

Одобрены
постановлением Правления
Национального Банка
Республики Казахстан
от «29» ноября 2018 года № 308



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН НА 2019 ГОД

Алматы
ноябрь 2018 года

ВВЕДЕНИЕ

Основной целью денежно-кредитной политики Национального Банка является обеспечение стабильности цен в Республике Казахстан. Создание макроэкономической среды со стабильно-низкой инфляцией является одной из важных предпосылок устойчивого развития экономики. В рамках дезинфляционной стратегии с 2018 года обозначена траектория снижения к 2020 году целевых ориентиров по инфляции и дальнейшего закрепления фактической инфляции на уровне ниже 4%.

В долгосрочной перспективе экономический рост зависит от фундаментальных структурных параметров, находящихся вне сферы влияния центрального банка страны. Денежно-кредитная политика, по своей сути, имеет стабилизационную природу и направлена на сглаживание экономических циклов.

Достижению данной задачи способствует стабилизация и нормализация рыночных процентных ставок как следствие низкой инфляции, развитие процентного канала и постепенное снижение роли канала обменного курса в денежной трансмиссии. Поэтому Национальный Банк продолжит проведение денежно-кредитной политики в режиме инфляционного таргетирования и подтверждает неизменность целей и принципов своей политики. Основным инструментом политики остается базовая ставка. Денежно-кредитная политика будет осуществляться в условиях плавающего обменного курса тенге.

Основой для принятия решений по базовой ставке остается прогноз инфляции и других макроэкономических переменных. Прогнозирование показателей, осуществляемое на ежеквартальной основе, позволяет получать оперативные оценки по будущей динамике переменных и, соответственно, своевременно реагировать на долгосрочные изменения конъюнктуры. При этом базовая ставка отражает ожидания инфляции на 12-месячном горизонте, долгосрочные нейтральные (с точки зрения инфляции) темпы экономического роста, а также желаемый характер денежно-кредитной политики (стимулирующий, нейтральный или сдерживающий).

Национальный Банк продолжит меры по стабилизации и закреплению (якорению) инфляционных ожиданий субъектов экономики. Якорение инфляционных ожиданий, обеспечение их постепенного снижения позволит повысить устойчивость экономики к внутренним и внешним шокам, что, в свою очередь, положительно повлияет на эффективность достижения целей денежно-кредитной политики.

Другим важным условием стимулирования роста экономики остается стабилизация финансового сектора. В 2017-2018 годах была реализована Программа повышения финансовой устойчивости банковского сектора Республики Казахстан, что позволило очистить банковский сектор от неплатежеспособных банков, повысить качество активов, а также создать потенциал на будущее для роста кредитной активности. В 2019 году Национальный Банк вводит новую надзорную практику – риск-

ориентированный подход, реализуемый с учетом опыта стран Европейского Союза, США, а также ЕАЭС (Россия, Беларусь). Оздоровление банковского сектора и новые подходы к регулированию и надзору позволят значительно снизить риски для вкладчиков банков.

Национальный Банк будет обеспечивать дальнейшее повышение уровня прозрачности и предсказуемости своей политики, улучшая коммуникации, как своевременно осведомляя о дальнейших действиях, так и распространяя необходимую статистическую и аналитическую информацию. Повышение информационной открытости и транспарентности является ключевым условием роста доверия субъектов экономики к проводимой денежно-кредитной политике.

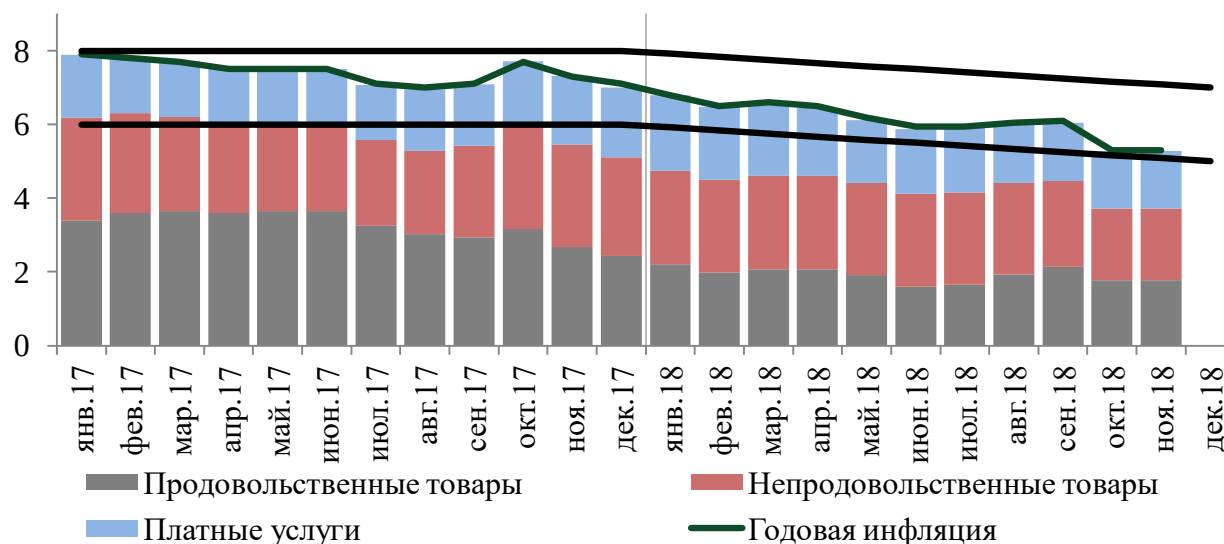
I. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН В 2018 ГОДУ

В 2018 году денежно-кредитная политика основывалась на принципах и подходах, ранее обозначенных Национальным Банком в предыдущих «Основных направлениях денежно-кредитной политики Республики Казахстан», и была направлена на достижение среднесрочной цели по инфляции. Режим инфляционного таргетирования обуславливал принятие решений, ведущих к достижению целевых показателей по инфляции. Целевой коридор на конец 2018 года был определен в границах 5-7%.

Годовая инфляция в 2018 году демонстрировала тенденцию на снижение, достигнув к ноябрю отметки в 5,3% (в декабре 2017 года – 7,1%), что близко к нижней границе целевого коридора (рисунок 1). До конца года ожидается сохранение инфляции внутри коридора.

