвешенная доходность за месяц).

При проведении валютной политики сохранялся режим плавающего обменного курса тенге, предполагающий его формирование в зависимости от спроса и предложения на внутреннем валютном рынке. Значительный приток иностранной валюты вследствие роста цен на основные экспортные товары, а также увеличения внешних заимствований банков способствовал укреплению тенге с 2002 года (график 3).

График 3



Тенденция укрепления тенге обусловила рост объема валютных интервенций со стороны Национального Банка. Несмотря на то, что Национальный Банк стерилизовал покупку иностранной валюты, операции на валютном рынке способствовали росту ликвидности на рынке. Это снижало эффективность мер по регулированию инфляционных процессов.

В целях ограничения чрезмерной кредитной активности банков вследствие значительных внешних заимствований, в июле 2006 года были внесены изменения в механизм минимальных резервных требований. Были

введены отдельные нормативы для внутренних и иных обязательств: 6% для внутренних обязательств и 8% для иных обязательств. Указанные изменения привели к увеличению объема минимальных резервных требований, что позволило «связать» часть избыточной ликвидности банковского сектора.

Для сдерживания инфляции Национальным Банком предпринимались также меры по усилению регулирующих воздействий официальных ставок. Для повышения роли ставки рефинансирования Национальный Банк с 2005 года внедрил в практику периодический (ежеквартальный) пересмотр и установление официальной ставки рефинансирования в зависимости от общего состояния денежного рынка, спроса и предложения по займам, уровня инфляции и инфляционных ожиданий. Такие операции денежно-кредитной политики, как депозитные и кредитные операции, выпуск краткосрочных нот, операции РЕПО были унифицированы по срокам и ставкам. Было временно прекращено предоставление займов «овернайт», «овердрафт» и проведение операций прямого РЕПО. Кроме того, с апреля 2005 года сроки обращения краткосрочных нот были снижены до 28 дней. Данные меры были направлены на установление коридора рыночных процентных ставок: нижней границей коридора стала ставка по операциям изъятия ликвидности (ставка по депозитным операциям), а верхней границей – ставка по предоставлению ликвидности (кредитные операции, операции обратного РЕПО), то есть ставка рефинансирования.

Таким образом, в 2000-2006 годах казахстанские банки привлекали значительные заимствования с внешних рынков. Это способствовало экономическому росту страны, но вместе с тем повышало уязвимость финансового сектора перед внешними шоками. Кроме того, это привело к постепенному ускорению инфляционных процессов. Денежно-кредитная политика в этот период носила разнонаправленный характер: если в 2000-2003 годы Национальный Банк смягчал денежно-кредитную политику для поддержания экономики, то в 2004-2006 годы Национальный Банк ужесточал денежно-кредитную политику в целях преодоления инфляционного давления в экономике.

1.3. Денежно-кредитная политика Национального Банка в годы финансового кризиса и посткризисного оздоровления (2007-2013 гг.)

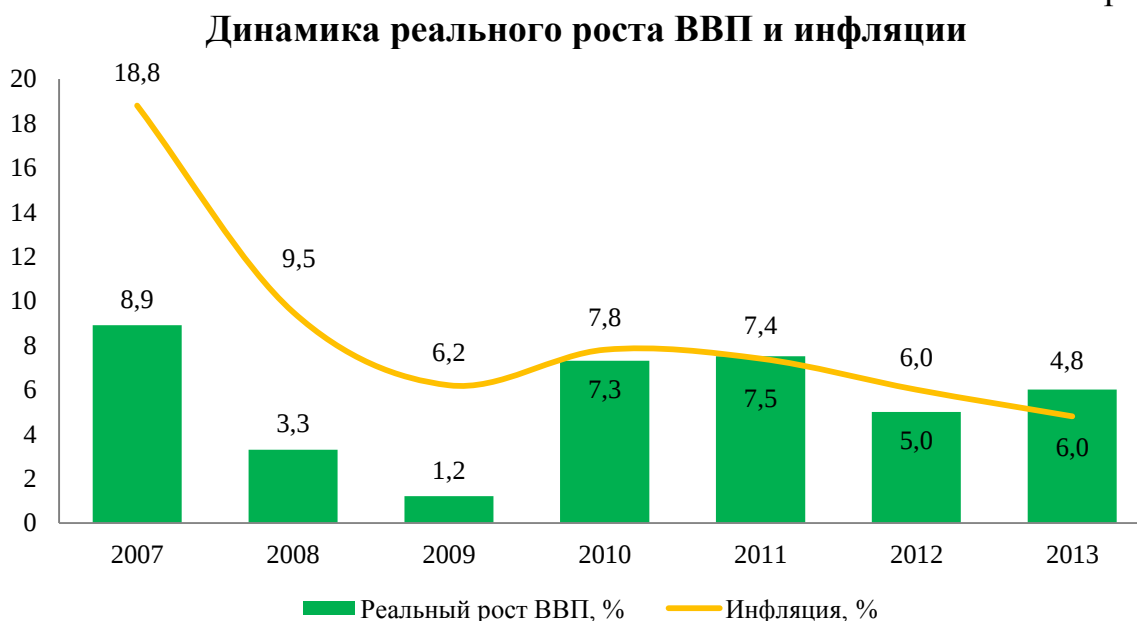
Развитие макроэкономической ситуации в Казахстане, начиная со второй половины 2007 года, происходило на фоне мирового финансового кризиса, который впоследствии перерос в экономический. Замедление темпов роста мировой экономики, а также обострение системных проблем в экономике Казахстана, накопившихся в предыдущие годы, привело к замедлению динамики развития во всех секторах.

В 2007-2009 годах мировая экономика в условиях финансового кризиса вступила в период спада. За замедлением роста глобальной экономики в 2007 году до 5,3% последовал ее спад на 0,4% в 2009 году. Ведущие финансовые рынки испытывали недостаток ликвидности, повышались процентные ставки, портфельные инвесторы выводили капитал с развивающихся рынков.

В результате для большинства развивающихся рынков, в том числе и для Казахстана, доступ к внешним заимствованиям оказался практически закрыт. Кроме того, негативное влияние на макроэкономические показатели Казахстана оказали шоки на мировых рынках продовольствия. Ситуация ухудшилась во второй половине 2008 года, когда «ценовой пузырь» на мировых товарных рынках лопнул, вызвав резкое падение цен на основные экспортные товары Казахстана (нефть и металлы). Цена на нефть, достигнув летом 2008 года 145,7 долл. США за баррель, в конце года упала до 34 долл. США за баррель. Эти факторы, наряду с ростом доходов населения, низким уровнем конкуренции способствовали усилению инфляции в Казахстане до 18,8% в 2007 году. Рост реального ВВП замедлился до 1,2% в 2009 году (график 4).

В этих условиях приоритет денежно-кредитной политики Национального Банка отдавался той цели, достижение которой находилось под угрозой и невыполнение которой грозило наибольшими негативными последствиями для экономики. Если в 2007 году Национальный Банк предпринимал меры, направленные на снижение инфляционного фона в экономике, то с августа 2007 года акценты денежно-кредитной политики сместились в пользу обеспечения стабильности финансовой системы. При этом с октября 2007 года по январь 2009 года Национальный Банк принимал значительные усилия по обеспечению стабильности обменного курса тенге.

График 4



Одновременное использование мер противоречило друг другу, поскольку для поддержания устойчивости банковской системы требовалось вливание ликвидности, для снижения инфляционного давления – ее абсорбирование.

Если в первой половине 2007 года основными операциями Национального Банка были в основном операции по изъятию ликвидности, то с августа 2007 года – операции по ее предоставлению. Были увеличены объемы проведения операций обратного РЕПО, проводились операции валютный своп, а также предоставлялись краткосрочные займы под залог остатков на корреспондентских счетах банков в Национальном Банке. Был поэтапно расширен перечень залогового обеспечения при проведении операций обратного РЕПО.

В течение 2008-2009 годов официальная ставка рефинансирования постепенно была снижена с 11% до 7%. С октября 2007 года в механизм минимальных резервных требований были внесены изменения, в 2008-2009 годах нормативы для банков были снижены с 6% до 1,5% по внутренним обязательствам и с 8% до 2,5% по иным обязательствам.

Выбор приоритетности цели по сохранению устойчивости банковской системы перед целью поддержания стабильности цен привели к тому, что прогнозные ориентиры по инфляции на 2007 год не были выдержаны. Инфляция сложилась на уровне 18,8% на конец года. Однако уже в 2008 году уровень инфляции сложился в рамках прогнозного коридора.

В результате падения мировых цен на сырьевые товары казахстанского экспорта, платежный баланс страны ухудшился, усилилось давление на обменный курс тенге. В целях поддержания стабильности национальной валюты Национальный Банк проводил интервенции на валютном рынке, что привело к снижению золотовалютных резервов. Во 2 полугодии 2008 года и в начале 2009 года страны-основные торговые партнеры Казахстана провели девальвацию своих валют. В целях сохранения золотовалютных резервов и конкурентоспособности товаров отечественных производителей в Казахстане была проведена девальвация тенге. В феврале 2009 года был установлен коридор обменного курса на уровне 150 тенге за долл. США $\pm 3\%$. Это позволило снизить девальвационные ожидания, улучшить состояние платежного баланса и сохранить золотовалютные резервы.

Проведенная девальвация, а также меры государства по стабилизации экономики и поддержке финансового сектора улучшили ситуацию с ликвидностью в банковском секторе. Это позволило Национальному Банку в марте 2009 года прекратить проведение операций валютный своп и предоставление займов под залог остатков денег на корреспондентских счетах банков в Национальном Банке. Сроки привлечения и процентные ставки по депозитам банков в Национальном Банке были постепенно изменены в целях снижения привлекательности данного инструмента для банков. Так, ставки по депозитам банков в Национальном Банке со сроком 1 месяц снизились с 2,5% в

августе 2009 года до 1% в декабре 2009 года, со сроком на 7 дней – с 2,0% до 0,5%, соответственно.

Средневзвешенная доходность по нотам была снижена с 2,23% в декабре 2009 года до 1,19% в декабре 2010 года. Кроме того, с августа 2009 года Национальный Банк приостановил выпуск 28-дневных нот.

Данные меры Национального Банка были направлены на стимулирование кредитования банками экономики, которое в период 2008-2009 годов находилось в состоянии стагнации. Макроэкономическая ситуация в 2010-2011 годах начала постепенно стабилизироваться в результате оживления и восстановления мировой экономики, возобновления роста цен и спроса на основные товары казахстанского экспорта, а также антикризисных мер государства. Это обусловило возврат приоритета денежно-кредитной политики по поддержанию ценовой стабильности.

В 2010-2011 годах в условиях сохранения инфляционного давления Национальный Банк повысил ставку рефинансирования до 7,5%, нормативы минимальных резервных требований по внутренним обязательствам – до 2,5%, по иным обязательствам – до 4,5%.

Принятые меры способствовали поддержанию инфляции в рамках установленного коридора. Кроме того, восстановился экономический рост, составивший в 2010 году 7,3%, 2011 году – 7,5%.

Последовавшее замедление инфляционных процессов позволило Национальному Банку в течение 2012 года постепенно снижать официальную ставку рефинансирования с 7,5% до 5,5% годовых. Основными инструментами по изъятию ликвидности оставались эмиссия краткосрочных нот Национального Банка и привлечение депозитов банков, по предоставлению ликвидности – займы рефинансирования.

В рамках совершенствования инструментов денежно-кредитной политики в 2012 году в механизм минимальных резервных требований были внесены изменения, в том числе из резервных активов были исключены касса и корреспондентские счета в иностранной валюте. Кроме того, был введен дополнительный критерий дифференциации обязательств банков по срочности. По каждому виду обязательств введены отдельные нормативы: по внутренним краткосрочным обязательствам – 2,5%, по внутренним долгосрочным обязательствам – 0%, по внешним краткосрочным обязательствам – 6,0%, по внешним долгосрочным обязательствам – 2,5%.

Внутренний валютный рынок развивался при минимальном участии Национального Банка в поддержании курса тенге. За период действия валютного коридора, введенного 4 февраля 2009 года и действовавшего до 28 февраля 2011 года, обменный курс тенге оставался стабильным. В феврале 2011 года был отменен коридор колебаний курса тенге и введен режим управляемого плавающего обменного курса. Таким образом, в 2007-2013 годах денежно-кредитная политика Национального Банка способствовала поддержанию темпов роста экономики, обеспечению финансовой стабильности и

стабильности цен. За указанный период инфляция на конец года снизилась с 18,8% в 2007 году до 4,8% по итогам 2013 года, что является минимальным уровнем с 1999 года.

