

Утверждена постановлением Правления
Национального Банка Республики Казахстан
от «5» марта 2021 года № 26

НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН

СТРАТЕГИЯ

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ
РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН
ДО 2030 ГОДА

Глава 1. Цель и видение Стратегии денежно-кредитной политики Республики Казахстан до 2030 года

Стратегия денежно-кредитной политики Республики Казахстан до 2030 года (далее - Стратегия) подготовлена в рамках исполнения поручений Президента Республики Казахстан К.К. Токаева по итогам совещания о социально-экономическом развитии страны от 15 октября 2019 года, а также по итогам заслушивания отчета Национального Банка Республики Казахстан за 2019 год.

Стратегия направлена на повышение открытости политики Национального Банка Республики Казахстан (далее – Национальный Банк) в целях усиления потенциала по обеспечению стабильности цен и укрепления основы режима инфляционного таргетирования в Казахстане. Стратегией определяются основные приоритеты и принципы проведения денежно-кредитной политики, что позволит повысить осведомленность и понимание со стороны общества деятельности Национального Банка.

С 2015 года в рамках перехода на режим инфляционного таргетирования Национальный Банк внедрил четыре ключевых элемента (приложение 1):

- 1) следование плавающему обменному курсу;
- 2) инструментарий процентной политики;
- 3) процесс принятия решений на основе системы макроэкономического анализа и прогнозирования;
- 4) прозрачная коммуникация денежно-кредитной политики.

Однако, в связи со сдержанным воздействием денежно-кредитной политики на инфляционные процессы действующий режим инфляционного таргетирования можно охарактеризовать как переходный (*lite inflation targeting*). Ограничениями для денежно-кредитной политики остаются подверженность внутренней экономики внешним шокам вследствие ее несбалансированной структуры, высокая импортозависимость при наличии широкой сырьевой базы, проциклическая фискальная политика, субсидирование государством кредитования экономики на нерыночных условиях.

Стратегия предусматривает шаги по преодолению данных ограничений и совершенствованию механизмов проведения денежно-кредитной политики для достижения полноценного режима инфляционного таргетирования (*full-fledged inflation targeting*) к 2030 году.

Для дальнейшего укрепления основ инфляционного таргетирования важно подчеркнуть ключевые принципы статуса Национального Банка в рамках данного режима. Это принцип операционной, инструментальной и административной независимости, который проявляется, прежде всего, в том, что Национальный Банк выступает как особый институт, обладающий исключительным правом проведения денежно-кредитной политики. При проведении коммуникационной политики должны соблюдаться принципы прозрачности и подотчетности. В этой связи меры, предусмотренные в рамках Стратегии, будут направлены на сохранение и упрочнение данных принципов.

Видение

Завершение перехода на режим полноценного инфляционного таргетирования позволит создать благоприятные условия для устойчивого роста диверсифицированной экономики, включающие высокий уровень доверия к проводимой денежно-кредитной политике и, как следствие, национальной валюте, стабилизацию инфляционных ожиданий, а также сохранение плавающего курсообразования, которое будет способствовать устойчивости платежного баланса и поддержанию достаточного уровня международных резервов.

Денежно-кредитная политика, как один из элементов макроэкономической политики государства, будет служить, в первую очередь, целям поддержания и повышения благосостояния населения. Она продолжит обеспечивать устойчивое функционирование экономики, и достижение общеэкономических целей страны.

Наиболее важным приоритетом денежно-кредитной политики будет оставаться обеспечение стабильности цен и сглаживание циклических колебаний экономической активности через воздействие процентных ставок на спрос. Стабильность цен будет достигаться не только через снижение фактической инфляции, но также посредством стабилизации ее долгосрочной динамики. Стабильная и низкая инфляция позволит сохранить стоимость активов населения и компаний, а также снизить связанные с ней общественные издержки. Второй значимой целью Национального Банка будет обеспечение финансовой стабильности. При возникновении рисков для финансовой системы денежно-кредитная политика будет направлена на повышение ее устойчивости (приложение 2).

Необходимо отметить, что реорганизация Национального Банка путем выделения Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка (далее – Агентство), в ходе которого перераспределены функции и полномочия, позволило Национальному банку сосредоточиться на своей основной цели – обеспечении стабильности цен. Одной из функций Агентства стало содействие обеспечению стабильности финансовой системы. Таким образом, дополнительный конфликт между целями Национального Банка отсутствует.

Целевые ориентиры по инфляции

В рамках цели по обеспечению стабильности цен в Республике Казахстан необходимо установить среднесрочный ориентир по инфляции. Среднесрочная цель (таргет) вносит ясность о том, какую инфляцию ожидать в будущем, тем самым выполняя задачу по снижению неопределенности для экономических агентов.

Целевым ориентиром денежно-кредитной политики с 2023 года является поддержание годовой инфляции вблизи 5% в среднесрочном периоде (приложение 2-1).

Усилия по обеспечению устойчивого формирования годовой инфляции вблизи установленной цели будут способствовать повышению доверия

субъектов экономики к проводимой денежно-кредитной политике и помогут среднесрочному таргету стать надежным ориентиром для формирования ожиданий по будущему росту цен.

Международный опыт стран показывает, что режим инфляционного таргетирования позволяет успешно снизить инфляцию и поддерживать ее на стабильно низком уровне. Большинство центральных банков, таргетирующих инфляцию, успешно добиваются поставленных целей. Даже сталкиваясь с ситуацией, когда инфляция отклонялась от цели на достаточно значительную величину, центральным банкам удавалось вернуть ее к целевому уровню. В странах с длительным опытом применения режима таргетирования инфляции, инфляция в среднем находится вблизи установленной цели.

Глава 2. Ограничения для эффективного функционирования инфляционного таргетирования

Результативность 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. Одним из ключевых вызовов для денежно-кредитной политики Национального Банка на текущем этапе является недостаточная степень воздействия базовой ставки на макроэкономические параметры. Большинство каналов денежно-кредитной трансмиссии в Казахстане не функционирует эффективно по тем или иным причинам (приложение 3).

Эффективность процентного канала ограничивается на двух параллельных этапах: этапе трансмиссии ставок финансового рынка на стоимость банковских продуктов и этапе переноса изменений краткосрочных ставок денежного рынка на ставки по долгосрочным инструментам. Влияние процентной политики на стоимость банковских продуктов ограничено наличием избыточного объема ликвидности на денежном рынке, что снижает стимулы для банков по изменению стоимости своих продуктов (приложение 4). Кроме того, на рынке кредитования наблюдается искажение справедливой стоимости ресурсов. Построение кривой доходности путем планомерного и регулярного выпуска государственных ценных бумаг (далее – ГЦБ) на внутреннем рынке позволит сформировать справедливый ценовой ориентир в вопросе стоимости заимствования. Тем не менее, процентный канал, несмотря на факторы, ограничивающие его действенность, остается основным каналом воздействия денежно-кредитной политики на инфляционные процессы. В этой связи большая часть мер, предусмотренных в Стратегии будет направлена именно на повышение эффективности данного канала трансмиссионного механизма.

Действие валютного канала, то есть обменного курса, на инфляцию является несимметричным. Соответственно, ослабление курса тенге в отличие от укрепления имеет большее воздействие на потребительские цены.

Функционирование кредитного канала, действующего через регулирование объемов резервов банков и, как следствие, изменение ими предложения займов, в настоящее время, искажается низкой кредитной активностью и высокими кредитными рисками. С 2016 года по 2019 годы доля кредитов к внутреннему валовому продукту (далее – ВВП) снизилась с 27% до 20%.

Канал инфляционных ожиданий неустойчив ввиду непродолжительности периода формирования стабильной фактической инфляции и подверженности ожидаемой инфляции к краткосрочным шокам во внешнем секторе и на внутренних товарных рынках.

Скорость, степень и характер передачи импульсов от инструментов Национального Банка до инфляции обусловлены экономическими условиями в Казахстане, структурой и уровнем развития финансовой системы, поведением субъектов экономики.

Для повышения эффективности трансмиссионного механизма процентного канала необходимо выполнить ряд задач по преодолению существующих ограничений в экономике.

2.1. Несбалансированная структура экономики

В структуре экономики Казахстана преобладает горнодобывающая промышленность и сфера услуг. Основная доля экспорта приходится на углеводородное сырье. В 2019 году доля сырьевого экспорта в Казахстане достигла 72,9% при снижении доли обработанных биржевых товаров до 19,9%. Низкая диверсификация экспорта также подтверждается долей готовых товаров на уровне 6,6%.

В этой связи экономические циклы имеют тесную взаимосвязь с мировыми ценами на сырьевые товары. При этом за последние 20 лет значительно увеличилась волатильность их цен, а также размер и частота шоков условий торговли. Корреляция между ценой на нефть и экспортом составляет 82%.

Зависимость экономики от экспорта сырьевых товаров приводит к значительной волатильности поступлений экспортной выручки, оказывая влияние на ключевые макроэкономические показатели: доходную часть государственного бюджета, платежный баланс страны, внутренний валютный рынок. Вследствие падения мировых цен на нефть расширяется дефицит текущего счета платежного баланса. Также побочным эффектом чрезмерной концентрации экспорта в сырьевом секторе является снижение выпуска товаров обрабатывающей промышленности и сокращения их экспорта («Голландская болезнь»).

Шоки на мировых сырьевых рынках ведут к колебаниям обменного курса и воздействуют на внутренние цены через эффект переноса. Повышение инфляции, в свою очередь, ограничивает эффективность инструментов денежно-кредитной политики и приводит к необходимости принятия более жестких мер со стороны Национального Банка.

2.2. Высокая степень долларизации

Высокая финансовая долларизация отражает низкое доверие к проводимой политике и является следствием уязвимости национальной валюты к внешним шокам, приводя к высоким инфляционным и девальвационным ожиданиям.

Внешние шоки, отражающиеся на национальной валюте, ведут к тому, что экономические субъекты начинают отдавать предпочтение иностранной валюте как средству сбережения. В результате, несмотря на снижение долларизации депозитов с 70% в конце 2015 года до 37,3% в декабре 2020 года, ее уровень остается неустойчивым и высоким. Это приводит к системному дисбалансу спроса и предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке.