Рисунок 1

Динамика инфляции и вклад ее компонентов, %



Постепенному снижению инфляционного давления способствовали поддержание денежно-кредитных условий на уровне, близком к нейтральному, а также ограниченный импорт инфляции, обусловленный низким инфляционным фоном в странах – торговых партнерах. Кроме того, наблюдалось достаточное предложение на рынках продовольствия и замедление темпов роста цен на регулируемые услуги. Сдерживающим фактором более быстрого снижения инфляции стало расширение совокупного спроса в результате восстановления роста реальных доходов населения и положительных темпов роста потребительского кредитования.

В 2018 году отмечается ослабление взаимосвязи между изменениями обменного курса тенге, не имеющими шоковый характер, и внутренних цен. Замедление инфляции происходило на фоне ослабления тенге, биржевой курс которого за 11 месяцев 2018 года снизился на 11,8% (за весь 2017 год – на 0,3%). По мнению Национального Банка, общество привыкает к

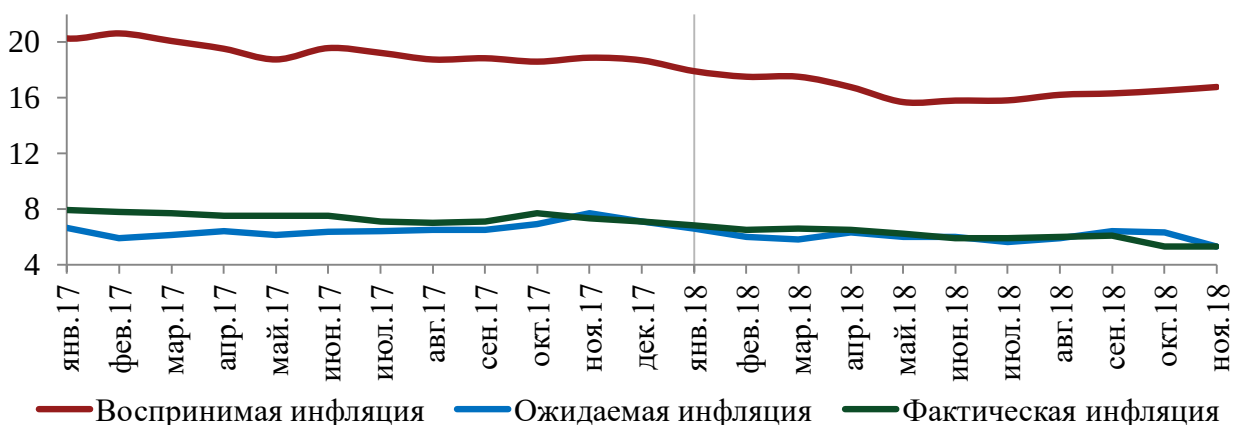
колебаниям курса в части того, что розничные цены на потребительские товары становятся менее эластичными к обменному курсу.

Восприятие инфляции и ожидания населения по инфляции продолжили долгосрочный тренд на снижение. Однако в краткосрочной перспективе инфляционные ожидания остаются неустойчивыми и подверженными негативному влиянию факторов, особенно со стороны предложения на отдельных товарных рынках и обменного курса. Учитывая, что выборка респондентов для опроса характеризует среднестатистического жителя страны, а не профессиональных экономистов и финансистов, оценки носят субъективный характер и зачастую являются завышенными. Так, в ноябре 2018 года воспринимаемая инфляция населения, рассчитанная на основе количественного вопроса (респондентам предлагалось самостоятельно назвать цифру инфляции за последние 12 месяцев), составила 16,8%, что более чем в 3 раза выше фактической инфляции. Тем не менее, динамика инфляционных ожиданий достаточно хорошо отражает степень инфляционных рисков. В этой связи, это один из ключевых индикаторов при принятии решения по уровню базовой ставки.

Количественная оценка ожидаемой через 12 месяцев инфляции снизилась с 7,1% в начале года до 5,3% в ноябре 2018 года (рисунок 2).

Рисунок 2

Оценка восприятия инфляции населением, %



На фоне более высоких, чем ожидалось ранее, темпов замедления инфляции Национальный Банк в течение первой половины 2018 года принимал решения по последовательному снижению базовой ставки – с 10,25% до 9,00% в июне.

Однако, начиная с августа, ситуация на внешних рынках характеризуется обострением международных торговых конфликтов между США и рядом стран, а также санкционных мер США, имеющих потенциал сдерживающего влияния на мировой экономический рост. Кроме того, продолжение политики повышения ставок ФРС и, как следствие, рост привлекательности активов в американской валюте обуславливают отток капитала из развивающихся стран и ослабление их национальных валют.

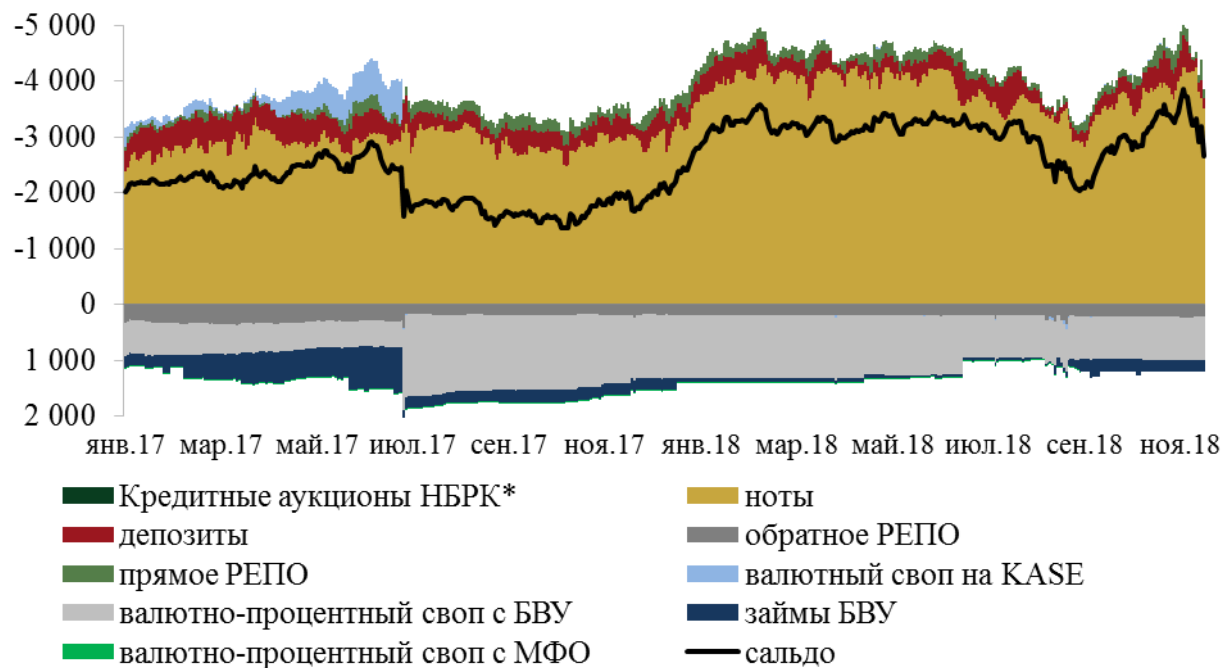
В результате усилилась неопределенность в отношении дальнейшей динамики факторов инфляции. Оценки Национального Банка по итогам прогнозных раундов, проведенных в мае-июне и августе-сентябре, демонстрируют усиление проинфляционных рисков на горизонте 1-2 лет. В этой связи в октябре Национальный Банк повысил базовую ставку до 9,25%.