1.4. Современные тенденции денежного и валютного рынков (2014-2015 гг.)

В 2014 году на мировую экономическую ситуацию существенно повлияло сокращение антикризисных программ по поддержанию финансового сектора в США¹, спровоцировавшее отток капитала из развивающихся стран в развитые. В результате возросло давление на валюту развивающихся стран (Бразилии, России, Индии, Китая и Южно-Африканской Республики). Большинство валют развивающихся стран были девальвированы или имели тенденцию к снижению курса.

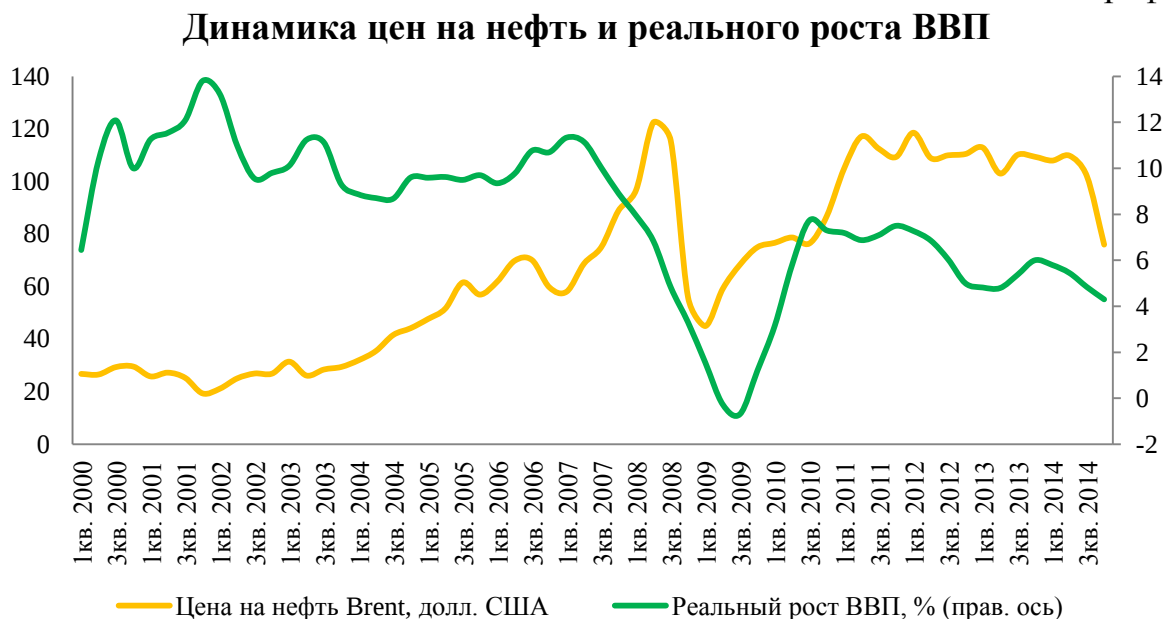
Переоцененный реальный обменный курс тенге привел к снижению конкурентоспособности и ухудшению условий внешней торговли для казахстанских экспортеров.

В результате в экономике Казахстана усилились девальвационные ожидания, вырос объем спекулятивных операций. В этой связи Национальный Банк осуществлял значительные валютные интервенции, снижался уровень золотовалютных резервов страны. В этой связи, 11 февраля 2014 года Национальный Банк принял решение отказаться от поддержания обменного курса на прежнем уровне, снизить объемы валютных интервенций и сократить вмешательство в процесс формирования обменного курса тенге. Новый курс сформировался на уровне 185 тенге ($\pm$) 3 тенге за доллар США.

Это обусловило незначительное ускорение инфляционных процессов, вследствие повышения цен на импортируемые товары, а также девальвационных ожиданий, усилившихся в результате снижения мировых цен на нефть сорта Brent. Тем не менее, по итогам 2014 года уровень инфляции составил 7,4% в рамках целевого коридора 6-8% (график 5).

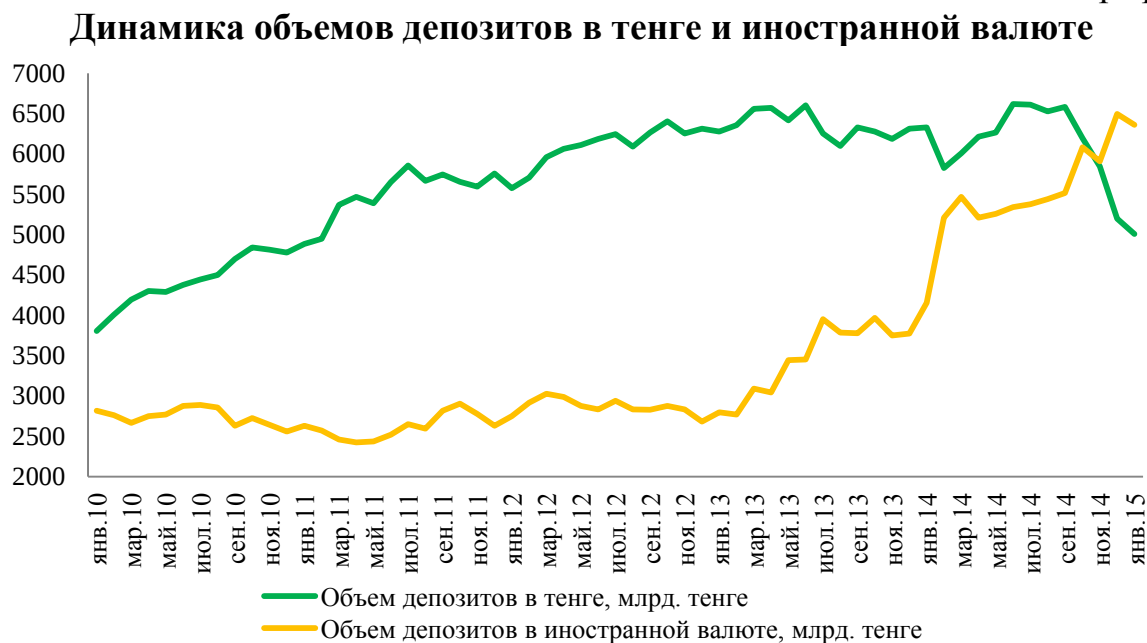
¹ Программы количественного смягчения.

График 5



На валютном рынке Казахстана наблюдалось увеличение объемов операций по конвертированию тенговой ликвидности в иностранную, рост доли валютных вкладов. Депозиты в национальной валюте за 2014 год снизились на 17,7% до 5,2 трлн. тенге, в иностранной валюте — увеличились на 72,2% до 6,5 трлн. тенге (график 6).

График 6



Для регулирования ликвидности банков Национальный Банк проводил операции по предоставлению краткосрочной тенговой ликвидности, посредством операций обратного РЕПО и валютных свопов. Кроме того, в

июле 2014 года проводились операции долгосрочного валютно-процентного свопа, что способствовало снижению волатильности рыночных ставок. Стабилизация ситуации на валютном рынке позволила Национальному Банку расширить коридор колебаний обменного курса тенге по отношению к доллару США в сентябре 2014 года и установить ассиметричный коридор 185 +3/-15 тенге.

Нормативы минимальных резервных требований в 2014 году остались прежними, при этом структура резервных активов в 2014 году постепенно изменилась: снизилась доля корреспондентских счетов банков в тенге (с 55,4% на 30 декабря 2013 года до 44,5% на 29 декабря 2014 года). Несмотря на снижение объема резервных активов (снижение с начала года на 2,1% по состоянию на 29 декабря 2014 года), в 2014 году резервные активы в целом по системе превышали необходимый объем резервирования в среднем в 2,2 раза.

На основе исторического опыта можно заключить, что в этих условиях обеспечение стабильного валютного курса требует затрат золотовалютных резервов Национального Банка и, в целом, не соответствует практике классического функционирования открытой рыночной экономики. Кроме того, жесткое регулирование валютного курса создает благоприятные условия для спекулятивных атак на валютном рынке. Сложившаяся на денежном и валютном рынках ситуация снижает эффективность государственных программ по предоставлению кредитных средств субъектам экономики. Проводниками данных программ в основном выступают банки. Однако в настоящее время они предпочитают хранить резервы в иностранной валюте и воздерживаются от кредитования в тенге. В целом, это обуславливает необходимость пересмотра государственной экономической политики в целях повышения эффективности реализации денежно-кредитной политики, соответствующей режиму инфляционного таргетирования.

II. РЕЖИМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

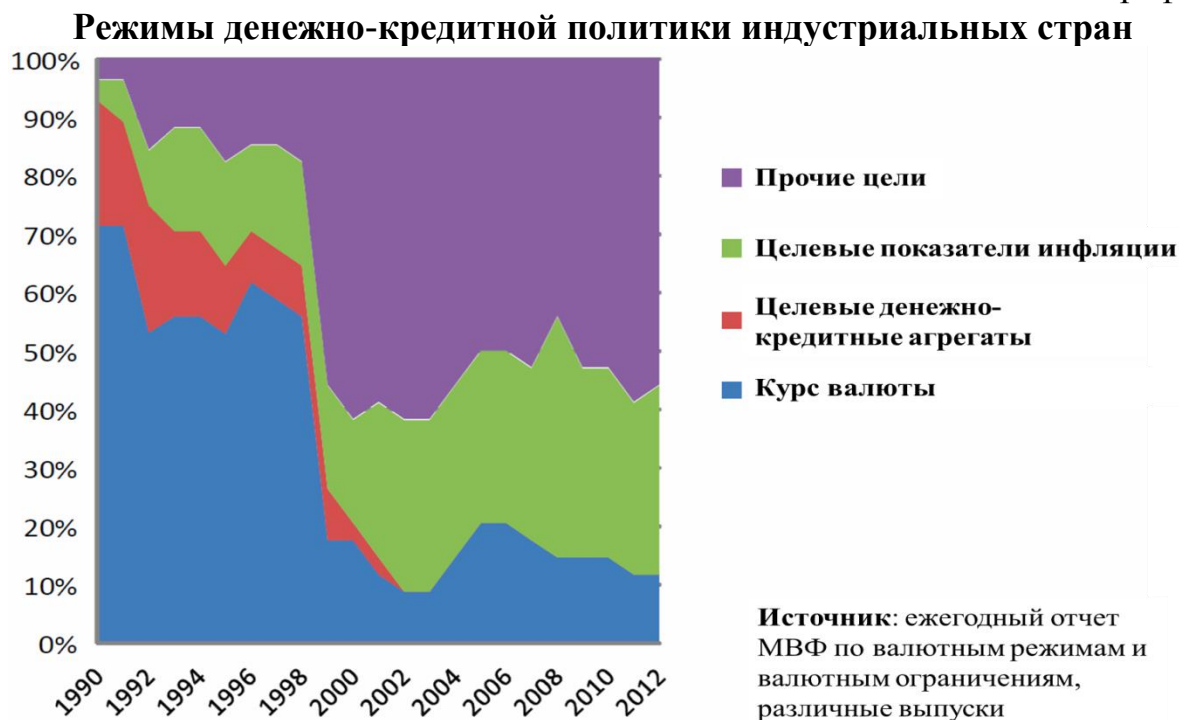
Основными режимами денежно-кредитной политики являются таргетирование обменного курса, таргетирование денежных агрегатов, денежно-кредитная политика без установления «номинального якоря» и таргетирование инфляции.

Режим таргетирования обменного курса предусматривает или фиксирование обменного курса национальной валюты по отношению к валюте страны с низким уровнем инфляции, или установление горизонтального или наклонного коридора, в пределах которого обменный курс национальной валюты может двигаться свободно или таргетирование реального обменного курса по отношению к корзине валют стран – торговых партнеров.

Режим денежного таргетирования нацелен на достижение стабильности цен посредством использования денежных агрегатов в качестве промежуточной цели. Основные усилия денежно-кредитной политики при данном режиме направлены на удержание темпа роста денежного агрегата на целевом уровне.