Долларизация снижает эффективность денежно-кредитной политики, так как изменение базовой ставки оказывает ограниченное влияние на сберегательные и инвестиционные решения, а также на инфляцию вследствие относительно низкой тенговой денежной массы, на которую оказывается воздействие через инструменты денежно-кредитной политики.

Кроме того, высокий уровень долларизации увеличивает риски финансовой системы страны (кредитный риск, валютный риск, процентный риск, риск неплатежеспособности заемщиков, риск потери ликвидности и другие), ограничивает кредитование в национальной валюте вследствие доминирования валютных средств в базе фондирования.

2.3. Недостаточный уровень развития финансовой системы

Эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики с точки зрения силы и скорости влияния денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию в значительной мере определяется уровнем развития финансового сектора.

В казахстанской экономике продолжается развитие финансового рынка за счет роста финансовой грамотности потребителей финансовых услуг, широкого внедрения новых технологий, совершенствования банковского регулирования, расширения линейки финансовых услуг и повышения их доступности.

При этом подавляющая часть ресурсов в экономике в настоящее время распределяется посредством банков. В этой связи в финансовой системе страны доминирующим остается банковский сектор, активы которого на конец 2020 года составили 44,5% к ВВП. Активы других сегментов финансового сектора имеют более низкую долю в экономике страны – активы страховых организаций к ВВП составляют 2,1%, профессиональных участников рынка ценных бумаг – 0,7%, небанковских организаций – 1,8%, микрофинансовых организаций – 0,7%, ипотечных организаций – 1,9%. В этой связи имеется потенциал по дальнейшему развитию и совершенствованию каналов передачи импульсов от денежно-кредитной политики экономике через инструменты фондового и страхового рынка.

За последние годы банковский сектор значительно повысил финансовую устойчивость. Качество ссудного портфеля банков улучшилось, выведены несостоятельные банки из системы. Однако, сохраняющиеся кредитные риски

все еще сдерживают банковское кредитование. Краткосрочный характер привлеченных ресурсов, зависимость от средств квазигосударственных организаций, сокращение числа платежеспособных заемщиков и падение спроса на банковские займы из-за пандемии коронавируса и изменения экономических условий оказывают дополнительное сдерживающее влияние на предложение кредитов и, как следствие, на возможность банков реагировать на изменения денежно-кредитных условий.

Эффективность денежно-кредитной политики ограничивается степенью развития индикаторов стоимости при финансировании долгосрочных проектов. Работа по повышению рыночной составляющей в безрисковой кривой доходности по государственным ценным бумагам, которая определяет бенчмарк по долгосрочным финансовым инструментам, требует продолжения координации Национального Банка, Министерства финансов Республики Казахстан (далее – Министерство финансов) и участников фондового рынка.

Таким образом, повышение эффективности кредитного и процентного каналов денежно-кредитной политики возможно за счет развития альтернативных источников фондирования, в первую очередь, рынка ценных бумаг и страховых организаций, диверсификации и повышения устойчивости фондирования банков, в том числе путем развития рынка капитала, а также снижения кредитных рисков в экономике, формирования бенчмарка по долгосрочным финансовым инструментам.

2.4. Опережающий рост бюджетных расходов

Фискальная политика в условиях мягкого бюджетного ограничения оказывает более сильное влияние на формирование спроса домохозяйств и потребительскую инфляцию чем денежно-кредитная политика, которая влияет на спрос опосредованно через банковскую систему. Соответственно, для устойчивого снижения инфляции и поддержания ее на низком уровне критически важна приверженность фискальной дисциплине с акцентом на задаче стабилизации государственных расходов и сдерживания темпов их роста.

Возможность привлечения трансфертов из Национального фонда Республики Казахстан (далее – НФ) создает условия мягких бюджетных ограничений, что наряду с проциклическостью бюджетной политики в отношении использования денег НФ позволяет повышать уровень государственных расходов вне зависимости от экономических циклов. Так, в 2015-2020 годы на долю трансфертов из НФ приходилось около 36,8% от всех доходов республиканского бюджета.

Рост расходов, опережающий рост номинального ВВП, снижает координацию целей фискальной и денежно-кредитной политик. Кроме того, ускорение темпов роста государственных расходов, не обеспеченных соответствующим ростом производительности, на фоне недостаточной контрциклической проводимой фискальной политики, снижает макроэкономическую устойчивость и ограничивает достижение целей денежно-кредитной политики.

Значимость фискальной политики в макроэкономической стабильности и необходимость мер со стороны денежно-кредитной политики обусловлена высокой долей государства в экспортных доходах и структуре совокупного спроса. Недостаточная контрцикличность фискальной политики усугубляется возможностью проведения квазифискальных операций, не попадающих в периметр бюджета. В случае, когда расширение совокупного спроса не поддерживается исчерпывающим ростом внутреннего совокупного предложения, возникает дополнительное давление на платежный баланс и, соответственно, увеличиваются риски обесценения обменного курса.

Таким образом, стимулирующая фискальная политика без достаточного уровня дисциплины усиливает риски повышения (или недостаточно быстрого снижения) инфляции и не достижения целевых параметров.

Преодоление обозначенных выше ограничений возможно за счет повышения как декларируемой, так и фактической приверженности фискальной дисциплине через введение всех квазифискальных расходов в периметр бюджета и внедрение формализованного набора четких правил, которые нейтрализуют уклон фискальной политики в сторону чрезмерных расходов и процикличности, и обеспечат убедительность и предсказуемость проводимой политики. При этом, фискальная политика должна обладать достаточным уровнем гибкости для обеспечения исполнения бюджетных обязательств на коротком горизонте и возможности адаптации к неожиданным устойчивым шокам.

2.5. Субсидирование государством ставок вознаграждения по кредитам

Еще одним фактором, снижающим эффективность денежно-кредитной политики, является поступление в экономику значительного объема ликвидности по ставке ниже уровня базовой ставки.

Снижение стоимости денег в экономике за счет субсидий отдельным категориям бизнеса или населения по низкой ставке приводит к неравномерному распределению ликвидности в экономике, создает неравные условия в доступе к ней. Складывается арбитраж в ставках вознаграждения между государственными и собственными источниками финансирования, что приводит к искажению стоимости денег. Снижается эффективность воздействия мер денежно-кредитной политики на реальный сектор, действенность процентного и кредитного каналов.

Положение усугубляется тем, что в программах непосредственно участвует Национальный Банк. В 2020 году на фоне кризиса, вызванного пандемией коронавируса, Национальный Банк стал сам напрямую финансировать экономику по альтернативной ставке. Это порождает конфликт интересов и несет существенные риски для денежно-кредитной политики, в том числе с точки зрения последовательности проводимой политики.

Применение нестандартных методов денежно-кредитной политики оправдано в странах, где сохраняется риск дефляции. В таком случае данные меры не противоречат проводимой политике и не создают альтернативную

стоимость денег в экономике. В Казахстане риски выхода инфляции из-под контроля и специфика внутренней экономики ограничивают применение нестандартных мер и инструментов. Реализуемые программы государственной поддержки экономики и расходы государственного и квазигосударственного секторов в значительной степени формируют избыток краткосрочной ликвидности, который оказывает давление на денежный и валютный рынки. В этих условиях, Национальный Банк вынужден обеспечивать эффективное связывание ликвидности на денежном рынке, чтобы не допустить перетока средств на валютный рынок с последующим давлением на обменный курс.

На фоне роста государственной поддержки снижется рыночное финансирование. Государство начало замещать банки в кредитовании экономики. За 2015-2019 годы в рамках различных программ развития и поддержки экономики было выделено 6 трлн. тенге, из которых 5,4 трлн. тенге или 93% были направлены на финансовую поддержку через инструменты субсидирования, гарантирования и другие механизмы. Через субсидирование было профинансировано договоров на сумму 4,3 трлн. тенге. Доля льготных кредитов в долгосрочных займах бизнеса и малых предприятий достигла 30% от совокупных выданных кредитов.

Субсидирование ставок вознаграждения по кредитам банков снижает эффективность распределения ликвидности и препятствует как банкам, так и бизнесу развивать собственные программы кредитования, а также создает неравные условия для конкуренции на рынке.

2.6. Ограничения со стороны тарифной политики

С 2015 года в сферах естественной монополии действует тарифная политика по принятию предельных долгосрочных тарифов на 5 и более лет, направленная на обеспечение баланса интересов потребителей и субъектов естественных монополий (далее – СЕМ).

Вместе с тем, с 2018 года предпринимаются меры по сдерживанию планового роста тарифов на регулируемые коммунальные услуги для населения, заложенного в утвержденных долгосрочных тарифах на 5 лет путем сокращения ранее запланированных неприоритетных мероприятий инвестиционных программ, введения временного компенсирующего тарифа, а также дифференциации тарифа по группам потребителей.

Так, с учетом принятых мер, с 2016 года фактический вклад в инфляцию от тарифов на регулируемые услуги СЕМ не превысил прогнозный коридор.

Тем не менее, сдерживание роста тарифов на регулируемые услуги ограничивает инвестиционные возможности СЕМ, приводит к увеличению износа их основных фондов и представляет риск роста инфляции в будущем (риск отложенной инфляции). Отложенный рост тарифов и цен, в свою очередь, препятствует устойчивому формированию инфляции вблизи установленной цели, снижая последовательность и предсказуемость политики Национального Банка.

В этой связи, в настоящее время Правительством принимаются меры по обеспечению поэтапного, сбалансированного изменения тарифов на коммунальные услуги СЕМ для населения до конца 2021 года. В перспективе, для минимизации рисков отложенной инфляции, необходимо обеспечить ежегодное соблюдение коридора вклада в инфляцию от тарифов на регулируемые услуги СЕМ.

2.7. Высокая доля импорта в потреблении товаров

На динамику инфляционных процессов в Казахстане значительное влияние оказывает импорт товаров, доля которого в потреблении в течение нескольких лет не меняется. Так, за последние 5 лет доля импорта в потреблении потребительских товаров в среднем колебалась в пределах 33-42%. Наибольшее количество импортных товаров прослеживается в потреблении непродовольственных товаров, доля которых выросла с 63% в 2015 году до 93% в 2019 году. В то же время доля импорта в потреблении продовольственных товаров увеличилась с 16% в 2015 году до 18% в 2019 году.