В августе и сентябре на фоне новостей об ужесточении санкций в отношении России наблюдалось значительное ослабление российского рубля и, как следствие, усиление волатильности на внутреннем валютном рынке и давления на обменный курс тенге. В результате для восстановления баланса между спросом и предложением иностранной валюты Национальным Банком в сентябре 2018 года, впервые с октября 2017 года, были проведены интервенции на внутреннем валютном рынке на сумму 520,6 млн. долларов США. Данные интервенции не повлияли на тенденцию в динамике обменного курса тенге, но снизили негативный фон, который приводил к ослаблению тенге, не обусловленному динамикой фундаментальных факторов.

В 2018 году в банковской системе сохранялся структурный профицит тенговой ликвидности (рисунок 3). Основной объем ликвидности изымался Национальным Банком при помощи краткосрочных нот со сроками обращения 7 и 28 дней. Выпуски краткосрочных нот со сроками обращения 3, 6 и 12 месяцев были направлены на построение кривой доходности на финансовом рынке.

Рисунок 3

Открытая позиция по операциям Национального Банка на денежном рынке, млрд. тенге



Операционные меры денежно-кредитной политики обеспечивали удержание таргетируемой ставки TONIA внутри процентного коридора базовой ставки. При этом структурный профицит ликвидности обуславливал

нахождение ставки преимущественно на нижней границе процентного коридора. Отдельные всплески процентных ставок до середины коридора были связаны с повышением спроса на тенговую ликвидность на фоне ослабления тенге по отношению к доллару США (рисунок 4).

Рисунок 4



Постепенное восстановление экономической активности и снижение инфляционного давления способствовали росту кредитной активности. За счет снижения стоимости и рисков депозитного фондирования, усиления конкуренции между банками и улучшения показателей ликвидности, а также постепенного снижения базовой ставки стали смягчаться условия кредитования для заемщиков и снижаться ставки вознаграждения по займам (рисунок 5).

Рисунок 5



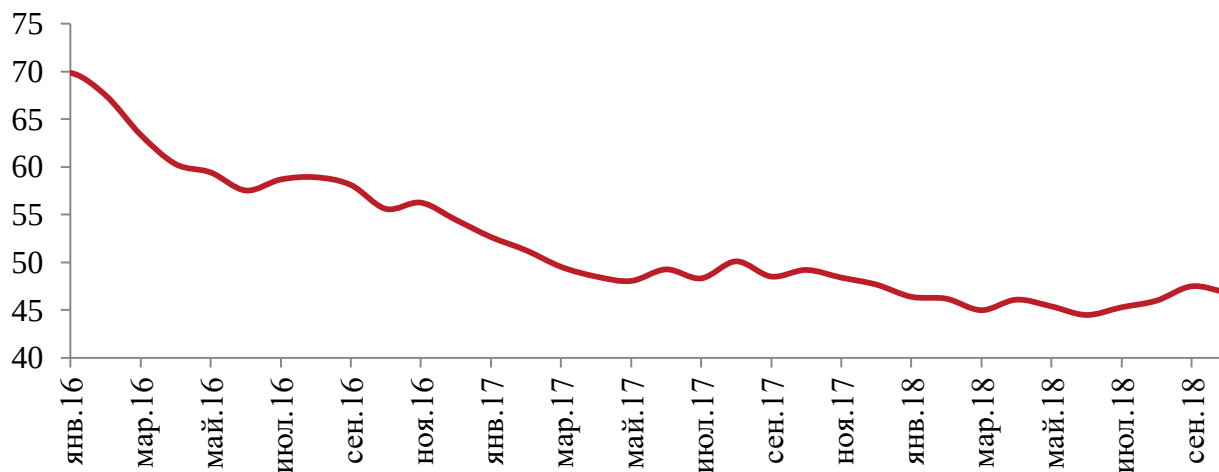
На фоне запуска программы «7-20-25» начало активизироваться ипотечное кредитование. За последние 12 месяцев банки, за исключением

тех, у которых отозвана лицензия или проводится реструктуризация, нарастили кредитный портфель на 8,3% или 966,5 млрд. тенге по состоянию на конец октября 2018 года.

База фондирования банков, преимущественно представленная вкладами клиентов, демонстрировала продолжение тренда на дедолларизацию – до 46,9% на конец октября 2018 года (рисунок 6). Дедолларизации способствует арбитраж между тенговыми и валютными вкладами.

Рисунок 6

Доля депозитов в иностранной валюте, %



В течение 2018 года Национальным Банком был реализован ряд инициатив, направленных на дальнейшее развитие денежного и валютного рынков, а также рынка государственных ценных бумаг и, следовательно, повышение эффективности денежно-кредитной политики (вставка 1).

Вставка 1

Совершенствование системы инструментов Национального Банка в 2018 году

1. Внедрение инструмента валютный своп

В апреле с целью повышения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и развития рынка производных финансовых инструментов было принято решение приступить к осуществлению операций валютный своп сроком на один день на АО «Казахстанская фондовая биржа», как по предоставлению ликвидности, так и по ее изъятию. Более широкий коридор ставок по операциям своп относительно коридора ставок по операциям постоянного доступа призван дестимулировать использование иностранной валюты в качестве залогового обеспечения при привлечении тенговой ликвидности. Предоставление ликвидности в национальной валюте через валютный своп осуществляется по базовой ставке плюс 2% годовых. Ежедневный объем операций Национального Банка по изъятию ликвидности посредством операций валютный своп лимитирован в размере 500 млн. долларов США.