Режим денежно-кредитной политики без номинального якоря предполагает отказ центральных банков от принятия любых обязательств по достижению конкретных значений номинальных показателей. В то же время, провозглашая только долгосрочные цели (стабильный рост экономики, высокая занятость, низкая инфляция), центральные банки устанавливают промежуточные ориентиры, которые официально не объявляются.

График 7



Инфляционное таргетирование предусматривает публичное провозглашение количественной цели по инфляции на среднесрочную перспективу и действия центрального банка, направленные на приведение текущей инфляции к ее целевому показателю с помощью инструментов денежно-кредитной политики.

После кризиса 1998 года резко снизилась доля стран, использующих валютное таргетирование, при увеличении доли стран применяющих режим инфляционного таргетирования. С начала 2000-х годов таргетирование денежных агрегатов центральными банками практически не используется (график 7), однако наблюдается рост количества стран, использующих «смешанный» режим управляемого обменного курса и множественность целей.

Страны в процессе своего развития используют тот режим денежно-кредитной политики, который наиболее подходит для национальной экономики на текущем уровне развития. При снижении эффективности проводимой денежно-кредитной политики страны меняют ее режим, целевые ориентиры и приоритеты, а также инструменты по достижению целевых показателей.

2.1. Таргетирование валютного курса

Таргетирование валютного курса может позволить быстро и эффективно снизить высокий уровень инфляции, что актуально в кризисные периоды. Такой режим повышает прозрачность и ясность денежно-кредитной политики центрального банка. Если национальная валюта обесценивается, то денежно-кредитная политика ужесточается, и наоборот – повышение стоимости национальной валюты требует смягчения политики.

Таргетирование валютного режима в отдельных странах (Чили, Бразилия, Колумбия, Тунис) проводилось путем установления цели по реальному обменному курсу. При этом успешным является опыт Чили и Туниса, которые значительно снизили уровень инфляции. В Чили в период применения режима таргетирования целевого показателя по реальному обменному курсу уровень инфляции снизился со 130% в 1970-х годах до 15% в 1992 году. В Тунисе, который поддерживал стабильный курс национальной валюты по отношению к валютам стран – торговых партнеров, инфляция была снижена с 7% в 1990 году до среднего уровня 3% в 2000-2008 годах, что позволило в последующем начать подготовку к переходу на режим инфляционного таргетирования.

Ключевым недостатком таргетирования валютного курса является невозможность проведения независимой денежно-кредитной политики при свободной мобильности капитала и сложность реагирования на внутренние шоки. К примеру, рост процентных ставок в Германии в 1990-1991 годы привел к увеличению ставок во Франции, и в дальнейшем вызвал замедление экономического роста и рост безработицы.

Другой проблемой для стран, таргетирующих валютный курс, являются риски спекулятивных атак на их национальные валюты. Примером могут служить спекулятивные атаки в сентябре 1992 года на валюты стран, привязанных к курсу немецкой марки. В условиях валютного кризиса Германии спекулянты рассчитывали, что таргетирующие страны обесценят свою валюту относительно марки. За исключением Франции, другие страны (Италия, Великобритания, Испания) не стали защищать свою национальную валюту и допустили девальвацию.

К наиболее популярным стратегиям, снижающим риски валютного режима, можно отнести стратегии валютной привязки и долларизации.

Валютная привязка предполагает, что внутренняя валюта подкрепляется на 100% иностранной валютой, при этом центральный банк устанавливает фиксированный обменный курс и готов по первому требованию населения обменять внутреннюю валюту по этому курсу. Плюсы валютной привязки – контроль за денежной массой, а также более строгое обязательство центрального банка придерживаться фиксированного валютного курса, и таким образом за короткие сроки способствовать снижению инфляции и сокращению спекулятивных атак на валюту. Историческими примерами соответствующего международного опыта послужили такие страны, как Гонконг (1983), Аргентина (1991), Болгария (1997). Интересен опыт Аргентины, отказавшейся от валютной привязки к доллару США в 2002 году. На начальном этапе такой режим позволил стране существенно снизить инфляцию (с 800% до 5%) и добиться ускорения экономического роста до 8% в год. В условиях невозможности проведения независимой монетарной политики в 1995 и 1998 году последовали глубокие спады в экономике, дефолту страны, а также банковскому кризису. В 2002 году Аргентина отказалась от режима валютной привязки к доллару США.

Другим методом решения проблемы непрозрачности таргетирования валютного курса является долларизация, то есть принятие твердой валюты как доллар США в качестве валюты страны. Основное преимущество долларизации – исключение возможности спекулятивных атак на национальную валюту. При наличии других недостатков валютного таргетирования долларизация предполагает потерю центральным банком страны дохода, получаемого правительством от выпуска денег.

Наряду с преимуществами, таргетирование валютного курса имеет ряд серьезных недостатков. Необходимость поддержания курса в случае спекулятивных атак может привести к значительному снижению уровня золотовалютных резервов.

В условиях мобильности капитала фиксирование обменного курса лишает возможности проведения независимой денежно-кредитной политики и, следовательно, реагировать на внутренние шоки экономики. Характер денежно-кредитной политики центрального банка будет в определенной степени

зависеть от мер центрального банка страны, к курсу национальной валюты которой будет осуществлена привязка.

Установление целей по обменному курсу направлено на решение задач на краткосрочном промежутке времени. Влияние стабильного обменного курса на долгосрочные тенденции не является однозначным, поскольку стабильность номинального курса не обеспечивает стабильность реального курса, а в условиях волатильности цен на сырьевые товары вероятность его переоценки остается высокой.

2.2. Таргетирование денежных агрегатов

Режим денежного таргетирования в 1970-х годах приобрел особую популярность среди центральных банков развитых стран, таких как Великобритания, Канада, Япония, Германия, Швейцария, США.

Денежное таргетирование часто используется в странах с переходной экономикой для обуздания высокой инфляции. Основное преимущество денежного таргетирования по сравнению с валютным таргетированием заключается в том, что оно предоставляет центральному банку широкие возможности в приведении денежно-кредитной политики в соответствии с внутренними потребностями экономики, независимо от внешних шоков.

Кроме того, данная стратегия характеризуется большой гибкостью в корректировке денежно-кредитной политики. Результат от принятых центральным банком мер проявляется практически сразу. Центральный банк непосредственно влияет на денежное предложение и имеет возможность довольно точно оценить показатели узких денежных агрегатов, что значительно упрощает соблюдение целевого уровня.

Однако можно выделить ряд объективных причин, делающих невозможным использование данного режима денежно-кредитной политики центральными банками.

Все приведенные выше преимущества зависят от того, существует ли сильная и устойчивая связь между стратегической целевой переменной, например, уровнем инфляции, и выбранным денежным агрегатом. В противном случае, достигнув промежуточной цели по денежному агрегату, центральный банк может не достичь стратегической цели – стабильности цен.

Кроме того, получить оценку спроса на деньги в странах с переходной экономикой часто не представляется возможным. При этом, зависимость национальной экономики от внешнеэкономической ситуации увеличивает вероятность ошибки при прогнозировании спроса на деньги.

Сложность определения изменения скорости обращения денег, структуры денежной массы и денежного мультипликатора, волатильность скорости обращения денег и спроса на деньги в краткосрочном плане, особенно

учитывая их подверженность циклическим колебаниям, делают неэффективным использование денежного таргетирования.

Центральные банки, практиковавшие режим денежного таргетирования, достигали разных успехов в обеспечении ценовой стабильности. Среди развитых стран наилучшие успехи по денежному таргетированию демонстрировала Германия.

Национальный Банк Казахстана имел опыт в проведении таргетирования денежных агрегатов до 2000 года. Главной причиной отказа от данного режима послужила его неэффективность. Темпы роста денежной базы не соответствовали динамике инфляции, то есть между ними не прослеживалась стабильная взаимосвязь (график 8). Следовательно, денежная база не могла служить промежуточным ориентиром денежно-кредитной политики для снижения уровня инфляции.

График 8



2.3. Режим без номинального якоря

В международной практике центральных банков при реализации денежно-кредитной политики, как правило, используется определенный номинальный якорь – целевой ориентир по валютному курсу, либо инфляции, либо денежного агрегата. В то же время США демонстрирует возможность достижения хороших макроэкономических показателей, не применяя какого-либо явного номинального якоря. Это не значит, что в США отсутствует согласованная стратегия проведения денежно-кредитной политики, во главу угла ставится контроль над инфляцией в долгосрочном периоде.

Считается, что в тех развитых странах, в которых уровень инфляции находится на низком уровне в течение многих лет, инфляционные процессы весьма инерционны. Это обуславливает длительный временной лаг между мерами денежно-кредитной политики и достижением конечного результата – около года для оказания воздействия на объем выпуска и около двух лет для влияния на инфляцию. В этой связи, ФРС придерживалась стратегии, основанной на тщательном анализе и мониторинге предпосылок повышения инфляции и принятии превентивных мер для недопущения роста цен.

Денежно-кредитная политика ФРС позволяет сосредоточить внимание на внутренних проблемах экономики и не требует стабильной взаимосвязи денежных агрегатов и инфляции. Придерживаясь данной стратегии, ФРС удалось добиться снижения инфляции в 1980-х с двузначного числа до 3% к 1992 году. На этом фоне США добились снижения уровня безработицы до 4%, при уровне инфляции 2%.

2.4. Инфляционное таргетирование

Режим инфляционного таргетирования предполагает проведение денежно-кредитной политики, ориентированной на достижение целевого уровня инфляции.

Преимуществом этого режима является четкая идентификация целей и приоритетов денежно-кредитной политики, что, в том числе, способствует формированию экономически благоприятных ожиданий в обществе. Четкая ориентация центрального банка на одну цель – снижение и стабилизация инфляции на низком уровне – потенциально повышает доверие рынков к центральному банку. Кроме того, снижение инфляции и эффективное поддержание ее низких темпов в конечном итоге обеспечивает устойчивый и сбалансированный экономический рост.

Критики режима инфляционного таргетирования считают, что строгое следование цели может оказать негативное влияние на экономический рост. Однако опыт стран, применяющих данный режим, показывает, что на практике страны не применяли чрезмерно жесткую денежно-кредитную политику и позволяли отклонение от инфляционных целей в качестве реакции на шоки предложения. В случае ухудшения макроэкономической ситуации, влияния финансового и экономического кризиса многие центральные банки имеют «оговорку от ответственности». Это предполагает отклонение от целевых ориентиров по инфляции, и объявление периода времени, в течение которого центральный банк обязуется вернуться к целевым ориентирам по инфляции.

Внедрение инфляционного таргетирования требует наличия определенных условий, которые можно разделить на следующие группы.

Первая группа включает в себя полномочия центрального банка и его подотчетность. Во-первых, это законодательно закрепленные полномочия

центрального банка на достижение целевых показателей инфляции и независимость в выборе инструментов денежно-кредитной политики. Во-вторых, это прозрачность и открытость проводимой центральным банком денежно-кредитной политики, способствующие укреплению доверия населения. Целевое значение инфляции не может немедленно посылать сигналы рынку о состоянии денежно-кредитной политики, так как меры денежно-кредитной политики проявляются с определенным запаздыванием на состояние инфляции. Поэтому важным является разъяснение политики и причин принятия решения центральным банком по изменению операционного ориентира, например ключевой ставки или валютного курса.

Вторая группа включает в себя создание макроэкономических условий, позволяющих осуществить переход к инфляционному таргетированию, такие как отсутствие фискального доминирования над денежно-кредитной политикой и достижение внешней стабильности.

Отсутствие фискального доминирования означает низкий уровень государственного долга и дефицита государственного бюджета, а также законодательный запрет на его финансирование центральным банком.

Страны, переходящие на режим инфляционного таргетирования также должны иметь стабильную внешнюю позицию, предполагающую устойчивость финансового сектора к внешним шокам. При этом, для повышения устойчивости финансового сектора к внешним шокам центральными банками должны приниматься меры пруденциального регулирования и надзора за финансовыми учреждениями с тем, чтобы стабильность финансовой системы не подрывалась изменениями валютного курса.

К третьей группе относится обеспечение финансовой стабильности и устойчивого функционирования денежного рынка. Для проведения денежно-кредитной политики необходимо наличие емкого и ликвидного рынка государственных ценных бумаг, а также других финансовых инструментов, позволяющих осуществлять операции центрального банка.

К четвертой группе относится принятие мер, позволяющих влиять на целевой показатель по инфляции путем использования инструментов денежно-кредитной политики. Для центрального банка важным является определение операционного ориентира, в качестве которого в развитых странах принимаются краткосрочные процентные ставки.