Несмотря на развитие и поддержку отечественных промышленных предприятий по производству продуктов питания и напитков, спрос на некоторые потребительские товары превышает внутреннее производство и частично покрывается импортной продукцией. Это во многом связано с недостаточным уровнем производства продовольствия с высокой степенью переработки, низкой производительностью и урожайностью в сельском хозяйстве, высокой долей личных подсобных хозяйств (64% в производстве мяса и 78% в производстве молока). Кроме того, недостаточная обеспеченность современными овощехранилищами, дефицит площадей хранения, дальняя расположенность от мест производства и некачественная транспортировка приводят к потерям сельскохозяйственной продукции и повышению ее себестоимости.

Во внешней торговле продукцией обрабатывающей промышленности наблюдается следующий феномен: импорт обработанных товаров из экспортируемого из страны сырья. Так, например, в условиях наличия сырьевой базы для отечественного производства готовых продуктов из черных металлов не используется потенциал налаживания цепочки производства внутри страны. Если соотношение экспорта сырья черных металлов к импорту готовых изделий из него до 2017 года росло и составляло 2,44, то за последние годы снизилось ниже 2.

Глава 3. Основные приоритеты для повышения действенности денежно-кредитной политики

В данной главе описаны меры в рамках трех ключевых направлений, необходимых для построения полноценного режима инфляционного таргетирования в Казахстане:

1) укрепление институциональной и операционной основ денежно-кредитной политики для эффективного закрепления инфляционных ожиданий;

2) усиление передачи импульсов денежно-кредитной политики через стабильный и эффективный финансовый сектор;

3) создание благоприятной и структурно сбалансированной макроэкономической среды, подкрепляемой прочной фискальной дисциплиной.

Успешная и слаженная работа по данным направлениям будет способствовать повышению эффективности денежно-кредитной политики и, что более важно, станет основой для устойчивого развития казахстанской экономики.

3.1. Усиление институциональных основ проведения денежно-кредитной политики

3.1.1. Создание Комитета по денежно-кредитной политике Национального Банка

Повышение эффективности процесса принятия решений является важным элементом достижения транспарентности и предсказуемости денежно-кредитной политики. Согласно международному опыту стран с целевыми ориентирами по инфляции определение уровня ключевой процентной ставки осуществляется отдельным специализированным органом. Создание подобного органа рекомендовано Международным валютным фондом (далее – МВФ) в рамках миссии в 2015 году и отражено в Заключительном заявлении миссии МВФ от 26 мая 2015 года.

В 2021 году был создан Комитет по денежно-кредитной политике Национального Банка. По примеру ведущих центральных банков его главной задачей является принятие стратегических решений в области денежно-кредитной политики – установление базовой ставки и ее коридора. Статус данного органа законодательно закреплён наряду с Правлением и Советом директоров Национального Банка.

В среднесрочной перспективе в данный Комитет войдут независимые эксперты, в том числе из академических кругов, имеющие специализацию в макроэкономике и монетарной политике.

3.1.2. Выход Национального Банка из программ кредитования экономики

Для того, чтобы денежно-кредитная политика Национального Банка оказывала более действенный эффект на экономику, в первую очередь, важно решить проблему избытка ликвидности на рынке, которая зачастую формируется за счет государственной поддержки экономики. Нужно отказаться от прямого финансирования экономики, как, к примеру, через субсидирование ставок кредитования, одновременно внедряя альтернативные меры поддержки экономики, в частности смещение акцента мер поддержки с субсидирования на нефинансовые меры и гарантирование в соответствии с международным

опытом.

В первую очередь, необходим выход Национального Банка из программ по кредитованию экономики, так его участие в подобных мерах противоречит основной политике, а эмиссионное финансирование и капитализация дочерних организаций, несвязанных с инфраструктурным развитием финансового рынка, ограничивает возможности по достижению целей по инфляции. Более того, государственное финансирование экономики должно реализовываться через государственный бюджет или институты развития, не принадлежащие Национальному Банку.

Продолжение участия Национального Банка в программах кредитования создает риски роста неконтролируемой инфляции, дестабилизации валютного рынка и, как следствие, приводит к снижению долгосрочного экономического роста. Многолетний международный опыт с учетом специфики деятельности центрального банка и его функций показал, что наилучшим и качественным вкладом любого центрального банка в поддержание сбалансированного развития экономики и повышение благосостояния общества является обеспечение низких темпов инфляции. Кредитование экономики должно формироваться как естественный процесс взаимодействия банковской системы и реальной экономики на основе рыночных условий. Выдача кредитов банковской системы зависит от спроса со стороны реальной экономики, оценки рисков банками, доходности потенциальных заемщиков и должно определяться ожиданиями банков относительно прибыльности и платежеспособности заемщиков.

С 2023 года, по мере достижения целей по диверсификации экспорта и снижению импортозависимости, Национальный Банк начнет постепенное прекращение участия в государственных программах поддержки экономики. Данный процесс будет завершен к 2025 году.

Успешное развитие финансовых рынков во многом связано с формированием конкурентной среды, где стоимость денежных ресурсов определена на основе рыночных принципов. Важно устранение искажений в ценообразовании на финансовые ресурсы через снижение объемов кредитования по льготным субсидируемым ставкам.

Кроме того, для устранения ситуации, когда в стране существует две параллельные финансовые системы в перспективе должна быть прекращена практика государственного финансирования экономики и бизнеса через институты квазигосударственного сектора, поскольку для повышения эффективности, конкурентоспособности и естественного оздоровления экономики ее финансирование должно осуществляться исключительно на рыночных принципах через финансовый сектор.

3.2. Усиление операционных основ проведения денежно-кредитной политики

3.2.1. Укрепление режима плавающего обменного курса

В целях укрепления режима плавающего обменного курса присутствие Национального Банка на валютном рынке будет соответствовать рыночным принципам. Данные принципы относятся к следующим операциям:

1) операции с Правительством Республики Казахстан (далее – Правительство) и от имени НФ. В целях обеспечения выделения средств из НФ в государственный бюджет Национальный Банк продолжит действовать от имени НФ на валютном рынке. При проведении операций со средствами НФ будет соблюдаться принцип рыночного нейтралитета и транспарентности. Это подразумевает проведение регулярных и равномерных продаж (или покупок) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке;

2) поддержание валютных резервов на достаточном уровне. Национальный Банк, основываясь на анализе оценки достаточности золотовалютных резервов, может проводить валютные операции на рынке для поддержания уровня резервов на достаточном уровне. Институциональная основа для таких операций, включая общие целевые объемы, период времени и четкий график, в течение которого они будут проводиться, будет представляться заранее. Валютные операции будут проводиться на основе рыночных принципов, не нарушающих нормальное функционирование валютного рынка;

3) сглаживание волатильности рынка. В исключительных случаях Национальный Банк может проводить разовые (единичные) операции на внутреннем валютном рынке в целях сглаживания резких колебаний обменного курса, восстановления доверия к рынку и механизмам определения цен. Валютные интервенции могут проводиться в обоих направлениях на основе количественных сигналов и индикаторов, контролирующих качество функционирования рынка и его ликвидность. Национальный Банк не будет ограничивать разумную волатильность тенге. Интервенции будут проводиться в целях ограничения рисков для финансовой стабильности, когда резкое и значительное изменение курса тенге может спровоцировать оттоки тенговых вкладов и переток ликвидности на валютный рынок, а также в целях сглаживания дестабилизирующих краткосрочных колебаний обменного курса, не имеющих под собой фундаментальной основы;

4) все валютные операции Национального Банка будут освещаться через публичные заявления, пресс-релизы, а также регулярные публикации. В зависимости от характера операций информация будет содержать причины, объемы и результаты интервенций.

Политика плавающего обменного курса будет основываться на сохранении либерального валютного режима, обеспечивая привлекательность казахстанской экономики для иностранных инвесторов. Казахстан продолжит соблюдение принятых обязательств по сохранению либерального валютного режима в рамках международных соглашений МВФ, Евразийского экономического союза

и Всемирной торговой организации. Национальный Банк продолжит работу по повышению прозрачности проводимых в Казахстане международных транзакций.

3.2.2. Заякорение инфляционных ожиданий

В 2016 году Национальный Банк начал проведение ежемесячных опросов населения, по оценке их ожиданий. Результаты позволяют отслеживать потребительское и сберегательное поведение населения, восприятие роста цен, ожидания по инфляции и их факторы. Наряду с этим Национальный Банк также проводит ежеквартальный опрос предприятий реального сектора, который включает вопросы по ожидаемой инфляции.

Важным направлением денежно-кредитной политики в долгосрочной перспективе станет воздействие на инфляцию через управление инфляционными ожиданиями и их заякорение вблизи среднесрочного таргета 5%. Под заякорением понимается управление ожиданиями экономических субъектов таким образом, чтобы воспринимаемый (прошлый) и вероятный (будущий) уровень инфляции находился вблизи целевого ориентира. Чем меньше разница между фактической инфляцией и инфляционными ожиданиями, тем выше эффективность проводимой денежно-кредитной политики и ниже общественные издержки инфляции.

Важность заякорения инфляционных ожиданий в рамках инфляционного таргетирования заключается в том, что они являются одним из факторов формирования будущей динамики цен. Влияние на инфляционные ожидания будет достигаться двумя путями. Во-первых, это последовательные и своевременные решения по денежно-кредитной политике, которые будут способствовать снижению фактической инфляции. Во-вторых, активная и прозрачная коммуникационная политика, направленная на рост доверия населения и предприятий к действиям Национального Банка. Эти действия будут способствовать постепенному снижению инфляционных ожиданий вместе с динамикой фактической инфляции. Однако, только устойчивое сохранение инфляции вблизи среднесрочного целевого ориентира 5% может стать надежным долгосрочным ориентиром для ожиданий населения и предприятий.