При изъятии ликвидности тенге посредством проведения операций однодневного валютного своп на АО «Казахстанская фондовая биржа» ставка процента определяется по следующей формуле:

$$\frac{(R_{KZT} - R_{USD})}{(1 + R_{USD})}$$

где R_{KZT} – базовая ставка Национального Банка минус один процент, R_{USD} – однодневная ставка LIBOR по долларам США за предыдущий рабочий день.

2. Включение государственных ценных бумаг Республики Казахстан в список Clearstream

В июле Национальный Банк успешно реализовал проект по включению государственных ценных бумаг Республики Казахстан в список ценных бумаг, рассчитываемых в международной расчетной системе Clearstream. Данная мера подразумевает существенное упрощение доступа международных инвесторов на казахстанский фондовый рынок и увеличение спроса на казахстанские государственные облигации. Также инициатива позволяет расширить источники долгосрочного фондирования, снизить стоимость заимствований для государства, что окажет положительное влияние на формирование кривой доходности и дальнейшее развитие казахстанского рынка ценных бумаг.

3. Изменение сроков расчетов на валютном рынке и рынке государственных ценных бумаг

С 10 сентября в целях снижения волатильности на валютном рынке официальный курс тенге к доллару США устанавливается на основе среднебиржевого курса по итогам торговых сессий со сроками расчетов T+1. Валютные операции Национального Банка на АО «Казахстанская фондовая биржа» были переведены в сектор T+1.

С 15 октября в целях повышения эффективности управления ликвидностью начато размещение краткосрочных нот Национального Банка по системе T+2. Данная система соответствует международной практике и является стандартом при проведении операций с ценными бумагами на мировых финансовых рынках.

Внедрение систем расчетов с отложенными платежами на валютном рынке и на рынке ценных бумаг способствует совершенствованию систем прогнозирования ликвидности банковского сектора, создает предпосылки к увеличению притока иностранного капитала, в том числе в рамках запущенного международного канала с Clearstream.

4. Создание института центрального контрагента

С 1 октября АО «Казахстанская Фондовая Биржа» приступила к исполнению функции центрального контрагента на валютном рынке и осуществляет страхование данных сделок. Создание центрального контрагента позволяет улучшить управление кредитными рисками, обеспечивая стабильность на рынке, а также повышает привлекательность для иностранных участников.

Национальный Банк продолжал следовать принципам информационной открытости. Представители Национального Банка проводили пресс-конференции, встречи с экспертным сообществом и редакторами ведущих СМИ, давали интервью для зарубежных и казахстанских изданий и участвовали в тематических брифингах. Деятельность Национального Банка подробно освещалась на официальном интернет-ресурсе, в социальных сетях и мобильном приложении. Разъяснение решений по базовой ставке и других мероприятий Национального Банка, расширение публикуемой информации, а также предоставление комментариев по событиям на финансовых рынках способствуют формированию у субъектов экономики рациональных ожиданий.

С 1 октября 2018 года изменился подход к установлению рекомендуемой ставки по вкладам физических лиц, что стало возможным благодаря внедрению в законодательство нового вида вклада (сберегательного), а также регуляторного понятия «депозит, соответствующий/не соответствующий условиям срочности» и «минимальный штраф за досрочное изъятие». Вместо ранее существовавшего единого уровня для всех видов вкладов, с 1 октября максимальные ставки будут дифференцироваться по срокам (3, 6, 12 и 24 месяца) и видам (в зависимости от условий досрочного изъятия – срочные, несрочные и сберегательные) вклада, праву пополнения. Основой для расчета станут значения ставок по вкладам, устанавливаемые самими банками. Максимальная ставка будет рассчитываться как среднерыночная ставка, увеличенная на размер спреда.

Данный подход затрагивает только вклады в тенге. Предельная ставка по вкладам в иностранной валюте была сохранена на уровне 1%.

Применение дифференцированного подхода в установлении ставок позволит банкам выстроить систему управления процентным риском и риском ликвидности при привлечении фондирования за счет вкладов физических лиц и снизить риски, обусловленные чрезмерными процентными расходами. Новый подход также повлечет усиление процентного канала денежно-кредитной трансмиссии, поскольку изменение уровня базовой ставки и в других инструментах Национального Банка будет напрямую влиять на ставки по вкладам.

Также рост рынка срочных и сберегательных вкладов повысит устойчивость казахстанского банковского сектора и расширит возможности банков по привлечению средне- и долгосрочного фондирования в тенге.

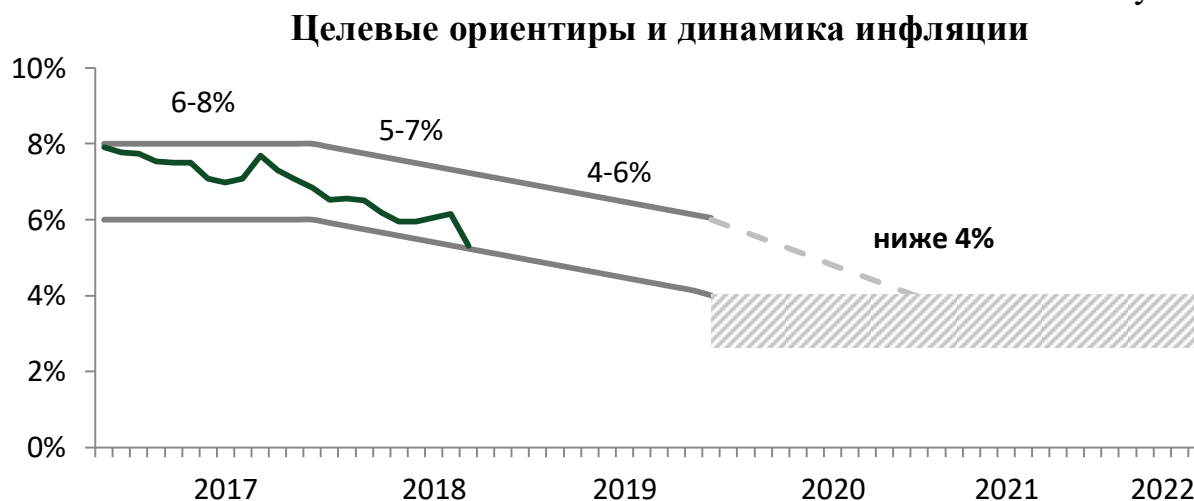
В целом, денежно-кредитные условия в Казахстане, по оценке Национального Банка, в 2018 году оставались нейтральными. Устанавливаемый уровень базовой ставки обеспечивал достижение целевых ориентиров по инфляции. Значение реальной процентной ставки поддерживалось на уровне, соответствующем потенциальному долгосрочному росту экономики.

II. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН НА 2019 ГОД

2.1 Принципы политики и целевой ориентир на 2019 год

В 2019 году денежно-кредитная политика будет проводиться в соответствии с принципами инфляционного таргетирования. Меры Национального Банка будут направлены на обеспечение поступательного снижения инфляции до значения, ниже, но близкого к 4% в 2020 году и дальнейшего поддержания инфляции на данном уровне. В соответствии со среднесрочной стратегией Национальный Банк снижает целевой коридор инфляции в 2019 году на один процентный пункт до 4-6% (рисунок 7).

Рисунок 7



В 2019 году решения по базовой ставке будут приниматься согласно утвержденному графику (Приложение 1). В условиях необходимости обеспечения понижательного тренда инфляции до уровня ниже 4% в 2020 году базовая ставка в реальном выражении, под которой понимается уровень базовой ставки за минусом прогнозируемого значения инфляции на 12-ти месячном горизонте, будет поддерживаться на уровне долгосрочных темпов роста экономики. При принятии решений по денежно-кредитной политике Национальный Банк будет проводить оценку рисков, как для текущей, так и будущей для инфляции и отслеживать динамику широкого круга внешних и внутренних факторов. В случае усиления рисков воздействия неблагоприятных шоков, которые могут отразиться на значительном отклонении прогнозной инфляции от целевых значений, Национальный Банк готов к проведению более жесткой денежно-кредитной политики.

Будет продолжена работа по совершенствованию системы анализа и прогнозирования. В краткосрочном блоке планируется внедрить новые подходы к прогнозированию макроэкономических переменных, в среднесрочном блоке будет проведена рекалибровка параметров квартальной прогностической модели, а также расширяться охват моделью других секторов экономики. Текущая схема квартальной прогностической модели приведена в Приложении 2.

Обменный курс будет формироваться в соответствии с принципами свободного плавания. При этом вмешательство на валютный рынок не противоречит принципам инфляционного таргетирования. Для сглаживания значительных и дестабилизирующих колебаний обменного курса, в том числе вызванных действием нефундаментальных факторов, Национальный Банк сохраняет за собой право проводить валютные интервенции. Данные меры будут приниматься исключительно для нивелирования неблагоприятных последствий. При этом Национальный Банк будет давать разъяснения причин проведения операций на внутреннем валютном рынке за счет золотовалютных резервов, а также продолжит практику публикации объемов проведенных операций.

2.2 Условия проведения денежно-кредитной политики

В условиях сырьевой зависимости экономики Казахстана, наличия Национального фонда, трансферт из которого финансирует значительную часть расходов республиканского бюджета, денежно-кредитная политика находится под влиянием проводимой налогово-бюджетной политики и состояния платежного баланса.

Существуют два важных канала, которые обуславливают влияние налогово-бюджетной политики. Первое – постепенная смена акцентов и преобладание социальной направленности расходов бюджета (регулярная индексация пенсий и пособий, разовые пересмотры подходов к установлению базовой пенсионной выплаты (предстоящее с 1 января 2019 года повышение минимальной заработной платы в 1,5 раза, заработной платы работников бюджетных организаций – в среднем на 35%, введение дополнительных социальных пособий).

Второй канал влияния обусловлен существенным дефицитом государственного бюджета. Активная бюджетная политика по стимулированию экономического роста является одним из важных факторов поддержания высокой ликвидности банковского сектора. При этом бюджетное правило с фиксированным размером гарантированного трансферта приобретает потенциально проциклический характер, особенно при благоприятных ценах на нефть, что ограничивает возможности денежно-кредитной и фискальной политик по управлению макроэкономическими рисками в фазе падения цен на нефть.

Как следствие, расширение совокупного спроса усиливает риски повышения (или недостаточно быстрого снижения) инфляции и недостижения целевых параметров по ней.

Внешние шоки и изменение потоков капитала продолжают формировать неустойчивый характер платежного баланса и, как следствие, оказывают влияние на формирование курса национальной валюты в номинальном и реальном выражении. С 2016 года наметилась тенденция устойчивого сокращения дефицита текущего счета, однако ее динамика обусловлена восстановлением цен на основные экспортные товары, ростом объема добычи нефти и газового конденсата, стабильным спросом со

стороны стран-торговых партнеров. Улучшение текущего счета сдерживается увеличением импорта товаров, необходимых для реализации инвестиционных проектов в нефтегазовом секторе, а также ростом выплат доходов иностранным прямым инвесторам. Опережающее увеличение выплат доходов в сравнении с ростом экспорта, даже при благоприятных внешних условиях, в потенциале может оказывать давление на текущий счет в сторону дефицита и, при прочих равных условиях, обуславливает более сдерживающий характер денежно-кредитной политики.

2.3 Развитие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

Действенность инструментов денежно-кредитной политики во многом зависит от эффективности каналов трансмиссионного механизма, посредством которых передаются сигналы влияния Национального Банка на внутренние экономические процессы, в том числе на инфляцию. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в каждой стране имеет особенности, связанные со спецификой и структурой экономики и финансового сектора. Для Казахстана справедливо выделить следующие каналы передаточного механизма: канал процентной ставки, кредитный канал, канал обменного курса, канал инфляционных ожиданий.

Процентный канал (канал процентных ставок)

Важная роль при режиме инфляционного таргетирования отводится функционированию канала процентных ставок.

Решения по базовой ставке являются основным инструментом, сигнализирующим направленность денежно-кредитной политики Национального Банка, а ее уровень – ориентиром для участников финансового рынка по стоимости тенгового заимствования. Ставки по операциям денежно-кредитной политики изменяются автоматически вслед за уровнем базовой ставки.

Первоначальным звеном процентного канала является влияние базовой ставки на ставки денежного рынка. Национальный Банк проводит операции денежно-кредитной политики на постоянной основе, гарантируя банкам доступ к краткосрочной ликвидности. Таким образом, перенос уровня базовой ставки на ставки денежного рынка происходит практически незамедлительно после принятия решения об ее изменении.