Таргетирование инфляции обычно предполагает использование гибкого обменного курса национальной валюты, что характерно для развитых стран. В развивающихся странах, особенно в странах-экспортерах сырьевых ресурсов, денежно-кредитная политика значительно зависит от режима обменного курса. В этих случаях центральные банки, применяющие таргетирование инфляции, могут проводить интервенции или корректировать процентные ставки для ограничения воздействия валютных шоков на инфляцию и финансовую стабильность. Так, центральные банки Норвегии, Чехии, Перу, Южной Кореи,

Венгрии проводили интервенции в условиях валютного шока в целях сглаживания значительных колебаний валютного курса.

Международный опыт внедрения инфляционного таргетирования показывает, что соблюдение вышеуказанных условий позволяет центральным банкам успешно перейти к данному режиму денежно-кредитной политики.

При проведении денежно-кредитной политики Национальный Банк до начала 2000-х годов применял режим денежного таргетирования. Таргетирование денежных агрегатов было прекращено Национальным Банком в связи со снижением стабильной взаимосвязи между денежными агрегатами и инфляцией. С 2004 года, несмотря на подготовку к переходу на режим инфляционного таргетирования, не все условия могли быть соблюдены в полной мере по объективным причинам.

III. ВНЕДРЕНИЕ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ В КАЗАХСТАНЕ

Выбор инфляционного таргетирования в Казахстане обусловлен особенностями национальной экономики, которая классифицируется как малая, открытая, экспортоориентированная экономика. Преобладание преимуществ инфляционного таргетирования над его недостатками, а также возможность нивелирования недостатков применения данного режима, в том числе за счет мер макропруденциального регулирования, дают благоприятные перспективы для его введения в Казахстане.

Четкая ориентация на снижение инфляции и ее стабилизацию на низком уровне будут способствовать устойчивому экономическому росту в долгосрочной перспективе.

Успешность внедрения режима инфляционного таргетирования зависит от реализации комплекса мер, охватывающих повышение эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, установление целевых ориентиров, создание системы моделирования и прогнозирования, совершенствование инструментария центрального банка, построение системы принятия решений, активной коммуникаций политики.

Денежно-кредитная политика Республики Казахстан до 2020 года включает комплекс мер Национального Банка по внедрению инфляционного таргетирования до 2020 года, направленных на снижение инфляции до 3-4% в среднесрочной перспективе. Указанный комплекс мер подробно изложен в данной главе.

Достижение целевой инфляции будет происходить постепенно и поэтапно с тем, чтобы не вызвать негативные тенденции в развитии экономики. Учитывая краткосрочный характер денежно-кредитной политики, Национальный Банк будет ежегодно разрабатывать основные направления денежно-кредитной политики по достижению целевого ориентира по инфляции с учетом ситуации на внутреннем рынке и конъюнктуры на внешних финансовых и товарных рынках. При этом целевой ориентир по инфляции будет ежегодно устанавливаться Правлением Национального Банка таким образом, чтобы к 2020 году достичь уровня инфляции 3-4%.

Достижение целевой инфляции к 2020 году будет зависеть от эффективности совместных скоординированных мер и действий Национального Банка, Правительства и местных исполнительных органов по обеспечению стабильности цен в стране.

3.1. Трансмиссионный механизм

3.1.1. Процентный и кредитный каналы

Процентный канал

Страны, успешно осуществившие переход к инфляционному таргетированию (Новая Зеландия, Чехия, Польша), имели общую характеристику – эффективный трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Трансмиссионный механизм состоит из каналов, через которые денежно-кредитная политика влияет на макроэкономические переменные. Важную роль в инфляционном таргетировании отводят функционированию канала процентных ставок, который отражает влияние процентной политики центрального банка на рыночные ставки с дальнейшим переносом на инвестиционно-потребительскую активность, и, в конечном итоге, на инфляционные процессы.

Теоретическое представление канала процентных ставок сводится к следующему: рост номинальной процентной ставки влечет за собой увеличение реальной ставки и рост издержек от использования финансовых ресурсов. Удорожание финансовых ресурсов, в свою очередь, влечет за собой замедление кредитования и инвестиций. В результате снижение экономической активности приводит к снижению инфляции.

Центральные банки достигают планируемую трансмиссию следующим путем:

- инструменты денежно-кредитной политики (операции открытого рынка, постоянные механизмы, минимальные резервные требования) влияют на рыночные процентные ставки;
- происходит изменение цен на финансовые активы (акции, облигации и т.д.) и реальные активы (товары длительного потребления и недвижимость). Это приводит к изменениям расходов и доходов экономических агентов из-за изменения балансов заемщиков и депозиторов;
- происходят изменения темпов роста безработицы и экономики, что отражается на изменении заработных плат и цен. Экономика, в конечном итоге, переходит в новое равновесное состояние.

Воздействие денежно-кредитной политики происходит в зависимости от траектории делового цикла, а также от экзогенных факторов, на которые центральный банк не может оказывать влияние. Соответственно трансмиссия не проходит равномерно по времени.

Опыт центральных банков, перешедших на инфляционное таргетирование показывает, что основным инструментом воздействия на номинальные процентные ставки является базовая ставка (уровень ставки или ожидание рынка по ее тренду), которая влияет на краткосрочные ставки денежного рынка. В свою очередь, ставки денежного рынка воздействуют на стоимость кредитных ресурсов.

В настоящее время в Казахстане процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики имеет слабое влияние на экономическую активность.

Для успешного внедрения режима инфляционного таргетирования политика Национального Банка будет направлена на усиление функционирования процентного канала.

Меры Национального Банка по усилению процентного канала, будут включать:

1. введение базовой ставки, которая будет являться индикатором проводимой денежно-кредитной политики;
2. выбор таргетируемой рыночной ставки;
3. расширение системы инструментов по регулированию краткосрочной тенговой ликвидности;
4. привязка процентных ставок по всем инструментам денежно-кредитной политики к базовой ставке.

Кредитный канал

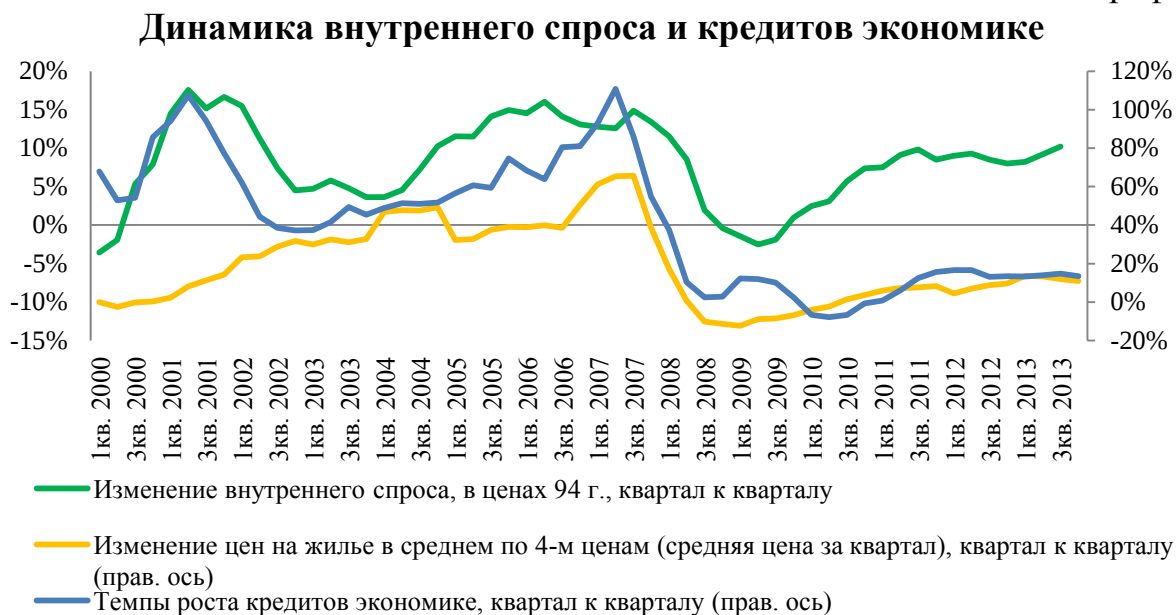
Помимо процентного канала, воздействие на макроэкономические показатели может быть оказано посредством кредитного канала. Трансмиссия кредитного канала сводится к тому, что с ростом денежной массы растет объем ликвидных средств банков, увеличивается предложение кредитов, что ведет к изменению объемов инвестиций, потребления и выпуска. Кредитный канал особенно эффективен в тех странах, в которых банковский кредит является основной формой привлечения дополнительных средств для заемщиков и главным финансовым активом для банков.

Статистический анализ функционирования процентного и кредитного канала в Казахстане позволяет выявить некоторые экономические зависимости, характеризующие, в том числе, и специфику национальной экономики. Существующая надежная статистическая взаимосвязь между ростом кредитов экономике и внутренним спросом² (график 9)³ соответствует классической экономической модели.

². Данный показатель рассчитан путем суммирования компонентов ВВП методом конечного использования, а именно расходов на конечное потребление и валового накопления основного капитала.

³Корреляция между ростом кредитов и внутренним спросом положительна и составляет 58%. Согласно тесту Грейнджера на казуальность, при росте кредитования наблюдается активизация кредитной активности, что с достоверностью в 94% приводит к экономическому росту.

График 9



Между тем, в Казахстане существенная взаимосвязь наблюдается между ростом кредитов экономике и ценами на жилье⁴. Предложение объектов инвестирования в Казахстане ограничено, поэтому с ростом благосостояния экономические агенты активно инвестируют в жилую недвижимость в надежде сохранить свои накопления и заработать инвестиционный доход. В странах с развитым рынком ценных бумаг такой диспропорции нет, и хотя цены на активы среди прочих факторов также зависят от стоимости кредитных ресурсов, функционирование фондового рынка позволяет достигать распределение богатства на различные отрасли и тем самым диверсифицировать риски.

В Казахстане сильной зависимости между каналом процентных ставок, ростом цен на жилье и ростом внутреннего спроса не наблюдается. Коэффициент корреляции между средней ставкой вознаграждения по кредитам в тенге, выданным банками физическим лицам, и средневзвешенной ставкой по кредитам, выдаваемым банками предприятиям, с ростом внутреннего спроса составляет (-)23%. Это позволяет заключить, что внутренний спрос более чувствителен к объемам выданных кредитов, чем к их стоимости, то есть ставке вознаграждения по кредитам.

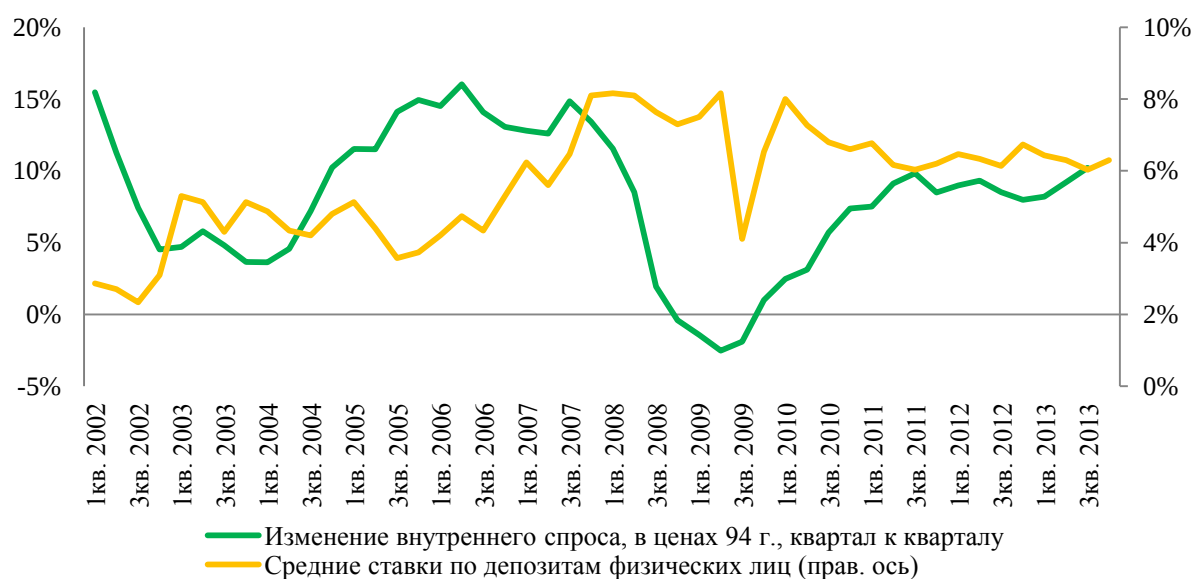
В 2007-2009 годы смещение базы фондирования банков с зарубежных источников на внутренние привело к повышению ставок по депозитам. Это послужило причиной роста сбережений и сокращения внутреннего потребления⁵ (график 10).