3.2.3. Совершенствование денежно-кредитного инструментария

Реализация денежно-кредитной политики подразумевает управление ликвидностью банков в целях воздействия на ставки денежного рынка и их сближение с базовой ставкой Национального Банка, которая является основным инструментом денежно-кредитной политики, определяет стоимость ресурсов в экономике и служит ориентиром для рыночных ставок. Для усиления роли базовой ставки Национальным Банком были приняты меры по закреплению ее статуса в законодательстве Республике Казахстан.

Другие инструменты Национального Банка будут использоваться в качестве вспомогательных в соответствии с сигналами политики, передаваемыми через базовую ставку. Для регулирования ликвидности банков

приоритетными для Национального Банка останутся аукционные кредитные и депозитные операции, осуществляющие перенос сигнала базовой ставки на рынке. Данные операции будут направлены на устранение совокупного дисбаланса ликвидности и основаны на прогнозе спроса на денежные остатки. Операции постоянного доступа совместно с механизмом процентного коридора базовой ставки будут ограничивать волатильность ставок денежного рынка и способствовать их сближению с базовой ставкой.

Национальный Банк также продолжит совершенствование минимальных резервных требований (далее – МРТ). Улучшение механизма МРТ позволит улучшить качество управления ликвидностью.

3.2.4. Усиление основ коммуникационной политики в рамках опережающей стратегии

В целях улучшения доверия к проводимой денежно-кредитной и валютной политике Национальный Банк выстроил достаточно обширную систему коммуникаций, которая повышает прозрачность политики и инструментов. Прозрачность, в свою очередь, означает большую ответственность за достижение целевых показателей инфляции.

В рамках выстроенной системы коммуникации подробно освещаются решения по базовой ставке, включая причины, лежащие в основе каждого принятого решения, такие как ожидаемая траектория инфляции, определяющие факторы и риски. Проводятся встречи специалистов Национального Банка с экспертами рынка, выпускаются пресс-релизы с разъяснением основных факторов принятия решений. Ежеквартально публикуется аналитическое издание Национального Банка «Обзор инфляции», которое содержит анализ основных макроэкономических факторов, влияющих на инфляцию, а также прогноз макроэкономических параметров в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Подробно раскрывается ситуация на денежном рынке, а также других сегментах финансовой системы в ежемесячных пресс-релизах о ситуации на финансовом рынке, ежеквартальном аналитическом издании Национального Банка «Обзор финансового рынка».

Освещается ситуация на валютном рынке. На ежемесячной основе публикуются данные по интервенциям Национального Банка. При проведении валютных интервенций публикуется информация с объяснением причин, факторов, цели и объемов интервенций. Кроме того, с августа 2019 года разъясняются факторы изменения международных резервов, потоки в иностранной валюте и факторы формирования обменного курса. На еженедельной основе публикуется «Обзор по валютам отдельных развивающихся стран» с динамикой обменного курса тенге и валют других стран и объясняются причины и факторы их изменения.

Проводится активная коммуникация Национального Банка на официальном сайте, социальных сетях и в средствах массовой информации.

Предоставляются ответы по вопросам, касающимся деятельности Национального Банка.

В дальнейшем Национальный Банк намерен продолжать процесс по повышению открытости и улучшению коммуникаций.

В качестве главных целей и задач совершенствования коммуникационной политики Национальный Банк ставит обеспечение доверия к национальной валюте и стабильности финансовой системы, улучшение понимания населением и бизнесом мер, принимаемых Национальным Банком, повышение подотчетности обществу, снижение неопределенности и информационной асимметрии, повышение гибкости реакции экономики на шоки. При этом основной акцент при проведении коммуникаций будет сделан на охват широких слоев населения, так как их ожидания по росту цен оказывают существенное влияние на будущую инфляцию. Соответственно большая информированность общественности о проводимой денежно-кредитной политике позволит Национальному Банку лучше контролировать инфляционные процессы через канал инфляционных ожиданий.

Будет расширяться текущий список информационных и аналитических материалов с использованием всего доступного информационного пространства. Это касается материалов, сопровождающих решения по базовой ставке, ежеквартальных аналитических изданий по инфляции и финансовому рынку, освещения ситуации на валютном рынке, информационных сообщений в рамках мероприятий по совершенствованию инструментария денежно-кредитной политики, интервью и иных публикаций.

Кроме расширения публикуемой информации Национальный Банк будет рассматривать вопросы по повышению ее качественных характеристик. При изменении формата старых и подготовке к публикации новых материалов будут рассматриваться такие аспекты, как ясность, простота изложения, уместность, аналитическая ценность, а также соответствие актуальным трендам в экономике.

В рамках данной работы в 2020 году Национальный Банк обновил формат Обзора инфляции в части расширения раздела, посвященного денежно-кредитной политике и действиям регулятора, и приступил к публикации Доклада о денежно-кредитной политике (далее – Доклад). При необходимости в Докладе Национальный Банк будет подробно разьяснять причины отклонения фактической инфляции от установленной цели.

Целью Доклада является более детальное объяснение экспертному сообществу и широкой общественности содержания проводимых мер в области денежно-кредитной политики. Данная практика позволит улучшить понимание политики Национального Банка, ее целей и принимаемых мер, что будет способствовать усилению коммуникационной политики регулятора. В свою очередь, понимание и доверие к принимаемым мерам имеет большое значение для повышения их действенности.

Для улучшения коммуникационной политики Национальный Банк также будет опираться на международный опыт, постепенно внедряя эффективные наработки разных центральных банков. Так, многие центральные банки в целях

усиления коммуникации и большей прозрачности стали использовать инструмент так называемой опережающей стратегии (forward-looking guidance), которая представляет собой раскрытие возможной динамики инструментов центрального банка. Опережающая стратегия направлена на достижение соответствия ожиданий рынка касательно процентных ставок фактическим намерениям центрального банка, определяемым на перспективу.

Национальным Банком уже реализованы элементы опережающей стратегии. В частности, публикуются среднесрочные прогнозы по инфляции, реальному ВВП. Решения по базовой ставке сопровождаются пояснениями о намерении поддержания уровня реальной процентной ставки на уровне, сопоставимом с долгосрочным потенциальным темпом экономического роста.

Национальный банк намерен повысить прозрачность своей политики, предоставляя прогнозы дальнейшего характера денежно-кредитной политики, оказывающие влияние на ожидания хозяйствующих субъектов и, как следствие, на денежно-кредитные условия в долгосрочной перспективе. Принимая во внимание степень развития и углубления финансового рынка, после 2025 года будет рассматриваться возможность по формулированию денежно-кредитной политики в рамках опережающей стратегии, давая субъектам экономики понимание о дальнейшей динамике ставок.

3.3. Финансовый рынок

3.3.1. Развитие эффективного финансового рынка

Данное направление будет корреспондироваться с мерами, проводимыми в рамках реализации Концепции развития финансового сектора Республики Казахстан до 2030 года.

Диверсификация финансирования экономики путем развития фондового и страхового рынков, в том числе путем вовлечения розничных инвесторов и включая реформу управления пенсионными активами, позволит расширить каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Эффективному функционированию банковского сектора будет способствовать развитие регулирования финансовой системы на основе риск-ориентированного надзора с имплементацией лучших практик мирового опыта и по итогам проведенной оценки качества активов (AQR). При этом пруденциальное регулирование банков будет выстраиваться с учетом его либерализации, необходимой для развития банковского сектора, и баланса между покрытием рисков, возникающих при кредитовании реального сектора экономики.

Будет ускоряться процесс развития финансовых технологий и цифровизации. В текущий момент финансовый рынок Казахстана, находясь под влиянием новых технологий, проходит стадию цифровой трансформации. Будет расширяться применение форм безналичных расчетов.

В рамках данного направления Национальный Банк совместно с Правительством будут проводить работу по развитию национальной платежной

системы и цифровых технологий на платежном рынке, расширению возможности использования сервисов небанковских организаций для повышения эффективности и доступности платежных услуг.

Национальный Банк совместно с заинтересованными государственными органами будет работать над соответствующим законодательным регулированием для обеспечения возможности предоставления финансовых услуг в цифровом формате. Меры будут основаны на повышении доступности финансовых услуг для населения и бизнеса.

Развитие финансовых технологий и цифровизации создаст новый вектор развития финансового рынка Казахстана, создавая условия для инноваций и усиления конкуренции на финансовом рынке, снижая издержки для населения и субъектов бизнеса, а также приводя к снижению теневой экономики.

3.3.2. Повышение роли денежного рынка как бенчмарка для ценообразования на продукты финансового рынка

Основой развитых финансовых рынков станет эффективно функционирующий денежный рынок. Он позволяет закрепить краткосрочный сегмент кривой доходности и, следовательно, уменьшить волатильность процентных ставок. Денежные рынки обеспечивают согласованное ценообразование финансовых продуктов и содействуют формированию ориентира безрисковой процентной ставки, который необходим для разработки инструментов с плавающей ставкой и производных финансовых инструментов.

Национальный Банк продолжит активно развивать денежный рынок, содействуя формированию безрисковой кривой доходности на местных финансовых рынках. Эта работа также включает улучшение правовой среды для рынков репо и производных финансовых инструментов, принятие стандартных генеральных соглашений, регулирующих управление залогом и маржинальной прибылью.

Продолжится процесс открытия местных финансовых рынков для иностранных инвесторов путем улучшения взаимодействия с глобальными центральными депозитариями ценных бумаг. Ожидается, что государственная программа приватизации казахстанских голубых фишек также будет способствовать развитию финансовых рынков путем привлечения иностранных портфельных инвестиций, увеличения ликвидности и количества финансовых инструментов.

3.3.3. Повышение доверия к национальной валюте

Следующей предпосылкой для проведения эффективной денежно-кредитной политики станет рост доверия субъектов экономики к национальной валюте, что в частности выражается в низком уровне долларизации.

Опыт развивающихся стран показывает, что макроэкономическая стабильность является одним из основных факторов дедолларизации. Для повышения роли тенге в экономике и перетока инвесторов в национальную валюту важным является обеспечение низкого уровня инфляции. Для более

эффективного достижения ценовой стабильности осуществлен переход на инфляционное таргетирование в сочетании с гибким обменным курсом. Проводимая денежно-кредитная политика на принципах инфляционного таргетирования позволяет эффективно понизить инфляцию и поддерживать ее на уровне, подразумевающем ценовую стабильность.