Однако достижение в процентном канале максимального эффекта переноса, который выражается в поддержании таргетируемой ставки вблизи базовой ставки (в середине процентного коридора), ограничивается наличием на финансовом рынке Казахстана структурного профицита ликвидности. При этом используемые в настоящее время краткосрочные ноты Национального Банка не в полной мере связывают ликвидность, поскольку, являясь высоколиквидным финансовым инструментом, обладают свойством быстро конвертироваться в деньги.

В этой связи требуется применение более действенных инструментов денежно-кредитной политики по стерилизации. Для повышения эффективности процентного канала Национальным Банком в 2019 году в части операций открытого рынка будут введены депозитные аукционы взамен существующих операций по выпуску 7-дневных краткосрочных нот. Депозиты не обладают свойством быстрой конвертации в деньги, поэтому позволяют связать ликвидность банков. Депозитные аукционы на первом этапе будут проводиться ежедневно, срок изъятия ликвидности составит 7 дней. При этом Национальный Банк прекратит эмиссию 7-дневных краткосрочных нот. Краткосрочные ноты будут выпускаться со сроком обращения 1, 3, 6 и 12 месяцев. В части операций постоянного доступа будет прекращено привлечение 7-дневных депозитов и сохранено привлечение 1-дневных депозитов.

Также Национальный Банк рассматривает вопрос создания в 2019 году специальной площадки, на которой будут проводиться дополнительные операции постоянного доступа (депозиты, РЕПО, своп) после закрытия площадок денежного и валютного рынков на АО «Казахстанская фондовая биржа». Операции будут проводиться исключительно между банками, с одной стороны, и Национальным Банком, с другой стороны. Данные операции будут проводиться по ставкам границ коридоров базовой ставки и валютного своп, соответственно.

Существенных изменений в другие инструменты денежно-кредитной политики вносить не планируется (таблица 1).

Таблица 1

Система инструментов денежно-кредитной политики

Назначение	Тип инструмента	Инструмент	Залоговое обеспечение
предоставление ликвидности	операции постоянного доступа	валютный своп на КФБ	USD
		обратное РЕПО на КФБ	ГЦБ
	операции открытого рынка	аукцион НБРК по покупке ценных бумаг с обратной продажей	ломбардный список
изъятие ликвидности		аукцион нот НБРК	-
		депозитный аукцион	-
	операции постоянного доступа	прямое РЕПО на КФБ	ГЦБ
		депозиты НБРК	-
		валютный своп на КФБ	USD

В случае возникновения дефицита ликвидности на финансовом рынке Национальный Банк располагает достаточным инструментарием сроком от одного дня и более для удовлетворения потребностей банковского сектора и поддержания ставок денежного рынка в пределах процентного коридора базовой ставки.

С учетом международной практики Национальный Банк усовершенствует механизм займов последней инстанции, что позволит сделать данную политику более понятной и прозрачной для участников рынка. Основной акцент делается на предоставление займов платежеспособным банкам, а также расширение возможного залогового обеспечения.

В целях дальнейшего развития денежного рынка как элемента первого звена процентного канала трансмиссионного механизма¹ с января 2019 года на площадке Казахстанской фондовой биржи будет запущен валютный своп (со сроком до одного года) с применением механизма центрального контрагента. Новый инструмент позволит банкам привлекать средства на срок до 1 года и хеджировать валютные риски.

Через ставки по краткосрочным операциям на денежном рынке Национальный Банк оказывает влияние на ставки по банковским кредитам и вкладам (второе звено трансмиссии).

Оценки Национального Банка показывают, что перенос ставок денежного рынка в большей степени происходит на ставки по кредитам юридическим лицам. Положительный процентный шок (повышение однодневной ставки РЕПО) приводит к приросту ставок по кредитам юридическим лицам от 0,20 п.п. (по краткосрочным займам) до 0,03 п.п. (по долгосрочным займам). В настоящее время эффективность передачи сигналов от базовой ставки на ставки по кредитам юридическим лицам ограничена наличием значительных объемов кредитов, предоставляемых по льготным (субсидируемым) процентным ставкам. Результаты обследования банков в октябре 2018 году демонстрируют усиление конкуренции за ограниченный круг качественных заемщиков.

Ставки по кредитам физическим лицам менее чувствительны к изменению денежно-кредитных условий, что обусловлено преобладанием беззалоговых потребительских кредитов, а также ипотечных кредитов, выданных через системы жилищных строительных сбережений (по заранее определенным фиксированным ставкам), государственные программы поддержки (в частности, программы «Нурлы Жер», «7-20-25»).

Трансмиссия ставок денежного рынка на стоимость кредитования проходит также через ставки по депозитам – основной составляющей базы фондирования банков. Анализ² процентных ставок показывает, что снижение однодневной ставки РЕПО приводит к соответствующему изменению ставок по депозитам юридическим лицам в национальной валюте, что, в свою очередь, приводит к снижению ставок по выданным краткосрочным кредитам в национальной валюте юридическим лицам.

Регулирование ставок по депозитам физических лиц является эффективным инструментом макропруденциальной политики для

¹ Объяснение звеньев (этапов) процентного канала денежно-кредитной трансмиссии представлено в Основных направлениях денежно-кредитной политики Республики Казахстан на 2018 год (<http://nationalbank.kz/?docid=223&switch=russian>)

² За период 2016-2017 годов.

ограничения проведения банками агрессивной политики при привлечении вкладов населения, однако частично ограничивает эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Изменение подхода к регулированию ставок по депозитам физических лиц на основе среднерыночной ставки смягчит сдерживающий эффект и улучшит трансмиссию процентного канала денежно-кредитной политики.

Второе звено трансмиссии включает также воздействие ставок денежного рынка на стоимость привлечения капитала на рынке ценных бумаг. Активизация деятельности Национального Банка по выпуску краткосрочных нот после перехода к инфляционному таргетированию позволила сформировать краткосрочный сегмент кривой доходности. Это оказало позитивное влияние на формирование рыночных ожиданий до года и привело к стабилизации процентных ставок и росту интереса со стороны нерезидентов.

Запуск системы проведения расчетов по государственным ценным бумагам через Clearstream усилит трансмиссию импульсов денежно-кредитной политики на рынке ценных бумаг. Мобильность капитала, таким образом, будет повышаться, усиливая процентный канал трансмиссионного механизма.