⁴ Корреляция между данными показателями составляет 64%. Согласно тесту Грейнджера рост кредитов с достоверностью в 99% приводит к росту цен на жилье в Казахстане с лагом в 3 квартала.

⁵ Данная связь подтверждается статистически: корреляция ставок по депозитам с ростом внутреннего потребления отрицательна и составляет (-)31%. Согласно тесту Грейнджера изменение внутреннего потребления является следствием, а изменение ставки по депозитам причиной с достоверностью в 94%.

График 10

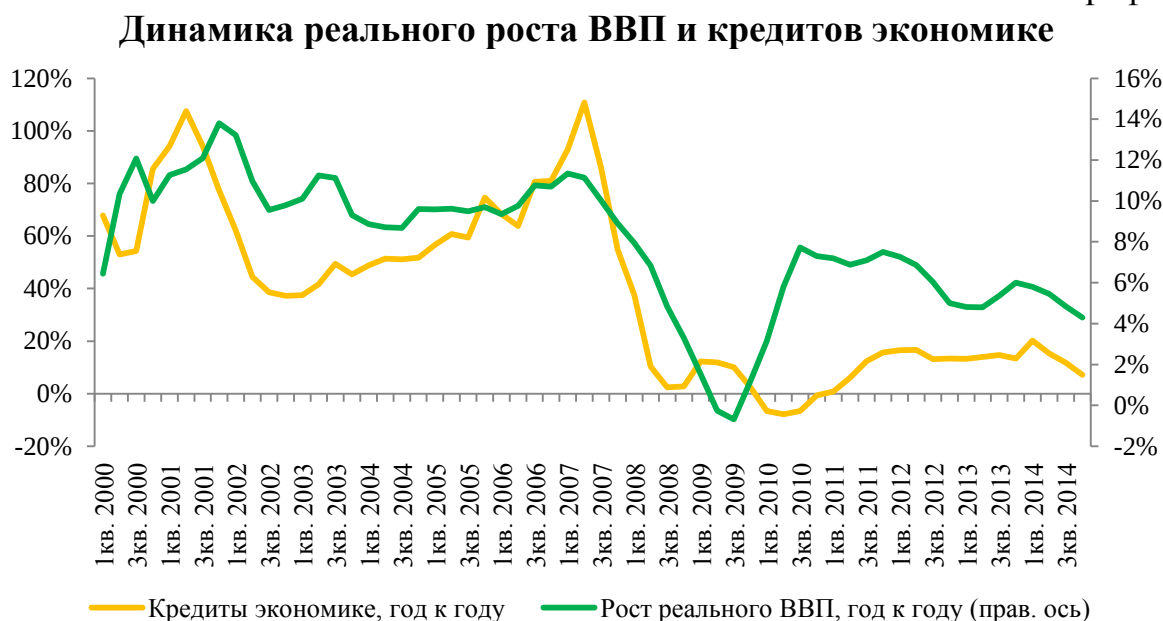
**Динамика внутреннего спроса и
средневзвешенных ставок по депозитам физических лиц**



Положительная связь между ростом кредитования экономики и ростом реального ВВП также подтверждается статистически⁶. Так, высокие темпы роста кредитования в первом десятилетии 2000-х годов послужили ключевыми драйверами роста реального ВВП. Также, существенное падение темпов роста кредитования послужило предвестником сокращения экономики на 1% в 3 квартале 2009 года, при том, что падение кредитования произошло в 3 квартале 2008 года (график 11). Таким образом, наличие кредитного канала в Казахстане подтверждается статистическими методами анализа.

⁶ Исходя из анализа корреляции и ковариации, связь между ростом реального ВВП и кредитами экономике является положительной. При этом, коэффициент корреляции составляет 77%.

График 11



Развитию кредитного канала в Казахстане способствует предоставление экономическим субъектам значительного объема государственного фондирования. Буфером при этом выступают банки, получающие за обслуживание гарантированный процент доходности. Эффективность проводимой Национальным Банком денежно-кредитной политики в таких условиях ослабевает.

Для успешного внедрения режима инфляционного таргетирования политика Национального Банка должна будет направлена на постоянную оценку влияния государственных программ кредитования и субсидирования и взаимодействие с Правительством для достижения баланса эффективности между кредитным и процентным каналами.

3.1.2. Валютный канал

Валютный канал — это воздействие импульсов денежно-кредитной политики через изменение валютного курса на инфляцию и совокупный выпуск.

В условиях высокой импортоемкости внутреннего рынка Казахстана, в настоящее время инфляция достаточно чувствительна к колебаниям обменного курса. Учитывая, что импортные товары составляют значительную долю в структуре потребления товаров населения, валютный канал в Казахстане оказывает существенное влияние на формирование цен на потребительские товары, и соответственно, на уровень индекс потребительских цен (ИПЦ). Национальный Банк при режиме инфляционного таргетирования будет обеспечивать достижение цели по инфляции через операции денежно-

кредитной политики. Учитывая влияние обменного курса на инфляцию, реализация курсовой политики будет также направлена на достижение целей по инфляции.

На переходном этапе Национальный Банк будет придерживаться режима валютного коридора. Национальный Банк будет допускать более гибкий обменный курс, в той мере, в которой это не будет противоречить достижению целей по инфляции.

Эффективное проведение денежно-кредитной политики возможно только при наличии стабильно функционирующего финансового рынка. Валютные шоки могут иметь сильное влияние на стабильность банков и других участников финансового рынка. Поэтому, в случае наступления валютных шоков, приоритетной задачей Национального Банка будет являться обеспечение стабильности на финансовом рынке, путем сглаживания резких и значительных колебаний обменного курса. Национальный Банк может использовать разные инструменты курсовой политики для стабилизации ситуации на финансовом рынке, в том числе проведением прямых валютных интервенций. Процентная политика Национального Банка, в таких условиях, также будет направлена на выполнение данной задачи, путем оперативного и значительного изменения ставок по инструментам денежно-кредитной политики.

3.2. Целевые ориентиры инфляции

Выбор показателя инфляции

Согласно международной практике, в качестве целевого параметра по инфляции в основном используются два показателя: индекс потребительских цен и базовая инфляция. Теоретически может использоваться дефлятор ВВП, однако, в связи с рядом недостатков, практически ни одной страной он не применяется. Наиболее распространенным показателем целевого параметра по инфляции выступает ИПЦ.

ИПЦ измеряет средний уровень цен на товары и услуги, входящие в потребительскую корзину населения. Поскольку ИПЦ является общепринятым показателем инфляции, данный индикатор выгодно отличается от других показателей его ясностью бизнесу и населению.

Центральные банки стран Еврозоны, а также Канады, Великобритании, Польши, Чехии, Таиланда, Индонезии, используют ИПЦ или его модифицированные виды (например, Гармонизированный индекс потребительских цен в Еврозоне) для таргетирования. Базовая инфляция, из-за исключения из расчета изменений цен на отдельные позиции продовольственных товаров и топлива, подверженных кратковременным и резким ценовым изменениям, является менее волатильным показателем. С

данной точки зрения, базовая инфляция более точно реагирует на политику центрального банка.

В разное время Южная Корея, Великобритания и другие страны использовали базовую инфляцию как целевой ориентир. Позже они вернулись к использованию ИПЦ. Причиной для этого явилась оценка базовой инфляции со стороны населения и бизнеса, как упрощение центральным банком своей цели и скрывание неспособности регулировать инфляционные процессы.

В Казахстане в структуру ИПЦ входят более 500 наименований товаров и услуг, которые условно делятся на три основные группы: продовольственные товары, непродовольственные товары и платные услуги. Методика сбора информации и расчет ИПЦ соответствует требованиям Международной организации труда. Сбор информации об изменении цен, ежемесячный расчет и публикация информации по ИПЦ осуществляются уполномоченным государственным органом по статистике.

Национальный Банк в настоящее время использует ИПЦ в качестве оценки достижения своей основной цели – обеспечения стабильности цен. В режиме инфляционного таргетирования планируется продолжение использования ИПЦ в качестве целевого ориентира по инфляции.

Точечный или интервальный целевой уровень инфляции

Существуют различные способы установления целевого уровня инфляции: точечный, интервальный и точечно-интервальный.

Точечный показатель характеризуется четкостью цели и решительным намерением центрального банка по ее достижению. Точечный ориентир используется промышленно развитыми странами Еврозоны, а также Великобританией, Норвегией, Швецией, Ирландией.

Менее популярным видом целевого уровня инфляции является интервальный (целевой коридор инфляции). Основным преимуществом данного вида ориентира является возможность гибко реагировать на изменения в экономике и допускать кратковременные резкие изменения цен, обусловленными чаще всего сезонными факторами и внешними шоками. Используется такими странами, как Австралия (2-3%), Колумбия, Израиль, Южная Африка, Новая Зеландия.

Наиболее распространенным целевым ориентиром инфляции в мировой практике является точечный ориентир с интервалом допускаемых отклонений. Данный способ сочетает преимущества точечного и интервального способов: экономическим агентам дается четкий сигнал о цели центрального банка, при этом остается некоторая гибкость в достижении указанной цели.

Точечный ориентир с интервалом допускаемых значений используется такими странами, как Бразилия, Чили ($3\% \pm 1 \text{ п.п.}$), Перу ($2\% \pm 1 \text{ п.п.}$), Чехия, Польша, Южная Корея, Турция.

В настоящее время, с учетом текущих макроэкономических условий, структуры экономики и потребления населения, в Казахстане используется

целевой коридор инфляции. При переходе на режим инфляционного таргетирования Национальный Банк планирует использовать точечный ориентир с интервалом допускаемых отклонений.

Временной горизонт целевого ориентира

Целевой ориентир по инфляции устанавливается центральным банком на определенный период в обозримом будущем. Временной горизонт зависит от протяженности действия трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, а также возможностью центрального банка управлять инфляционными ожиданиями.

В мировой практике горизонт целевого ориентира, как правило, является среднесрочным (более одного года) для стран, где фактическая инфляция находится в районе целевого уровня (Еврозона, Австралия, Чехия, Польша, Турция, Южная Корея). Для стран, где фактическая инфляция существенно выше целевого уровня, центральный банк проводит более жесткую денежно-кредитную политику и устанавливает более короткий временной горизонт. Центральные банки стран, где влияние процентных ставок на инфляцию происходит быстрее, также могут выбирать более короткий временной горизонт (Бразилия).

Центральные банки предпочитают среднесрочные целевые ориентиры, потому что такой временной горизонт позволяет более эффективно управлять инфляционными ожиданиями экономических агентов. Кроме того, при возникновении экономических шоков, центральный банк может допускать краткосрочные отклонения от целевого уровня инфляции, без серьезного ущерба своей репутации.

В Казахстане на практике временной горизонт целевого ориентира составляет один год. По мере внедрения режима инфляционного таргетирования, Национальный Банк заменит годовой целевой ориентир на среднесрочный. Данный вопрос будет решаться одновременно с развитием модельного инструментария для оценки воздействия сигналов денежно-кредитной политики на макроэкономические процессы.

3.3. Система моделирования и прогнозирования

Центральный банк принимает решения по денежно-кредитной политике в условиях относительной неопределенности их будущего влияния на достижение целевого уровня инфляции. Успешность применения режима инфляционного таргетирования во многом зависит от возможности центрального банка моделировать экономику и прогнозировать инфляцию.

Центральные банки используют различные виды моделей – структурные, макроэкономические и динамические стохастические модели общего

равновесия (DSGE). Кроме того, модели могут делиться на теоретические и эмпирические, а также кратко- и долгосрочные.

DSGE используется в качестве основной модели в Австралии, Чехии, Южной Корее, Великобритании, Мексике. Квартально-прогностическая модель (QPM) используется в качестве основной модели в Турции, Сербии, Чили.