Гибкий обменный курс с акцентом на низкую и стабильную инфляцию позволяет эффективно бороться с долларизацией. Он обеспечивает соответствие стоимости тенге внутренним и внешним фундаментальным факторам, абсорбирует шоки и позволяет не накапливать дисбалансы в экономике.

Для повышения доверия к тенге и снижения уровня долларизации депозитов с сентября 2019 года АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов» (далее – КФГД) совершенствуется механизм регулирования ставок по депозитам населения, в соответствии с которым размеры предельных ставок по несрочным депозитам, а также срочным и сберегательным депозитом с короткими сроками устанавливаются в зависимости от базовой ставки Национального Банка Казахстана, по долгосрочным вкладам - в зависимости от рыночных значений. С изменением методологии ставки вознаграждения на розничном депозитном рынке на коротких отрезках времени отражают ставку вознаграждения, соответствующую текущей стоимости денег на рынке, что способствует улучшению трансмиссии, позволяя банкам более оперативно реагировать на текущие макроэкономические условия.

В дальнейшем будет продолжена планомерная работа в рамках дальнейшей дедолларизации экономики с целью повышения устойчивости тенге и его роли в экономике, что подразумевает выработку конкретных и действенных мер в данном направлении.

3.3.4. Повышение эффективности рынка государственных ценных бумаг

В целях усиления канала трансмиссии процентных ставок по кривой доходности ГЦБ нужно продолжить работу по нормализации рынка государственного заимствования в среднесрочном сегменте. Это поможет сформировать ожидания инвесторов на сегменте до 5 лет и позволит запустить процесс рыночного финансирования долгосрочных проектов.

В целях повышения ликвидности рынка ГЦБ Национальным Банком ведется совместная последовательная работа с Министерством финансов. С 2020 года Министерство финансов увеличило объем выпусков государственных ценных бумаг сроком от 1 года до 3 лет. Это запустило процесс постепенной перебалансировки рынка ГЦБ с нот Национального Банка в сторону ГЦБ Министерства финансов.

В целом, развитие рынка ГЦБ необходимо базировать на последовательной политике управления государственным долгом, направленной на оптимизацию структуры и предсказуемости выпусков ГЦБ. Выпуск ГЦБ должен осуществляться на рыночных условиях с отражением уровня базовой ставки на ключевых отрезках кривой и обеспечением достаточной емкости

рынка. Необходимо предпринять меры по развитию и совершенствованию института маркет-мейкеров и первичных дилеров. Вхождение государственных облигаций в международные индексы создаст предпосылки для привлечения притока глобальных инвестиций и развития финансового сектора. Развитие рынка ГЦБ будет происходить в плотной увязке с параметрами бюджета при сохранении долговой устойчивости страны.

Для повышения глобализации рынка ГЦБ разработан совместный с Министерством финансов План действий по включению ГЦБ в международные индексы на 2020-2022 годы. Ведется активная коммуникационная работа. Процесс интеграции местной инфраструктуры в глобальные финансовые рынки является важным для трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и развития внутреннего рынка. Именно арбитражные механизмы между доходностями по эквивалентным отечественным и иностранным инструментам оказывают влияние на канал обменного курса трансмиссионного механизма.

Совершенствование политики управления государственным долгом останется приоритетом для формирования безрисковой кривой доходности, отражающей ориентир для корпоративного сектора и процентного канала трансмиссии денежно-кредитной политики.

Национальный Банк намерен продолжить формировать краткосрочный сегмент кривой доходности, а Министерство финансов – ее среднесрочный и долгосрочный участки путем размещения ГЦБ. Формирование рыночной кривой доходности совместными усилиями двух государственных органов будет достигнуто к 2025 году.

3.3.5. Снижение кредитных рисков при кредитовании

Основой улучшения кредитной активности и усиления трансмиссии проводимой денежно-кредитной политики на банковский сектор является снижение неопределённости в экономике, которая учитывается в стоимости кредитных ресурсов в виде риск премии.

Наличие высоких кредитных рисков являются одним из факторов, сдерживающих кредитование. Кредитные риски в экономике по-прежнему остаются высокими. Со стороны банков снижение кредитного риска происходило за счет сокращения объема займов с высоким риском невозврата и улучшения качества кредитных решений.

Дальнейшему снижению кредитных рисков будет способствовать:

переход с 2019 года на риск-ориентированный надзор с правом применения мотивированного суждения, который позволит усилить требования к внутренним системам управления рисков;

наработанная практика и методология по оценке качества активов коммерческих банков, которые усилят и повысят качество мониторинга устойчивости банковского сектора.

Важным направлением снижения кредитных рисков в экономике также является снижение закредитованности реального сектора, так как она остается

основным барьером для кредитного роста. Важно отметить, что кредит при текущем уровне закредитованности экономики не является сдерживающим фактором ее роста. Он в большей мере сдерживается недостатком собственного капитала предприятий.

Большинство предприятий реального сектора, особенно в малом и среднем бизнесе (далее – МСБ), остро нуждаются в наращивании собственного капитала, имеют высокую долговую нагрузку, низкий уровень ликвидности и доходности от инвестиций. Устойчивое решение данной системной проблемы требует создания условий для эффективного оздоровления предприятий реального сектора. Требуется устранение недостатков бизнес-среды в области корпоративного банкротства, усиление защиты прав предпринимателей. Необходимо развитие институтов корпоративной несостоятельности, создание условий для ее эффективного урегулирования в интересах кредиторов и в рамках правового поля.

На сегодня банки не заинтересованы в инициировании процедур банкротства в связи с длительностью процедур, наличием риска утраты залогового имущества после вхождения в такую процедуру. Необходимо продолжить работу в данном направлении, чтобы практика реабилитации и банкротства предприятий соответствовала лучшим международным стандартам. Основные решения в процедуре банкротства должны приниматься собранием кредиторов, а залоговый кредитор должен иметь приоритетное право забрать залоговое имущество.

Совершенствование процедур банкротства позволит вывести с рынка несостоятельные компании. Эффективная процедура банкротства позволит снизить кредитные риски банков, уровень неработающих займов, вернуть залоговое имущество в экономический оборот и повысить доступность кредитования.

Для недопущения роста банкротных предприятий необходимо ограничить неэффективным компаниям доступ к дешевому кредиту. Нужно сокращать государственные программы льготного кредитования МСБ и повышать требования к обоснованности господдержки. Одновременно нужно повышать прозрачность предприятий через введение требований по раскрытию информации, в частности, получивших государственное финансирование, в том числе путем применения инструментов фондового рынка.

Со стороны банков важным является повышение качества кредитного андеррайтинга для принятия взвешенных решений при кредитовании заемщиков. Дальнейшее совершенствование систем управления рисками и внутреннего контроля банков, а также повышение ответственности как акционеров, так и менеджмента банков за невозвратное кредитование связанных лиц повысит качество оценки и прозрачность принимаемых решений, что позволит снизить возможные кредитные риски. В результате, решение комплекса обозначенных задач будет способствовать проведению более эффективной денежно-кредитной политики через более устойчивый

финансовый и реальный сектор экономики, способный своевременно реагировать на изменения денежно-кредитных условий.

В условиях нестабильной базы фондирования, когда вкладчики имеют возможность досрочного изъятия вкладов и размещения по новым более высоким ставкам, банки вынуждены контролировать процентные риски и риски ликвидности. При этом банки не имеют возможности досрочно истребовать выданные займы, что ведет к разрывам в ликвидности и процентных ставок. Наличие таких разрывов вынуждает банки осуществлять краткосрочное финансирование, что не позволяет кредитовать долгосрочные инвестиционные проекты предприятий.

Для стимулирования долгосрочных инвестиций необходимо сформировать стабильную базу фондирования с фиксированными сроками погашения обязательств путем выпуска ценных бумаг, в том числе облигаций. Это позволит банкам осуществлять более долгосрочное планирование и инвестирование в «длинные» проекты.

3.4. Усиление основ макроэкономической политики

Проведение ответственной и последовательной макроэкономической политики станет важной предпосылкой не только для проведения эффективной денежно-кредитной политики, но также обеспечит рост доверия субъектов экономики к национальной валюте и снижение уровня долларизации. Для этого необходима реализация системных мер, направленных на обеспечение макроэкономической стабильности при переходе с несложной и низкопроизводительной к самодостаточной, диверсифицированной структуре ВВП.

3.4.1. Диверсификация экспорта

Низкая диверсификация экономики Казахстана обуславливает чувствительность платежного баланса к внешним шокам. Одним из основных решений данной проблемы является наращивание несырьевого экспорта, акцентированного на товарах с высокой добавленной стоимостью.

Потенциальными товарами для наращивания несырьевого экспорта являются изделия из металлов, продукция химической промышленности, горюче-смазочные материалы, строительные материалы, продовольственные товары, продукция машиностроительной отрасли, текстиль, одежда и обувь, ювелирные изделия и галантерея. Данные товары характеризуются наличием потенциального спроса, ценовым преимуществом и логистической доступностью рынков сбыта.

Работа по наращиванию несырьевого экспорта и встраиванию предприятий в глобальные цепочки добавленной стоимости должна включать консолидацию и концентрацию мер государственной поддержки на новой линейке приоритетных товаров, комплексную работу по развитию институтов стандартизации, сертификации и контроля качества, усиление защиты интересов казахстанского бизнеса в приоритетных для экспорта странах, помощь в поиске

торговых партнеров и оказание помощи в проведении коммерческих переговоров.

3.4.2. Снижение зависимости от импорта

Повышение устойчивости платежного баланса требует решения еще одной структурной проблемы, заключающейся в высокой зависимости от импорта.

Отечественное производство сконцентрировано в сырьевом секторе и не покрывает потребности бизнеса и населения в готовых товарах в полной мере. Как следствие, зависимость Республики Казахстан от импорта остается высокой и продолжает нарастать. Зависимость от импорта наблюдается даже по относительно простым потребительским товарам, которые при эффективном и рациональном использовании ресурсов можно производить внутри страны.