В координации с Министерством финансов будут продолжены мероприятия по созданию условий для формирования кривой доходности. При необходимости Национальным Банком будут продолжены операции по покупке и продаже государственных ценных бумаг на вторичном рынке. Выпуск нот с более длительными сроками обращения (больше 1 месяца) будет направлен на регулирование ставок в краткосрочном сегменте.

Кредитный канал

Слабое влияние канала банковского кредитования связано с тем, что центральный банк имеет ограниченное влияние на факторы, определяющие спрос на кредиты экономике. На стороне спроса актуальным является низкое качество заемщиков, недостаточная бизнес-проработка потенциальных к финансированию через кредитование проектов. В розничном сегменте доходы населения находятся в слабой зоне роста, что наряду с ограниченностью залогового обеспечения снижает кредитоспособность населения. Основным источником финансирования предприятий и инвестиций являются собственные средства. В этой связи увеличение объема кредитов оказывает слабое влияние на экономическую активность.

На стороне предложения кредита сдерживающими факторами являются неустойчивое фондирование, зависимость от средств квазигосударственных организаций, низкая капитализация банков, недостаточность надлежащей оценки кредитных рисков, связанное кредитование. Данные факторы не позволяют банкам адекватно реагировать в ответ на меняющиеся денежно-кредитные условия. Функционирование кредитного канала в настоящее время искажается также в результате

предоставления государственных средств реальному сектору экономики по нерыночным ставкам.

Для улучшения работы кредитного канала важны стабильность, а также развитие и углубление финансовой системы. В этой связи в 2019 году Национальный Банк продолжит работу по обеспечению финансовой стабильности. Реализованная в 2017-2018 годах Программа повышения финансовой устойчивости банковского сектора Республики Казахстан позволила докапитализировать крупные банки, списать плохие портфели, которые ограничивали принятие кредитных рисков.

С 1 января 2019 года вводится риск-ориентированный подход в надзорном процессе и переход на режим разрешения и урегулирования проблемных банков (Recovery and Resolution tools), который предусматривает механизмы принудительной реструктуризации обязательств банка. Риск-ориентированный подход с возможностью применения мотивированного суждения будет использован, как для ужесточения надзорного процесса для банков с высоким уровнем рисков, так и для его послабления для банков, применяющих надлежащие процедуры и системы управления рисками. Таким образом, вводится полный перечень мер, позволяющий осуществить оперативное урегулирование неплатежеспособного банка с минимизацией системных последствий и государственной поддержки.

Построение долгосрочного сегмента депозитного рынка, чему способствует внедрение сберегательных вкладов и усовершенствование механизма установления максимальных ставок по депозитам населения, будет содействовать повышению посреднической функции банковского сектора.

Оздоровление банковского сектора, которое близится к завершению, внедрение новых регуляторных и методологических подходов позволяют сформировать надежную инфраструктуру для роста кредитования экономики и способствуют повышению проходимости кредитного канала денежно-кредитной политики.

В результате ожидается приближение объемов спроса на кредитные ресурсы со стороны реального сектора и их предложения со стороны банков и увеличение темпов роста кредитования. В 2019 году рост кредитного портфеля оценивается на уровне выше темпов роста номинального ВВП (более 10%).

Валютный канал

Эмпирические оценки показывают, что более значительный эффект переноса на цены в Казахстане наблюдается по каналу обменного курса, хотя в последние годы наблюдаются определенные структурные сдвиги, в том числе в результате принимаемых Национальным Банком мероприятий по усилению процентного канала.

В целом, воздействие обменного курса на инфляцию является несимметричным, т.е. ослабление, в отличие от укрепления, имеет большее воздействие на потребительские цены. Наибольшая реакция на шок

обменного курса наблюдается в группе непродовольственных товаров, что связано с их большей долей импорта в структуре потребления. Реакция цен на продовольственные товары на обесценение тенге в среднем в 2 раза слабее.

При этом оценки Национального Банка свидетельствуют о постепенном уменьшении эффекта переноса обменного курса на инфляцию. Так, накопленный эффект через 12 месяцев от 1%-го обесценения номинального обменного курса к доллару США на годовую инфляцию составил 0,15 п.п. для периода 2011-2017 годов, тогда как для периода, включающего 2018 год, эффект переноса составил 0,12 п.п.

Национальный Банк сохранит режим свободно плавающего обменного курса тенге. Более того, продолжится сужение поля для использования иностранной валюты в расчетах, в ценообразовании внутри страны. Также будет продолжена работа с другими центральными банками стран – торговых партнеров по переходу на использование национальных валют в международных операциях.

Канал инфляционных ожиданий

Инфляционные ожидания оказывают влияние на формирование спроса и предложения на рынке товаров и услуг. Сохранение инфляционных ожиданий на низком и стабильном уровне делает экономику более устойчивой к неблагоприятным шокам и позволяет механизму ценообразования функционировать более эффективно, а центральному банку не реагировать изменением уровня ставки.

Воздействие центрального банка на динамику инфляционных ожиданий осуществляется посредством достижения поставленных целей по инфляции, а также активной и транспарентной коммуникационной политики. При этом важно добиться привязки инфляционных ожиданий к установленному таргету по инфляции. В 2019 году Национальный Банк продолжит принятие мер по якорению инфляционных ожиданий населения.

Национальный Банк большее значение придает не конкретным значениям, а общей динамике инфляционных ожиданий населения, которая показывает изменение мнения населения касательно будущего уровня цен. Для получения более полной картины по инфляционным ожиданиям существует необходимость проведения опроса других субъектов экономики. В этой связи в 2019 году Национальным Банком планируется проведение опросов участников финансового рынка с целью получения более профессиональных оценок ожидаемой инфляции. Профессиональные участники рынка обладают большим объемом информации и пониманием процессов, происходящих в экономике, используют прогнозные модели. Более достоверная оценка будущей инфляции позволит Национальному Банку принимать более взвешенные решения в области денежно-кредитной политики.

Кроме того, Национальным Банком в целях углубления изучения ценовых индикаторов и инфляционных ожиданий в реальном секторе, а

также оценок предприятий будет продолжена работа по мониторингу предприятий реального сектора. В целях усиления аналитического потенциала состав анкет будет усилен с ориентацией результатов опросов на оценку ценовой политики и факторов ценообразования предприятий.