В Национальном Банке используются различные структурные и макроэкономические модели, а также ряд спутниковых моделей для анализа влияния мер денежно-кредитной политики на макроэкономические показатели.

При переходе к режиму инфляционного таргетирования Национальный Банк будет внедрять систему анализа и прогнозирования для принятия решений по денежно-кредитной политике, состоящую из следующих компонентов:

- 1) кварталы-прогностическая модель (QPM);
- 2) текущий мониторинг и модели краткосрочного прогнозирования;
- 3) сигнальные модели;
- 4) спутниковые модели.

Центральное место в системе занимает кварталы-прогностическая модель, которая генерирует среднесрочные прогнозы основных макроэкономических показателей для целей принятия решений по денежно-кредитной политике.

В дальнейшем, наряду с моделью QPM, будут разрабатываться модели класса DSGE. В настоящее время, разработка DSGE модели сильно затрудняется ограниченностью необходимых статистических данных.

Вспомогательными компонентами в системе являются модели краткосрочных индикаторов и сопутствующие сигнальные и спутниковые модели, а также оперативная система прогнозирования ликвидности.

Ключевым преимуществом использования основной QPM модели в процессе прогнозирования является возможность изучения последствий реализации денежно-кредитной политики. Процесс прогнозирования будет осуществляться следующим образом. На основе базовых допущений будет строиться краткосрочный прогноз по инфляции и ВВП на 1-2 квартала. Результаты краткосрочного прогнозирования будут использованы в QPM для составления среднесрочного прогноза на 3-6 кварталов. Полученные результаты будут дополнительно оценены на устойчивость с помощью сопутствующих спутниковых моделей. В том случае, если результаты среднесрочного прогноза не подтверждаются спутниковыми моделями, будут пересматриваться базовые допущения в краткосрочном прогнозе и возможно некоторые элементы модели QPM.

Итоговым результатом данного процесса будут являться прогнозы инфляции и других макроэкономических показателей, на основе которых будут составляться рекомендации по дальнейшей денежно-кредитной политике.

3.4. Система инструментов денежно-кредитной политики

Операционной целью для центральных банков, применяющих режим инфляционного таргетирования, является рыночная процентная ставка – таргетируемая ставка. Центральный банк использует инструменты денежно-кредитной политики рыночного характера для поддержания данной процентной ставки на целевом уровне.

Операции денежно-кредитной политики можно условно разделить на следующие группы:

- основные операции (операции открытого рынка) по предоставлению и изъятию ликвидности. Проводятся по инициативе центрального банка на аукционной основе со стандартными сроками;
- долгосрочные операции. Являются аналогом основных операций с более длинными сроками;
- операции тонкой настройки. Используются для нейтрализации неожиданных шоков ликвидности, на общей или двусторонней основе, с нестандартными сроками;
- структурные операции. Покупка/продажа или выпуск ценных бумаг на аукционной или двусторонней основе;
- операции постоянного доступа (постоянного механизма). Используются для корректировки объемов ликвидности, которая сложилась по результатам операций открытого рынка. Данные операции проводятся по инициативе банков по штрафным процентным ставкам;
- минимальные резервные требования. Используются как инструмент стерилизации структурной избыточной ликвидности.

В международной практике наиболее распространенным инструментом денежно-кредитной политики являются операции на открытом рынке в виде аукционов РЕПО. Операции открытого рынка применяются центральными банками для поддержания объемов внутренних ликвидных средств на уровне, соответствующем базовой процентной ставке. Такие операции, как правило, являются достаточно краткосрочными. При этом, залоговым обеспечением могут служить долговые ценные бумаги центрального банка (Чили, Польша, Швеция) и государственные долговые ценные бумаги (Бразилия, Израиль, Южная Африка, Канада, Новая Зеландия). В Великобритании основным инструментом денежно-кредитной политики являются операционные постоянные механизмы под залог государственных ценных бумаг и ценных бумаг центрального банка. В Австралии операции открытого рынка проводятся под обеспечение высокорейтинговых ценных бумаг, деноминированных в австралийских долларах.

Основным операционным целевым показателем денежно-кредитной политики выступает, как правило, краткосрочная (в большинстве случаев однодневная) процентная ставка. Однако, Чехия использует двухнедельную ставку РЕПО, а Великобритания – недельную.

В режиме инфляционного таргетирования операционной целью Национального Банка будет являться таргетируемая рыночная процентная ставка. Достижение данной операционной цели будет осуществляться посредством операций открытого рынка, постоянного доступа, а также через механизм минимальных резервных требований.

Национальный Банк в рамках мер по усилению процентного канала для перехода к режиму инфляционного таргетирования планирует введение новой «базовой» процентной ставки. Процентные ставки по остальным инструментам денежно-кредитной политики будут привязаны к базовой ставке. При этом, процентные ставки по операциям постоянного доступа будут формировать верхний и нижний пределы колебаний ставок денежного рынка.

В случае ужесточения или ослабления денежно-кредитной политики Национального Банка, базовая ставка соответственно может быть повышена или понижена, что повлечет изменение остальных процентных ставок. Верхний и нижний пределы процентных ставок по операциям постоянного доступа также подлежат пересмотру в зависимости от волатильности ставок денежного рынка.

Национальный Банк в режиме инфляционного таргетирования может использовать, но не ограничиваться следующим перечнем инструментов денежно-кредитной политики (таблица 1).

Таблица 1

Назначение	Тип инструмента	Инструмент	Залоговое обеспечение
Предоставление ликвидности	Операции постоянного доступа (фиксированные ставки)	Валютный своп*	Иностранная валюта
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	Качественный кредитный портфель
		Обратное РЕПО	ГЦБ Ценные бумаги в тенге
	Операции открытого рынка (аукцион)	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	Качественный кредитный портфель
		Обратное РЕПО	ГЦБ Ценные бумаги в тенге
Изъятие ликвидности	Операции открытого рынка (аукцион)	Прямое РЕПО	ГЦБ
		Депозитные аукционы	
		Ноты НБРК	
	Операции постоянного доступа (фиксированные ставки)	Депозиты	

* примечание: по мере необходимости

Национальный Банк может проводить операции «тонкой настройки» в целях предотвращения резких и существенных колебаний ставок денежного

рынка внутри процентного коридора. По результатам оценки состояния ликвидности банковского сектора Национальный Банк в случае необходимости может принять решение о проведении операции «тонкой настройки».

Механизм минимальных резервных требований применяется центральными банками для воздействия со стороны спроса на ликвидность в банковской системе. Изменяя норму резервирования, центральный банк оказывает влияние на объем резервируемых активов и, тем самым, регулирует активность банков по кредитованию. Таким образом, резервные требования являются дополнительным инструментом регулирования ликвидности в банковском секторе и уровня процентных ставок на денежном рынке в рамках проводимой денежно-кредитной политики.

В центральных банках, применяющих режим инфляционного таргетирования, как правило, прямые инструменты, в том числе механизм минимальных резервных требований, используются достаточно редко. В отдельных странах данный инструмент не используется (Великобритания, Австралия, Новая Зеландия, Швеция, Канада). В других странах механизм минимальных резервных требований не используется активно, нормативы обязательных резервов корректируются нечасто. В Чехии нормативы менялись в момент внедрения инфляционного таргетирования и с 1999 года они остаются неизменными. Наиболее активным данный инструмент остается в развивающихся странах, которые характеризуются высоким уровнем волатильности на денежном и валютном рынках.

В 2015 году Национальным Банком внедрена детальная структура резервных обязательств путем введения разделения обязательств по видам валют (национальной и иностранной валюте) с сохранением принципа резидентства и срочности. Для улучшения возможности банков по управлению ликвидностью изменен порядок расчета минимальных резервных требований с сохранением принципа усреднения.

В среднесрочной перспективе Национальный Банк продолжит проведение процентной политики, направленной на повышение привлекательности тенговых инструментов, в том числе посредством расширения перечня инструментов денежно-кредитной политики и залогового обеспечения по ним.

3.5. Система принятия решений

В режиме инфляционного таргетирования основной целью центрального банка является среднесрочная инфляция. Для достижения данной цели необходимо устанавливать промежуточные (прогноз инфляции) и операционные (таргетируемую рыночную ставку) цели. Эффективная система принятия решений способствует достижению указанных целевых показателей.

Установление целевого параметра по инфляции

В международной практике целевой параметр устанавливается либо центральным банком, либо правительством, либо совместно правительством и центральным банком.

Наиболее распространенной практикой является совместное установление целевого показателя центральным банком и правительством. Преимущество данного подхода заключается в согласовании мер денежно-кредитной политики с налогово-бюджетной политикой, что важно для достижения цели.

В ряде стран цель по инфляции устанавливается центральным банком (Чехия, Польша, Перу, Мексика, Венгрия, Колумбия). Преимуществом данного подхода является полная ответственность центрального банка за установление и достижение цели, что характеризует высокую степень независимости центрального банка от других государственных органов. Недостатком может быть то, что иногда меры правительства могут не согласовываться с мерами денежно-кредитной политики.

Вопрос установления целевого параметра инфляции важен в контексте подотчетности и степени ответственности центрального банка за достижение цели. Следует отметить, что в странах, практикующих установление целевого параметра правительством (Великобритания, Норвегия), центральный банк подотчетен правительству или парламенту.

В рамках режима инфляционного таргетирования в Казахстане цели по инфляции будут устанавливаться Правлением Национального Банка.

Ответственность за достижение целевого параметра

В отдельных странах за достижение целевого параметра инфляции персональную ответственность несёт первый руководитель центрального банка. При этом предусмотрена ответственность первого руководителя центрального банка по представлению отчета о принятых мерах денежно-кредитной политики, в виде открытого письма министру финансов или парламенту страны.

В случае недостижения целевого уровня по инфляции центральный банк публикует специальный выпуск и/или первый руководитель выступает с докладом перед парламентом о причинах недостижения целевого показателя. В данном документе центральный банк также доводит до сведения общественности о мерах и сроках достижения целевого ориентира для сохранения доверия к проводимой денежно-кредитной политике.

В Казахстане за достижение целевого параметра инфляции персональную ответственность будет нести председатель Национального Банка. В случае недостижения целевых ориентиров по инфляции председатель Национального Банка представляет публичный доклад о причинах отклонений, а также сроках возвращения показателей в целевые рамки.

Подотчетность Национального Банка

Международный опыт деятельности центральных банков свидетельствует о том, что наилучшим образом центральный банк осуществляет свои функции при условии обеспечения независимости в разработке и реализации денежно-кредитной политики.

Существует прямая связь между независимостью центрального банка и доверием к его действиям. Последнее особенно необходимо центральному банку в периоды проявления негативных кризисных явлений. Независимый центральный банк проводит денежно-кредитную политику, заслуживающую большего доверия, стимулируя тем самым чуткую реакцию рынка на его сигналы. По мнению международных организаций (Всемирный банк, Банк международных расчетов, Международный валютный фонд), существует достаточно прочная связь между ростом независимости центрального банка и повышением прозрачности в процессе принятия решений по денежно-кредитной политике.

При внедрении режима инфляционного таргетирования в Казахстане вопрос повышения независимости Национального Банка приобретает особое значение. Степень независимости центрального банка должна соответствовать уровню экономического развития государства и оптимальным образом обеспечивать достижение макроэкономической стабильности.

Органы принятия решений по денежно-кредитной политике

Стратегические решения по денежно-кредитной политике, как правило, принимаются правлениями центральных банков, а решения по процентным ставкам принимаются комитетами по денежно-кредитной политике. Наличие отдельного комитета по денежно-кредитной политике означает делегирование принятия решений в области денежно-кредитной политики экспертам в этой области. В некоторых странах к членам комитета по денежно-кредитной политике на законодательном уровне предъявляются конкретные требования касательно опыта или знаний в области денежно-кредитной политики (Великобритания). В других странах (Армения, Филиппины) комитет по денежно-кредитной политике или консультативный комитет технических экспертов дает рекомендации правлению, которое несет официальную ответственность за принятие решений в области денежно-кредитной политики.

В настоящее время высшим органом, принимающим решения в области денежно-кредитной политики в Казахстане, является Правление Национального Банка. Правление одобряет государственную денежно-кредитную политику, устанавливает официальную ставку рефинансирования, устанавливает нормативы минимальных резервных требований, а также рассматривает вопрос о предоставлении займа банкам в качестве заимодателя последней инстанции и другие.