Потенциальными товарами для импортозамещения являются изделия из черных и цветных металлов, кабельно-проводниковая продукция, строительные материалы, изделия из резины, бытовая химия, детские игрушки, обувь, головные уборы, сумки, сахар, подсолнечное масло, мясо птицы, колбасные изделия, сыр и творог, яблоки, рыба. Предпосылки для замещения импорта таких товаров создает наличие сырьевой базы, устойчивого внутреннего спроса и неосвоенных товарных ниш.

Масштабное снижение зависимости от импорта, аналогично диверсификации экспорта, требует консолидации и концентрации мер государственной поддержки на производителях приоритетных товаров. Государственная поддержка должна предоставляться исключительно конкурентным предприятиям с упором на повышение инновационности и эффективности производства. В приоритете государственных программ должно быть облегчение доступа казахстанских производителей к крупным торговым сетям через улучшение инфраструктуры и снижение транспортных и логистических издержек бизнеса.

Снижение зависимости от импорта позволит наполнить внутренний рынок товарами повседневного пользования и повысит экономическую безопасность страны. Давление на макроэкономические показатели – текущий счет платежного баланса, обменный курс, инфляцию, ВВП снизится, восстановится баланс на внутреннем валютном рынке.

3.4.3. Повышение фискальной дисциплины и контрцикличности расходов

Сбалансированная бюджетная политика, основанная на фискальной дисциплине, является одним из условий для обеспечения устойчивого роста экономики, позволяя лучше справляться с циклами роста и спада деловой активности, предотвращая перегрев и не допуская рецессию.

Оптимальную фискальную политику определяет формализованный набор четких правил, определяющих основные цели, обеспечивающих убедительность и предсказуемость проводимой политики. Политика должна обладать достаточным уровнем гибкости как для обеспечения исполнения бюджетных

обязательств на коротком горизонте, так и для возможности адаптации к неожиданным устойчивым шокам.

В соответствии со Стратегическим планом развития Республики Казахстан до 2025 года Правительство с 2021 года будет внедрять бюджетные правила, способствующие постепенному снижению нефтегазового дефицита и ограничению роста государственных расходов. Кроме того, в рамках решения задачи по повышению производительности и развития нефтегазовых секторов экономики необходима оптимизация структуры государственных затрат, с повышением приоритетности инвестиционных расходов.

Механизм контрциклических бюджетных правил будет регламентирован Бюджетным кодексом Республики Казахстан и применен при формировании республиканского бюджета на 2023 год. Контрциклический характер бюджетных правил повысит устойчивость экономики и обеспечит финансовую стабильность. Также бюджетные правила позволят формализовать правила и планы конвертации средств НФ, повысив прозрачность операций Национального Банка на валютном рынке.

Конструкция бюджетных правил должна быть объектом постоянного анализа и совершенствования, то есть отвечать требованиям меняющихся внешних и внутренних экономических условий.

3.4.4. Переход на рыночные меры государственной поддержки

Постепенный отход от субсидирования ставок вознаграждения по кредитам будет повышать эффективность распределения ресурсов в экономике, способствуя развитию новых банковских продуктов и снижая зависимость экономики от государственной поддержки.

Стимулирование роста экономики через государственные программы требуют пересмотра действующих механизмов поддержки с переориентацией их целей и задач. Программы, которые не доказали свою эффективность, должны быть прекращены. Государственная поддержка может временно оказываться новым предприятиям на этапе становления, но никак не являться постоянным окном доступа к дешевым кредитам для них.

В дальнейшем для развития конкурентных предприятий, которые не нуждаются в прямой поддержке государства, требуется создание условий, то есть увеличение косвенных инструментов поддержки бизнеса через фискальные стимулы, развитие бизнес-инфраструктуры, увеличение инвестиций в образование и другие неадресные формы поддержки приоритетных отраслей.

С 2021 года планируется начать поэтапный переход на косвенные меры с внедрением четких критериев для оказания поддержки бизнесу от государства.

Для повышения конкурентоспособности бизнеса необходимо приближение практики корпоративного управления компаниями и бизнесом, коммерческого права и законодательства по конкуренции к международным стандартам в соответствии с руководящими принципами Организации экономического сотрудничества и развития.

Все эти меры будут способствовать значительному улучшению действенности процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма. Это позволит повысить потенциал смягчения денежно-кредитной политики по мере снижения избытка ликвидности и роста рыночного финансирования.

3.4.5. Развитие рыночного тарифообразования

Создание стабильных финансовых условий функционирования предприятий невозможно без формирования адекватной тарифной политики и решений, тесно связанных с ней проблем ценообразования. Это задает основные предпосылки обмена и денежного распределения, которые оказывают влияние на развитие экономики и рост цен.

Соответственно, для достижения баланса между качественным и устойчивым ростом и устойчиво низкой инфляцией, необходимо совершенствование антимонопольного регулирования, механизмов тарифного ценообразования и защиты конкуренции, направленных на обеспечение качества и надежности услуг, контроль и проверку обоснованности расходов, с единственной целью защиты интересов потребителей и налогоплательщиков.

Тарифное регулирование естественных монополий должно осуществляться по принципу обеспечения рыночной доходности и контроля операционной и инвестиционной эффективности.

Для того, чтобы предоставить возможность поставщикам модернизировать свои мощности необходимо поэтапное и прогнозируемое изменение тарифов с одновременным повышением эффективности использования средств. При этом рост цен на регулируемые услуги не должен оказывать давления на инфляцию. Для этого Правительству необходимо принять меры по эффективному контролю за реализацией инвестиционных программ в целях предоставления возможности зарабатывать рыночную доходность на инвестированный капитал с одновременным созданием стимулов для снижения себестоимости регулируемых услуг.

Законом Республики Казахстан «О естественных монополиях» предусмотрен стимулирующий метод тарифообразования, направленный на стимулирование субъектов к снижению операционных затрат, повышение эффективности деятельности субъектов, качества и надежности предоставляемых ими услуг.

Суть данного метода состоит в отказе от привязки к фактическим затратам и стимулирование субъектов к инновациям.

Тариф на услуги субъектов естественной монополии утверждается на 5 и более лет в зависимости от повышения эффективности их деятельности и соблюдения стандартов качества услуг, что в свою очередь, создает стимул для предприятий экономить свои затраты и повышать свою эффективность.

Применение стимулирующего метода тарифообразования будет способствовать привлечению частных инвестиций в жилищно-коммунальную сферу. Кроме того, стимулирующий метод будет обеспечивать прозрачность, предсказуемость тарифов как для самих СЕМ, так и для предприятий

промышленного сектора, в себестоимости которых коммунальные услуги занимают значительную долю. При этом, необходимо отметить, что применение стимулирующего метода будет возможно, только при экономической и технологической готовности субъектов.

Вышеописанные меры отразятся на снижении волатильности стоимости платных услуг населению. Плавный, ожидаемый рост цен на тарифы будет способствовать снижению инфляционных ожиданий и замедлению общего уровня инфляции.

Глава 4. Ожидаемые результаты

Внедрение полноценного режима инфляционного таргетирования – это комплексная задача, которая требует принятия мер не только со стороны Национального Банка, но и Правительства и Агентства. В этой связи для координации денежно-кредитной, фискальной и пруденциальной политики Национальный Банк, Правительство и Агентство будут регулярно взаимодействовать в рамках трехстороннего соглашения, направленного на координацию мер макроэкономической политики.

Стратегия будет направлена на продолжение выстраивания системы инфляционного таргетирования. Основные элементы инфляционного таргетирования – целевые ориентиры, система моделирования и прогнозирования, соответствующий инструментарий, коммуникационная политика уже внедрены.

Благодаря повышению открытости денежно-кредитной политики, выстраиванию диалога с общественностью, исполнению заявленных целей, лежащих в основе режима инфляционного таргетирования, будут создаваться доверительные отношения между обществом, рынком и Национальным Банком. Данное достижение станет одним из главных результатов внедрения полноценного режима инфляционного таргетирования.

В 2021 году ожидается стабилизация инфляции после шока эпидемии коронавируса и поддержка роста экономики. С этого времени начнется комплексная работа Национального Банка и других государственных органов в рамках преодоления ограничений для перехода на полноценный режим инфляционного таргетирования.

Разработку и внедрение бюджетных правил планируется завершить уже в 2021 году, что позволит синхронизировать денежно-кредитную и фискальную политику в рамках обеспечения макроэкономической стабильности и поддержки развития экономики.

С 2021 планируется работа по снижению импортозависимости и продвижение отечественной продукции на внешние рынки путем встраивания в глобальные цепочки добавленной стоимости.

Кроме того, с 2021 года начнется реализация комплекса мер, направленных на развитие финансовой системы и рынка ГЦБ. Формирование рыночной кривой

доходности в результате совместных мер Национального Банка с Министерством финансов станет долгосрочным ориентиром стоимости заимствования на финансовом рынке, что приведет к росту доли участия рыночных инвесторов в размещении ГЦБ до 30% к 2025 году. Также повысится доступность кредитных ресурсов, стоимость которых будет больше зависеть от динамики базовой ставки. К 2030 году ссудный портфель банковского сектора достигнет 40% от ВВП страны.

В 2021-2023 годах будут реализованы инициативы по снижению роли государства в экономике. Во-первых, данная работа будет включать поэтапный переход с административного регулирования тарифов регулируемых услуг на рыночное ценообразование с учетом интересов потребителей и поставщиков. Во-вторых, планируется постепенное смещение программ субсидирования ставок вознаграждения по кредитам в сторону нефинансовых мер поддержки и гарантирования, что будет снижать зависимость экономики от государственной помощи. Национальный Банк начнет процесс прекращения участия в государственных программах кредитования с 2023 года и завершит данный процесс к 2025 году.

К 2025 году ожидается реализация задач по снижению нефтяного дефицита до уровня не более 6%. Национальный Банк сосредоточится на формировании рыночной динамики обменного курса, которая будет поддерживать конкурентоспособность отечественных производителей способствуя развитию различных секторов экономики.

К 2025 году в результате успешных совместных мер макроэкономической политики объем несырьевого сектора увеличится в 1,8 раза, а обрабатывающей промышленности – в 1,5 раза.

Важным достижением политики Национального Банка станет снижение инфляции до 5% и ее поддержание вблизи этого уровня.