Якорению ожиданий населения способствует предсказуемость денежно-кредитной политики и ее активное информационное сопровождение. В этой связи будет продолжена работа по совершенствованию коммуникаций, что позволит повысить эффективность управления инфляционными ожиданиями экономических субъектов.

График принятия решений по денежно-кредитной политике

В 2019 году решения по базовой ставке будут приниматься 8 раз в соответствии со следующим графиком:

14 января

4 марта

15 апреля

3 июня

15 июля

9 сентября

28 октября

9 декабря

Каждое решение по базовой ставке будет объявлено в 17.00 по времени г. Астана.

В 2019 году четыре решения по базовой ставке, принятые 4 марта, 3 июня, 9 сентября, 9 декабря, будут опираться на результаты прогнозных раундов в рамках системы анализа и прогнозирования. Эти решения будут сопровождаться выпуском квартальной публикации Национального Банка «Обзор инфляции», пресс-конференцией Председателя Национального Банка и встречами с экспертами.

**Квартальная прогностическая модель Республики Казахстан,
применяемая в Национальном Банке в рамках системы
прогнозирования и анализа (FPAS)**

В рамках перехода на плавающий обменный курс и внедрения инфляционного таргетирования в Национальном Банке при технической поддержке миссии МВФ и сотрудников Чешского Национального Банка была разработана и введена Система прогнозирования и анализа (FPAS). FPAS служит для целей информационно-аналитического обеспечения при принятии решений по денежно-кредитной политике и состоит из всех необходимых для таргетирования инфляции элементов: сбора и обработки данных, мониторинга текущей экономической ситуации, разработки и совершенствования моделей, процесса принятия решений по денежно-кредитной политике, а также открытой коммуникационной политики.

Одним из составных элементов системы анализа и прогнозирования Национального Банка Республики Казахстан является квартальная прогностическая модель (далее – КПМ), которая позволяет спрогнозировать динамику основных макроэкономических переменных на среднесрочную перспективу, оценивая на структурном уровне экономические взаимосвязи. Модель обладает преимуществом анализа потенциальных действий Национального Банка Республики Казахстан в зависимости от внутренней и внешней экономической ситуации, позволяя принимать решения по базовой ставке на основе прогнозного уровня инфляции и других макроэкономических показателей.

КПМ представляет собой упрощенный вариант структуры экономики Республики Казахстан. Все уравнения модели имеют лог-линеаризованный вид. В свою очередь, переменные модели представлены в разрывах, то есть в виде отклонений текущих значений от своих потенциальных уровней. КПМ включает 3 блока: блок инфляционных процессов, блок разрыва выпуска, блок денежно-кредитной политики.

Инфляционные процессы в КПМ отражает индекс потребительских цен (далее – ИПЦ), который, в свою очередь, представлен в виде взвешенных значений продовольственного и непродовольственного компонентов инфляции (включает инфляцию услуг).

Прогнозирование компонентов осуществляется отдельно. Продовольственная инфляция в модели объясняется через инфляционные ожидания, продовольственную инфляцию с лагом, разрыв ВВП в предыдущем периоде, а также отклонения реального обменного курса с использованием продовольственной инфляции от равновесного значения. Инфляционные ожидания формируются внутри модели и предполагаются рациональными. Уравнение непродовольственной инфляции совместно с услугами оценивается аналогично, за исключением того, что реальный курс рассчитан с использованием непродовольственной инфляции,

аппроксимированной через взвешенную инфляцию основных торговых партнеров Казахстана (Европа, Россия, Китай).

Дополнительно в каждом уравнении содержится переменная шока, который не объясняется независимыми переменными.

Разрыв выпуска оценивается на основе основного макроэкономического тождества, отражающего расчет ВВП методом конечного использования

$$Y = C + G + I + NX$$

где: Y – ВВП методом конечного использования; C – потребление домашних хозяйств, G – потребление органов государственного управления, I – валовое накопление; NX – чистый экспорт.

В рамках представленного уравнения каждая компонента ВВП содержит свои объясняющие переменные. Стоит отметить, что в КПМ компоненты потребительского и инвестиционного спроса объединены и представлены показателем внутреннего спроса.

Блок денежно-кредитной политики отражает реакцию денежно-кредитной политики на изменение внешних и внутренних макроэкономических переменных. Данный раздел задает правила денежно-кредитной политики – правило для обменного курса и правило для процентной ставки.

Первое уравнение обменного курса предполагает его фундаментальную зависимость от торгового баланса. Негативная ситуация с условиями торговли, наблюдаемая на фоне падения цен на нефть, приводит к ухудшению торгового баланса страны и, как следствие, к ослаблению номинального обменного курса тенге. Второе уравнение обменного курса характеризует его как функцию от непокрытого паритета процентной ставки и риск-премии. Превышение внутренней процентной ставки над внешней в краткосрочной перспективе приведет к укреплению обменного курса и наоборот. При росте риск-премии страны национальная валюта обесценивается, отражая рискованность вложения в казахстанские активы со стороны иностранных инвесторов. Данные уравнения взвешиваются из предположения мобильности капитала³.

Таргетируемая процентная ставка также состоит из двух уравнений. Первое уравнение отражает зависимость краткосрочной процентной ставки от изменения обменного курса и равновесного значения процентной ставки. При ослаблении номинального обменного курса тенге для обеспечения привлекательности тенговых активов процентная ставка реагирует повышением с целью снижения спекулятивного давления на национальную валюту. Второе уравнение – это дополненное правило Тейлора с отклонением ожидаемой инфляции через 4 квартала от среднесрочной цели,

³ Под мобильностью капитала в узкой трактовке подразумеваются отсутствие каких-либо ограничений на движение капитала и индифферентность инвесторов к риску в Казахстане. На основе экспертного подхода предполагается, что на 80% изменение номинального обменного курса тенге объясняется таким фундаментальным фактором, как торговый баланс

текущим уровнем разрыва выпуска и равновесным значением процентной ставки, которая является суммой равновесной реальной процентной ставки и цели по инфляции.

Данная спецификация денежно-кредитного блока КПМ позволила учесть короткую историю плавающего обменного курса и режима инфляционного таргетирования с учетом особенностей экономики Казахстана на текущий момент.

Вышеуказанные три основных блока КПМ были разработаны исходя из передового опыта центральных банков, придерживающихся режима инфляционного таргетирования. Вместе с тем, предполагается дальнейшая работа по улучшению калибровки и респецификации модели с включением дополнительных объясняющих показателей, отражающих поведение зависимых переменных.