В рамках перехода на режим инфляционного таргетирования предлагается построить систему принятия решений следующим образом.

Правление Национального Банка устанавливает цель по инфляции.

Будет создан Комитет по денежно-кредитной политике, который определяет базовую процентную ставку, ставки по основным операциям денежно-кредитной политики, одобряет государственную денежно-кредитную политику для выполнения установленной Правлением цели, принимает решения по иным вопросам по инициативе Председателя Национального Банка. В состав Комитета по денежно-кредитной политике будут входить Председатель Национального Банка и его заместители. Решения Комитета по денежно-кредитной политике будут приниматься простым большинством голосов членов Комитета. Заседания Комитета по денежно-кредитной политике должны будут проводиться не реже 12 раз в год.

Будет создан Комитет по денежному рынку для принятия оперативных решений в рамках стратегии, уставленной Комитетом по денежно-кредитной политике. В компетенцию данного Комитета будут входить следующие вопросы:

- 1) оценка состояния ликвидности банковского сектора;
- 2) анализ сложившейся ситуации на внутреннем и внешнем финансовых рынках;
- 3) определение объемов операций на денежном и валютном рынках;
- 4) определение и утверждение перечня инструментов денежно-кредитной политики, а также перечень залоговых активов по указанным инструментам.

В состав Комитета по денежному рынку войдут заместитель Председателя Национального Банка, осуществляющий руководство и координацию деятельности по вопросам проведения монетарных операций, а также руководители структурных подразделений ответственные за разработку и проведение денежно-кредитной политики. Решение Комитета по денежному рынку принимается простым большинством голосов членов Комитета. Заседания Комитета по денежному рынку проводятся не реже одного раза в неделю.

3.6. Коммуникация и публикации

Коммуникационная стратегия центрального банка является важной составляющей режима инфляционного таргетирования и ориентирована на достижение следующих целей:

- управление инфляционными ожиданиями;
- поддержание доверия к национальной валюте и стабильности финансовой системы;
- обеспечение прозрачности и целостности проведения денежно-кредитной политики;
- достижение предсказуемости действий со стороны центрального банка;

- построение позитивного имиджа и защита репутации центрального банка.

При режиме инфляционного таргетирования применяются следующие инструменты коммуникации: пресс-релизы, пресс-конференции, интервью членов правления, протоколы заседаний, отчеты по инфляции, семинары для аналитиков финансовых рынков, статьи работников центрального банка, доклады о текущей ситуации, протоколы для внутреннего пользования, а также специальные публикации и исследовательские работы. Каждый из инструментов коммуникации характеризуется особенностями его содержания, предназначением определенной аудитории и временем использования.

Одним из наиболее популярных инструментов коммуникации центральных банков о решении в области денежно-кредитной политики является публикация пресс-релизов. Центральные банки многих стран, включая Бразилию, Канаду, Чехию, Израиль, Новую Зеландию, Великобританию и других стран, незамедлительно публикуют пресс-релизы после принятия решений по денежно-кредитной политике.

Другим обязательным документом, подлежащим регулярной публикации, является отчет об инфляции (обзор инфляции или отчет о денежно-кредитной политике). В странах, перешедших на инфляционное таргетирование, периодичность представления отчетов об инфляции составляет минимум три раза в год, за исключением Израиля, ЮАР и Южной Кореи, в которых такой отчет публикуется два раза в год. Центральные банки Новой Зеландии, Румынии и Великобритании проводят пресс-конференции одновременно с публикацией отчета об инфляции, Бразилии и Канады – после обнародования отчета об инфляции. В Казахстане публикация обзора инфляции осуществляется Национальным Банком четыре раза в год.

Публикация протоколов заседания Комитета по денежно-кредитной политике осуществляется центральными банками Чехии и Бразилии в течение восьми дней после заседания, Армении – в течение десяти дней после заседания, Австралии, Чили, Колумбии, Израиля, Польши, Швеции, Таиланда и Великобритании – в течение двух недель после заседания, Южной Кореи – через шесть недель после заседания. Центральный банк Гватемалы не публикует протоколы, взамен представляется краткое обоснование каждого решения о процентных ставках через месяц после заседания. Центральный банк Филиппин публикует информацию о проведенном заседании с обобщением рассмотренных вопросов и решений Совета по денежно-кредитной политике через четыре недели после проведения заседания. Центральный банк Турции публикует краткую информацию о проведенном заседании Комитета по денежно-кредитной политике в течение пяти рабочих дней после заседания.

Полное раскрытие информации об индивидуальных итогах голосования практикуется центральными банками Чили, Чехии, Венгрии, Польши, Швеции и Великобритании. Центральные банки Бразилии, Исландии и Таиланда публикуют информацию о соотношении голосов, а Колумбия – информацию о

том, принято ли решение единогласно или большинством голосов. В Израиле публикуется соотношение голосов, а публикация поименного голосования – необязательна. В Норвегии публикуется решение, принятое консенсусом.

В настоящий момент Национальный Банк на регулярной основе использует различные инструменты коммуникации по вопросам денежно-кредитной политики.

При переходе к инфляционному таргетированию, основными целями коммуникационной стратегии Национального Банка будут являться:

- смещение приоритетов экономических агентов с обменного курса на инфляцию;
- закрепление инфляционных ожиданий экономических агентов на низком уровне.

Основные направления денежно-кредитной политики Казахстана

Данный документ содержит обзор мировых экономических тенденций, анализ итогов макроэкономического развития страны, а также результатов денежно-кредитной политики за истекший год. В документе излагается прогноз сценариев социально-экономического развития Казахстана и основанная на всей совокупности приведенных данных денежно-кредитная политика Национального Банка, планируемая к реализации на предстоящий год.

Основные направления денежно-кредитной политики не представляют строгого руководства к действию, поскольку в условиях необходимости быстрого реагирования на непредвиденные внешние шоки, чрезвычайные колебания экономической внешней или внутренней конъюнктуры Национальный Банк вправе предпринимать адекватные ответные меры. Публикация данного документа нацелена на прояснение характера будущих действий центрального банка, и факторов, оказывающих влияние на денежно-кредитную политику.

Данный документ обычно готовится с расчетом на предстоящий год, вместе с тем, в условиях стабильного развития экономики и высокой степени предсказуемости основных факторов, определяющих тенденции развития финансового рынка, Национальный Банк может осуществлять прогнозирование с более широким горизонтом, например, на три года или пять лет вперед.

Обзор инфляции

В соответствии с мировой практикой центральных банков, придерживающихся режима инфляционного таргетирования, в целях повышения прозрачности денежно-кредитной политики и повышения информированности общественности в этой области Национальным Банком Казахстана публикуется ежеквартальное аналитическое издание, посвященное вопросам проводимой денежно-кредитной политики – «Обзор инфляции».

В «Обзоре инфляции» проводится всесторонний анализ инфляционных процессов в стране, включающий потребительский сектор, а также

ценообразование в промышленности, сельском хозяйстве и на предприятиях; ключевых факторов инфляции, то есть совокупного спроса, производства и рынка труда; монетарных факторов, в том числе, помимо денежных агрегатов, и финансового рынка страны. Издание также содержит раздел, в котором рассматриваются операции денежно-кредитной политики, и использованный инструментарий Национального Банка. В целом, в «Обзоре инфляции» проводится комплексный анализ текущей денежно-кредитной политики.

Поскольку инфляционные ожидания являются важным индикатором для целей краткосрочного прогнозирования инфляции, «Обзор инфляции» будет дополнен соответствующим разделом. Календарь публикаций «Обзора инфляции» будет заранее объявлен и размещен на интернет-ресурсе Национального Банка.

Пресс-релизы Национального Банка

В настоящее время пресс-релизы содержат показатели финансово-экономического развития Казахстана за определенный период, сообщения о введении изменений касательно инструментов реализации денежно-кредитной политики, например, смены нормативов минимальных резервных требований или уровня ставки рефинансирования, информацию о результатах аукционов, проводимых Национальным Банком и другие.

По мере внедрения инфляционного таргетирования, Национальный Банк будет публиковать пресс-релизы по итогам совещаний Комитета по денежно-кредитной политике.

Помимо вышеперечисленных регулярных каналов коммуникации, Национальный Банк продолжит постоянную работу по освещению своей деятельности в средствах массовой информации.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Национальным Банком была проведена аналитическая работа по выбору адекватного режима денежно-кредитной политики с учетом особенностей финансового сектора и уровня развития экономики Казахстана. Наиболее приемлемым режимом является инфляционное таргетирование, особенностями и преимуществами которого являются четкая идентификация конечной цели и приоритетов денежно-кредитной политики наряду со «свободой действий» центрального банка при принятии решений.

Внедрение инфляционного таргетирования в Казахстане будет осуществляться поэтапно.

На подготовительном этапе будут проводиться работы по расширению системы инструментов денежно-кредитной политики и залогового обеспечения по операциям Национального Банка, построению системы анализа и прогнозирования на краткосрочный и среднесрочный периоды. Кроме того, будет построена система принятия решений, предполагающая полную независимость Национального Банка. В рамках коммуникаций, стратегия будет направлена на повышение доверия к проводимой Национальным Банком денежно-кредитной политике, а также смещению приоритета экономических агентов с обменного курса на инфляцию.

На этапе внедрения инфляционного таргетирования Национальный Банк будет тестировать процентный канал для определения операционной цели. Коммуникационная стратегия будет направлена на формирование и управление инфляционными ожиданиями экономических агентов.

Таким образом, денежно-кредитная политика до 2020 года будет направлена на реализацию комплекса мер для перехода к режиму инфляционного таргетирования. Данный режим денежно-кредитной политики будет способствовать устойчивому экономическому росту и содействовать достижению стратегических целей страны по вступлению в тридцатку наиболее развитых стран мира.

ГЛОССАРИЙ

Индекс потребительских цен – изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. Потребительская корзина для расчета инфляции отражает структуру расходов домашних хозяйств и включает в себя 508 товаров и услуг, занимающих наибольший удельный вес в потреблении населения. ИПЦ рассчитывается как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. Индекс рассчитывается Комитетом по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан.

Базовая инфляция – инфляция, исключая кратковременные неравномерные изменения цен под влиянием отдельных факторов административного, событийного и сезонного характера (плодоовощная продукция, топливо, услуги жилищно-коммунального хозяйства, энергоносители и др.).

С 2004 года осуществляется расчет базовой инфляции по 5 различным методикам:

- базовая инфляция-1: инфляция без учета роста цен на овощи, фрукты, бензин и уголь;
- базовая инфляция-2: инфляция без учета роста цен на овощи, фрукты, регулируемые услуги и энергоресурсы;
- базовая инфляция-3: без учета 5 максимальных и 5 минимальных приростов цен;
- базовая инфляция-4: trimmed mean – при расчете ИПЦ исключаются те компоненты, кумулятивный вес которых менее 8% и более 92%, то есть не учитываются те товары и услуги, цены на которые изменились (выросли или снизились) больше всего;
- базовая инфляция-5: median CPI – при расчете ИПЦ отсекаются все изменения цен за исключением того, которое находится в середине ранжированного по изменению цен ряда, то есть статистическая медиана. Median CPI будет равен изменению цены первого компонента, кумулятивный вес которого равен или превышает 50%.

Денежная база (резервные деньги) – наличные деньги, выпущенные в обращение Национальным Банком, за исключением наличных денег, находящихся в кассах Национального Банка (наличные деньги вне Национального Банка), переводимые и другие депозиты банков, переводимые депозиты небанковских финансовых и текущие счета государственных и негосударственных нефинансовых организаций в тенге в Национальном Банке.

Узкая денежная база – денежная база без учета других депозитов банков в Национальном Банке.

Денежный агрегат M0 – наличные деньги в обращении, т.е. деньги вне банковской системы.

Денежный агрегат M1 – сумма наличных денег в обращении и переводимых депозитов небанковских юридических лиц и населения в тенге.

Денежный агрегат M2 – сумма денежного агрегата M1 и других депозитов в тенге и переводимых депозитов небанковских юридических лиц-резидентов и населения в инвалюте.

Денежная масса (M3) – сумма наличных денег в обращении и переводимых и других депозитов небанковских юридических лиц-резидентов и населения в национальной и иностранной валюте.

Базовая ставка – процентная ставка Национального Банка для обозначения позиции денежно-кредитной политики в целях регулирования ликвидности банковской системы, влияния на денежный рынок и таргетируемую ставку.