Целью Национального Банка также является закоренение инфляционных ожиданий вблизи целевого ориентира по инфляции. Национальный Банк будет способствовать постепенному снижению и дальнейшей стабилизации уровня воспринимаемой и ожидаемой инфляции населения и предприятий. Важным условием для этого будет не только успешная политика снижения фактической инфляции, но и более активная коммуникационная политика. В результате проводимых мер ожидаемая инфляция будет формироваться вблизи 5%.

Успешная реализация всего комплекса мер и достижение основных задач позволит выстроить все необходимые элементы инфляционного таргетирования, что, в свою очередь, усилит контроль над инфляционными процессами и сделает формирование инфляции на целевом уровне привычным явлением. Это сформирует предсказуемую среду для долгосрочных инвестиций в казахстанскую экономику, повлечет ее развитие и будет способствовать повышению благосостояния населения.

Основные принципы инфляционного таргетирования, внедренные с 2015 года

Плавающий обменный курс

В условиях открытости и интегрированности Казахстана в мировую торговлю политика свободно плавающего курса тенге остается важным условием устойчивого экономического развития. Изменения номинального обменного курса тенге позволяют нивелировать негативные внешние шоки и их распространение на внутреннюю экономику, предотвращают возникновение дисбалансов в экономике, вносят положительный вклад в экспортный потенциал страны и не допускают истощения международных резервов. Гибкий номинальный обменный курс на фоне сохраняющегося негативного дифференциала между инфляцией в Казахстане и в странах – торговых партнерах позволяет минимизировать риски чрезмерного укрепления реального обменного курса, обеспечивая его сохранение на конкурентоспособном уровне.

При этом ввиду сохраняющейся высокой важности обменного курса для экономических субъектов как индикатора изменения стоимости активов и соответственно, уровня благосостояния, наличия высокой доли сбережений в иностранной валюте, зависимости экономики страны от внешнего мира по причине значительного объема внешнеторгового товарооборота, Национальный Банк сохраняет свое присутствие на внутреннем валютном рынке, при необходимости совершая операции по прямой покупке или продаже иностранной валюты. Операции Национального Банка позволяют балансировать спрос и предложение иностранной валюты, ограничивая избыточные изменения обменного курса, не обусловленные изменениями фундаментальных факторов¹.

Инструментарий процентной политики

Национальным Банком выстроен эффективный инструментарий, который может быть успешно использован, как в штатном режиме, так и при возникновении кризисных явлений.

Основным инструментом является базовая ставка Национального Банка и ее процентный коридор. Их установление позволяет достичь цели по инфляции в среднесрочной перспективе и дает информацию о направленности денежно-кредитной политики.

Наличие коридора процентных ставок означает, что Национальный Банк на постоянной основе гарантирует банкам доступ к краткосрочной тенговой ликвидности по ставке, эквивалентной верхней границе процентного коридора

¹ В первой половине 2016 года Национальный Банк преимущественно покупал иностранную валюту на фоне дедолларизации депозитов. В 2017-2018 годы Национальный Банк в отдельные месяцы выступал в качестве продавца иностранной валюты вследствие негативного влияния на обменный курс со стороны внешнего сектора. Продажи иностранной валюты в феврале-марте 2020 года были направлены на поддержание обменного курса в условиях резкого падения мирового спроса на нефть и цен на них.

базовой ставки, и возможность размещать средства на депозите по ставке, равной нижней границе коридора.

Регулирование банковской ликвидности осуществляется через операции открытого рынка (краткосрочные ноты, депозитный и кредитный аукционы), операции постоянного доступа (депозиты, операции прямое репо и валютный своп на АО «Казахстанская фондовая биржа» (далее – КФБ), механизм МРТ).

Операционным ориентиром при проведении Национальным Банком операций на денежном рынке является индикатор TONIA (средневзвешенная процентная ставка по сделкам открытия репо сроком на один рабочий день, заключенным на бирже в секторе автоматического репо с ГЦБ).

Процесс принятия решений на основе системы макроэкономического анализа и прогнозирования

Национальным Банком разработан и внедрен гибкий механизм изменения уровня базовой ставки для оперативного реагирования на изменяющиеся условия.

Решения по базовой ставке принимаются 8 раз в год в соответствии с заранее определенным графиком, в том числе 4 раза – по результатам прогнозных раундов. При необходимости Национальный Банк может принимать решения по базовой ставке во внеочередном порядке².

Решения по базовой ставке основываются на результатах, полученных Национальным Банком в рамках Системы прогнозирования и анализа, которая предназначена для информационно-аналитического обеспечения принимаемых решений. Проводится всесторонний анализ и осуществляет прогноз основных макроэкономических показателей, в первую очередь инфляции.

Центральное место в системе занимает квартально-прогностическая модель, которая генерирует среднесрочные прогнозы основных макроэкономических показателей. Ключевым преимуществом данной модели является возможность изучения последствий реализации денежно-кредитной политики.

Национальный Банк на ежеквартальной основе публикует прогноз по инфляции на следующие два года. Период прогнозирования определен исходя из оценки, что за двухлетний период сигналы денежно-кредитной политики в полной мере передаются экономике. Прогноз инфляции является индикативным при принятии решения и основывается на предположении, что экономика будет развиваться в соответствии с базовым сценарием. Это означает, что Национальный Банк не реагирует механически на изменения прогноза инфляции, а рассматривает широкий набор факторов инфляции.

² В марте и апреле 2020 года были приняты два внеплановых решения, что было обусловлено резким изменением ситуации в мировой экономике и необходимостью более оперативного реагирования со стороны Национального Банка.

Прозрачная коммуникация денежно-кредитной политики

Коммуникационная политика Национального Банка ориентирована на выстраивание диалога с рынком и заключается в обеспечении прозрачности проводимой денежно-кредитной политики. За прозрачностью Национального Банка стоит четкое разъяснение причин, лежащих в основе принимаемых решений, представление прогнозов траектории изменения ключевых макроэкономических показателей, публикация статистических, аналитических и исследовательских материалов, что позволяет снизить неопределенность и информационную асимметрию на финансовом рынке, формировать у субъектов экономики рациональные ожидания. В конечном итоге прозрачная коммуникационная политика отражается в способности рынков правильно предвидеть будущие решения по денежно-кредитной политике, тем самым повышая ее предсказуемость для рынков.

Коммуникационная политика подчеркивает приоритет ценовой стабильности в деятельности Национального Банка, важность и преимущества гибкости обменного курса, а также риски, с которыми может столкнуться экономика Казахстана и ожидаемую реакцию Национального Банка при их реализации.

Роль Национального Банка в экономическом развитии страны

Достижение стабильности цен

Основной целью проводимой денежно-кредитной политики Национального Банка Казахстана является обеспечение стабильности цен в Республике Казахстан.

Стабильность цен означает сохранение реальной стоимости активов за счет достижения и поддержания низкого уровня инфляции, которая эффективно закрепляет инфляционные ожидания населения и бизнеса. Низкая инфляция обеспечивает сохранение покупательной способности доходов и привлекательность долгосрочных сбережений в национальной валюте. В результате выбор между потреблением и сбережением в экономике, а в случае сбережения – между видом актива или валютой сбережения, будет зависеть от личных предпочтений граждан. При низкой инфляции бизнес может планировать долгосрочные инвестиции, а стоимость фондирования снижается. Устойчиво низкая инфляция снижает степень долларизации активов, стимулирует ценообразование в национальной валюте, снижает неопределенность в экономике.

Денежно-кредитная политика позволяет достичь целей по инфляции. Однако среди ее мер и инструментов нет таких, которые бы оказывали непосредственное влияние на экономический рост или служили для него прямым стимулом. Напротив, долгосрочный тренд экономического роста определяется фундаментальными структурными факторами, на которые влияние денежно-кредитной политики ограничено.

Меры денежно-кредитной политики эффективны для сглаживания отклонения от долгосрочных тенденций в экономике, возникающего под действием различных макроэкономических шоков. Таким образом, роль денежно-кредитной политики Национального Банка – стабилизация, то есть сглаживание макроэкономических колебаний для того, чтобы поддерживать стабильный рост без рецессий и перегрева: во время роста стабилизация не дает экономике перегреваться, во время спада стимулирует экономическую активность.

В условиях относительно стабильной ситуации во внешнем и внутреннем секторе Национальный Банк будет обеспечивать достижение целевых ориентиров по инфляции на непрерывной основе. При этом краткосрочные отклонения в фактической инфляции от цели, как в сторону превышения, так и в сторону недостижения допустимы и не означают ошибки в проводимой политике. Волатильность инфляции, особенно в условиях малой открытой экономики и ее уязвимости к внешним шокам, является естественной. Такие отклонения не обязательно будут требовать реакции со стороны денежно-кредитной политики, так как это может оказать существенный негативный эффект на перспективы роста экономики.

Национальный Банк будет учитывать в своей деятельности экономическую политику Правительства и содействовать ее реализации, если это не будет противоречить достижению целевых показателей по инфляции.

Несмотря на то, что основной целью денежно-кредитной политики является обеспечение стабильности цен, данная цель не может быть достигнута лишь усилиями Национального Банка. Контроль инфляционных процессов – это комплексная задача, требующая проведения мер со стороны Правительства и местных исполнительных органов, направленных на снижение влияния целого ряда факторов со стороны спроса и предложения, на которые Национальный Банк не может оказывать влияние проводимой денежно-кредитной политикой.

Поддержание финансовой стабильности

Эффективное проведение денежно-кредитной политики возможно только при наличии стабильно функционирующего финансового рынка и финансовых институтов. При этом основным инструментом обеспечения финансовой стабильности являются макропруденциальные меры. Влияние базовой ставки на финансовый сектор не является приоритетным фактором принятия решений по денежно-кредитной политике. Тем не менее, в случае наступления угроз для функционирования банковской системы денежно-кредитная политика может использоваться для стабилизации ситуации на финансовых рынках и способствовать снижению рисков финансовой стабильности. Данная задача будет выполняться с использованием всех необходимых инструментов Национального Банка, которые не вступают в конфликт с направленностью денежно-кредитной политики.