Таргетируемая ставка – процентная ставка денежного рынка, выбранная Национальным Банком в качестве операционной цели при проведении операций денежно-кредитной политики.

Ликвидность банковского сектора – остатки на корреспондентских счетах банков второго уровня в национальной валюте в Национальном Банке для целей осуществления платежных операций и выполнения минимальных резервных требований.

Операции «валютный своп» – парные конверсионные операции обмена иностранной валюты на национальную валюту с обязательством обратной сделки через определенный срок на определенных заранее условиях.

Операции на открытом рынке – регулярные операции Национального Банка в форме аукционов для предоставления или изъятия ликвидности на денежном рынке с целью формирования уровня процентных ставок вблизи базовой ставки.

Операции постоянного действия – операции по предоставлению или изъятию ликвидности на денежном рынке на верхней или нижней границе процентного коридора по инициативе банков.

Операции РЕПО – парные операции продажи (покупки) ценной бумаги с обязательством обратной покупки (продажи) через определенный срок на заранее определенных условиях.

Операции «тонкой» настройки – специальные нерегулярные операции, проводимые в целях сглаживания чрезмерной волатильности рыночных процентных ставок.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

НБРК – Национальный Банк Республики Казахстан

ВВП – Валовый внутренний продукт

ФРС – Федеральная Резервная Система США

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ИПЦ – Индекс потребительских цен

QPM – Квартально-прогностическая модель

DSGE – Динамическая стохастическая модель общего равновесия

ГЦБ – Государственные ценные бумаги

ЦБ – Ценные бумаги

Основные макроэкономические и финансовые показатели (1995-2014 гг.)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Макроэкономика																				
ВВП, млрд. тенге	1,014	1,416	1,672	1,733	2,016	2,600	3,251	3,776	4,612	5,870	7,591	10,214	12,850	16,053	17,008	21,816	27,572	30,347	35,275	38,033
Реальный рост ВВП, %	-8,2	0,5	1,7	-1,8	2,7	9,8	13,6	9,7	9,3	9,6	9,7	10,7	8,9	3,3	1,2	7,3	7,5	5,0	6,0	4,3
ВВП на душу населения, долл. США	1,052	1,351	1,446	1,469	1,130	1,229	1,491	1,659	2,068	2,874	3,771	5,292	6,772	8,514	7,165	9,071	11,358	12,121	13,612	12,186
Инфляция, %																				
в годовом выражении	60.3	28.7	11.2	1.9	17.8	9.8	6.4	6.6	6.8	6.7	7.5	8.4	18.7	9.5	6.2	7.8	7.4	6.0	4.8	7.4
в среднем за год	176.3	39.3	17.5	7.1	8.3	13.2	8.4	5.9	6.4	6.9	7.6	8.6	10.8	17.0	7.3	7.1	8.3	5.1	5.8	6.7
Показатели денежно-кредитной политики (на конец периода)																				
Официальная ставка рефинансирования, %	52.5	35.0	18.5	25.0	18.0	14.0	9.0	7.5	7.0	7.0	8.0	9.0	11.0	10.5	7.0	7.0	7.5	5.5	5.5	5.5
Ставка по операциям "овернайт", %			15.0	27.0	27.0	21.0	12.0	9.0	8.0	8.5	*									
Ставка по операциям РЕПО/обратное РЕПО, %				23.0	23.0	12.5				4,25 ± 2	*									
Ставка по переучету векселей, %							8.0		**	**	**	*								
Валовые международные резервы, млн. долл. США	1,653	1,961	2,291	1,964	2,003	2,096	2,508	3,141	4,962	9,277	7,069	19,127	17,629	19,872	23,091	28,275	29,328	28,269	24,715	28,919
Активы Национального фонда, млн. долл. США	0	0	0	0	0	0	1,240	1,919	3,663	5,131	8,074	14,092	21,006	27,486	24,368	30,980	43,625	57,927	70,792	73,562
Денежная база, млрд. тенге	64	82	115	81	127	134	175	208	317	578	663	1,501	1,464	1,525	2,451	2,572	2,837	2,890	2,826	3,414
изменение за период, %	100.4	28.1	40.9	-29.4	55.7	6.0	30.2	19.0	52.3	82.3	14.7	126.4	-2.5	4.2	60.7	5.0	10.3	1.9	-2.2	20.8
Денежная масса (М3), млрд. тенге	116	135	173	149	274	397	576	765	972	1,650	2,065	3,678	4,630	6,267	7,487	8,483	9,752	10,523	11,598	12,816
изменение за период, %	109.0	16.6	28.2	-14.1	84.4	45.0	45.1	32.8	27.0	69.8	25.2	78.1	25.9	35.4	19.5	13.3	15.0	7.9	10.2	10.5
Уровень монетизации (М3 / годовой ВВП), %	11.4	9.5	10.3	8.6	13.6	15.3	17.7	20.3	21.1	28.1	27.2	36.0	36.0	39.0	44.0	38.9	35.4	34.7	32.9	33.7
Платежный баланс																				
Текущий счет платежного баланса, млрд. долл. США	-0.2	-0.8	-0.8	-1.2	-0.2	0.4	-1.4	-1.0	-0.3	0.3	-1.0	-2.0	-8.4	6.3	-4.1	1.4	10.2	1.1	0.9	4.6
% к ВВП	-1.3	-3.6	-3.6	-5.6	-1.4	2.0	-6.3	-4.2	-0.9	0.8	-1.8	-2.5	-8.0	4.7	-3.6	0.9	5.4	0.5	0.4	2.2
Сальдо торгового баланса, млрд. долл. США	0.1	-0.3	-0.3	-0.8	0.3	2.2	1.0	2.0	3.7	6.8	10.4	14.7	15.2	33.6	15.0	28.5	44.8	38.1	34.8	35.6
Экспорт, млрд. долл. США	5.4	6.3	6.9	5.9	6.0	9.3	8.9	10.0	13.2	20.6	28.3	38.8	48.3	72.0	43.9	61.4	85.2	86.9	85.6	79.1
Импорт, млрд. долл. США	5.3	6.6	7.2	6.7	5.6	7.1	7.9	8.0	9.6	13.8	17.9	24.1	33.1	38.4	28.9	32.9	40.3	48.8	50.8	43.4
Валовый внешний долг, млрд. долл. США	4.8	5.8	7.7	9.9	12.1	12.7	15.2	18.3	22.9	32.7	43.4	74.0	96.9	107.9	112.9	118.2	125.3	136.9	149.9	157.1
Прямой и гарантированный государственный долг	2.1	2.6	2.3	4.0	4.1	3.9	3.8	3.5	3.6	3.1	2.2	3.1	2	2.2	3.7	5	5.5	5.9	6.2	8.6
Банки								1.4	3.5	7.7	15.3	33.3	45.9	39.2	30.2	19.9	14.6	13.5	11.2	10.1
Валютный рынок																				
Официальный курс тенге к доллару США (на конец периода)	63.95	73.30	75.55	83.80	138.20	144.50	150.20	155.60	144.22	130.00	133.98	127.00	120.55	120.77	148.36	147.40	148.04	150.29	153.61	182.35
Рынок ценных бумаг																				
Эмиссия ГЦБ МФ, млрд. тенге	11	31	55	108	101	61	26	52	105	126	123	155	163	472	698	660	674	1,067	983	827
ГЦБ МФ в обращении, млрд. тенге (на конец периода)		12	23	64	57	61	71	108	163	230	303	368	511	816	1,288	1,669	2,080	2,905	3,619	4,611
Эмиссия краткосрочных нот НБ РК, млрд. тенге	14	37	78	61	66	133	116	208	613	562	1,960	3,827	4,257	2,946	1,447	3,299	2,968	857	79	81
Ноты НБК в обращении, млрд. тенге (на конец периода)		9	7	12	6	48	18	64	199	396	161	533	229	312	473	900	510	186	4	27
Эффективная доходность нот, % (на конец периода)	37.6	25.8	11.6	25.7	14.4	7.0	5.6	5.5	5.1	2.9	2.4	5.0	5.6	6.0	2.6	1.5	1.0	1.8	2.2	3.3
Кредиты экономике (на конец периода)																				
Общий объем, млрд. тенге	62	61	72	93	149	276	490	672	978	1,484	2,592	4,691	7,258	7,460	7,644	7,592	8,811	9,958	11,292	12,106
доля кредитов юридическим лицам, %	97.9	96.4	94.2	93.9	94.5	94.7	93.7	91.3	87.5	79.5	74.2	67.3	64.5	68.7	70.9	72.1	73.4	71.3	67.9	66.8
доля кредитов физическим лицам, %	2.1	3.6	5.8	6.1	5.5	5.3	6.3	8.7	12.5	20.5	25.8	32.7	35.5	31.3	29.1	27.9	26.6	28.7	32.1	33.2
Рост общего объема кредитов, %		-1.8	17.6	30.3	59.3	85.6	77.3	37.3	45.5	51.7	74.7	81.0	54.7	2.8	2.5	-0.7	16.1	13.0	13.4	7.2
Средневзвешенная ставка вознаграждения по кредитам в тенге, %																				
юридическим лицам			29.4	20.4	22.3	19.1	17.4	15.6	15.5	14.4	13.7	13.0	13.5	16.1	15.2	13.6	11.7	11.0	10.5	10.9
физическим лицам			27.5	23.7	26.0	27.2	25.5	24.3	21.8	20.9	19.7	19.6	17.5	19.4	19.4	19.9	20.3	20.9	20.3	19.2
Депозиты банковской системы (на конец периода)																				
Депозиты резидентов, млрд. тенге			80	80	170	291	445	603	732	1,270	1,654	3,077	3,890	5,409	6,574	7,334	8,387	8,995	10,086	11,694
доля депозитов юридических лиц, %			65.6	61.9	68.9	69.6	58.4	58.4	54.2	65.3	64.5	66.9	63.2	72.8	71.2	70.1	67.5	62.5	61.3	62.4
доля депозитов физических лиц, %			34.4	38.1	31.1	30.4	41.6	41.6	45.8	34.7	35.5	33.1	36.8	27.2	28.8	29.9	32.5	37.5	38.7	37.6
Средневзвешенная ставка вознаграждения по срочным тенговым депозитам, %																				
юридических лиц			11.6	8.9	8.8	6.5	5.7	5.2	4.2	3.0	3.1	4.0	5.1	5.3	5.0	3.0	2.9	2.4	4.1	5.6
физических лиц			19.9	12.0	16.0	15.9	14.3	11.3	10.6	9.4	9.5	9.6	10.4	11.4	7.8	9.7	8.4	8.2	6.9	8.3

* приостановлены

** по официальной ставке рефинансирования

Нормативы минимальных резервных требований и ставки по депозитам НБРК

Период действия	Нормативы минимальных резервных требований, в процентах							
	единый норматив							
01.03.1995-30.06.1996	20							
01.07.1996-31.12.1996	15							
01.01.1997-30.04.2000	10							
01.05.2000-30.06.2002	8							
01.07.2002-06.08.2006	6							
	по внутренним обязательствам				по иным обязательствам			
07.08.2006-17.08.2008	6				8			
18.08.2008-07.12.2008	5				7			
08.12.2008-15.03.2009	2				3			
16.03.2009-19.06.2011	1,5				2,5			
20.06.2011-02.12.2012	2,5				4,5			
	по внутренним обязательствам				по внешним обязательствам			
	краткосрочные		долгосрочные		краткосрочные		долгосрочные	
03.12.2012-11.05.2015	2,5		0		6		2,5	
	обязательства в национальной валюте				обязательства в иностранной валюте			
	краткосрочные		долгосрочные		краткосрочные		долгосрочные	
	внутренние	внешние	внутренние	внешние	внутренние	внешние	внутренние	внешние
12.05.2015-далее	2	4	0	2	2	6	0	2

период	Ставки по привлекаемым НБРК депозитам, на конец периода, в %			
	7 дней	14 дней	1 месяц	в иностранной валюте
2004	2.15%	2.27%	2.46%	1.60%
единый				
2005	3.50%			
2006	4.50%			
2007	5.50%			
2008	5.30%			
2009	0.50%			
	7 дней		1 месяц	
2010	0.50%		1.00%	
2011	0.50%		1.00%	
2012	0.50%		1.00%	
2013	0.50%		1.00%	
2014	3.05%		приостановлены	