В целом, устойчивость финансового сектора требует проведения сбалансированной макроэкономической политики с акцентом на обеспечении стабильности цен. Также для этого необходимо обеспечение достаточной капитализации банков. Это позволит банкам эффективно направлять капитал для кредитования экономики и абсорбировать риски, связанные с кредитованием. Однако, без эффективного надзора финансовые организации склонны принимать на себя чрезмерные и неоправданные риски, которые приводят к непродуктивному кредитованию, накоплению и усилению рисков.

Национальный Банк и Агентство принимают меры по оздоровлению банковского сектора. В рамках данного направления продолжится работа по совершенствованию системы управления рисками банковской деятельности, в частности, планируется завершение перехода текущего регуляторного режима к принципам Базель III в части требований к достаточности собственного капитала и ликвидности. Кроме того, будет продолжено оздоровление банковского сектора через чистку балансов банков от неработающих кредитов и, при необходимости, проведена их докапитализация со стороны акционеров.

Кроме работы с отдельными банками Национальный Банк также осуществляет мониторинг и оценку системных рисков финансовой системы и разрабатывает меры (в том числе пруденциального характера), направленные на их снижение. Успешная реализация данной задачи основана на эффективном

взаимодействии Национального Банка с Агентством и другими государственными органами. В этой связи с 2020 года законодательно усилена роль Совета по финансовой стабильности Республики Казахстан как коллегиального органа межведомственного взаимодействия по вопросам финансовой стабильности и снижения системных рисков.

Для минимизации системных рисков Национальный Банк ежегодно, на основе проведенной оценки, относит финансовые организации к списку системно-значимых.

Кроме того, для поддержания стабильности финансового сектора Национальный Банк готов реализовать свою функцию заимодателя последней инстанции. Механизм и принципы выдачи займов последней инстанции (далее – ЗПИ) были закреплены совместным постановлением Правления Национального Банка и Агентства. Механизм заимодателя последней инстанции подразумевает экстренное предоставление ликвидности отдельному платежеспособному банку, испытывающему шок ликвидности, например, в результате массового изъятия депозитов паникующими вкладчиками.

Уточнение целевого ориентира по инфляции

Национальный Банк непрерывно проводит исследования для оценки соответствия параметров проводимой денежно-кредитной политики структурным особенностям инфляционных процессов в Казахстане. Это становится более актуальным в условиях динамичных глобальных процессов и изменившегося макроэкономического ландшафта.

В 2023 году по инициативе Национального Банка научно-исследовательским сообществом проведен ряд независимых оценок целевого ориентира. Для всестороннего обсуждения устанавливаемой цели по инфляции 25 апреля 2023 года состоялась III Международная Научно-практическая конференция Национального Банка на тему: «Стратегические вопросы денежно-кредитной политики. Вызовы новой экономической реальности». В работе конференции принимали участие независимые эксперты в области экономики и финансов, а также представители Национального Банка, академического сообщества, исследовательских центров, финансовых и международных организаций, государственных институтов.

Проведены комплексные оценки по поиску оптимальной цели по инфляции в Казахстане с использованием различных методов. Полученные результаты исследований показали, что для Казахстана, как для малой открытой экономики с формирующимся рынком, целевой ориентир по инфляции должен быть выше уровня, установленного ранее в 2021 году. При этом диапазон оценок возможной цели по инфляции варьируется от 4,2% до 7%.

В результате Национальный Банк принял решение уточнить с 2023 года ранее заявленные целевые ориентиры по инфляции, заменив интервальные значения на точечное значение. Целевым ориентиром денежно-кредитной политики является поддержание годовой инфляции вблизи 5% в среднесрочном периоде.

1. Формат цели по инфляции

Согласно международному опыту стран, применяющих инфляционное таргетирование, различают следующие типы целевых показателей инфляции: интервал без заданной средней точки, точечный показатель и, как его разновидность, точечный показатель с диапазоном допустимых отклонений. 60% стран с таргетом по инфляции используют точечный ориентир по инфляции. При этом большинство стран с точечной целью с диапазоном допустимых отклонений устанавливают ширину этого диапазона +/-1 процентный пункт (рисунки 1-2).

Преимуществом точечного целевого показателя инфляции, в том числе точечного таргета с диапазоном допустимых отклонений, является его однозначность и транслирование рынку четкого сигнала о цели центрального

банка. Точечный формат таргета является предпочтительным с точки зрения коммуникации, удобства и закоренения инфляционных ожиданий, поскольку он:

1) снижает неопределенность, обеспечивает ясность и прозрачность для населения, бизнеса и профессиональных участников рынка в отношении целей политики центрального банка;

2) четко сигнализирует о приверженности денежно-кредитной политики достижению конкретной цели, ответственности и решительности центрального банка в использовании всех доступных инструментов для ее достижения;

3) повышает доверие к центральному банку и проводимой им денежно-кредитной политике, обеспечивая четкую и измеримую цель инфляции. Это повышает закоренность инфляционных ожиданий и создает более стабильную среду для инвестиций и роста.

Установление диапазона допустимых отклонений вокруг точечного таргета позволяет добиться баланса между предсказуемостью и гибкостью проводимой денежно-кредитной политики, а также позволяет сделать более ясным процесс подотчетности центрального банка. При этом, симметричность диапазона отклонений вокруг целевой точки означает, что для центрального банка в равной степени важно, чтобы инфляция не превышала верхнюю границу диапазона и не опускалась ниже его нижней границы. Считается, что точечный целевой показатель с диапазоном допустимых отклонений лучше отражает тот факт, что инфляция подвержена влиянию различных шоков и не может достигать точечного целевого показателя из месяца в месяц.

Рисунок 1. Тип инфляционного таргета в развивающихся странах

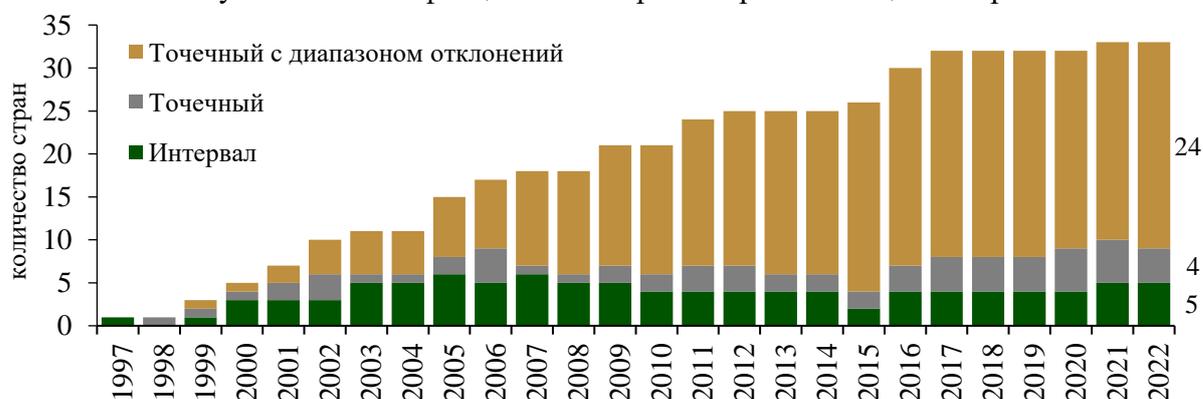
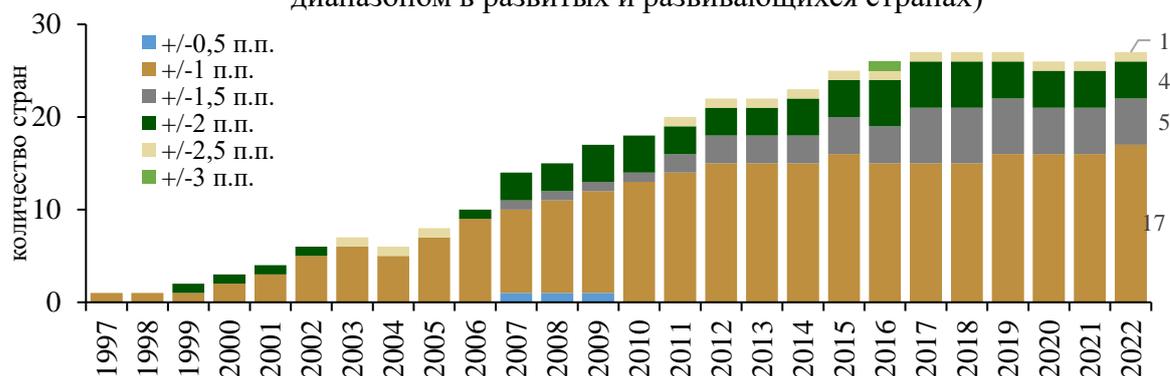


Рисунок 2. Ширина границ диапазона (при точечном таргете с диапазоном в развитых и развивающихся странах)



2. Результаты исследований по оценке возможных уровней целевого ориентира по инфляции

2.1. Модель, учитывающая размер теневой экономики

Оценка целевого уровня инфляции для Казахстана с учетом эффектов размера теневой экономики была проведена на основе модели, разработанной Николини (1997)³. Модель предполагает репрезентативного потребителя, который покупает товары как в формальном, так и в неформальном секторе с двумя типами товаров. Один вид товара требует наличных расчетов, в то время как для другого вида товара используется безналичный расчет. Товары, купленные за наличные в неформальном секторе, не облагаются налогом на потребление, но фактически облагаются инфляционным налогом.

Модель Николини (1997) была откалибрована для Казахстана, используя размер неформальной экономики, государственные расходы в Казахстане, отношение объема денег к ВВП. Ключевым параметром является относительная интенсивность наличности в неформальной и формальной экономике.

По результатам оценок возможный уровень инфляции для Казахстана составляет от 4,2% до 6,5%⁴.

2.2. Модель, учитывающая неоднородность фирм и продуктов

Оценка целевого уровня инфляции для Казахстана с учетом неоднородности фирм и продуктов была проведена на основе методологии Адама и Вебера (2022)⁵. Для большинства статей расходов в индексе потребительских цен цена отдельных продуктов снижается в течение жизненного цикла продукта, если измерять ее относительно средней цены продукта этой статьи расходов. Это тесно связано с тем фактом, что существует значительный оборот продуктов. Как правило, новые продукты изначально дороги и со временем становятся относительно дешевле. Существует также высокая неоднородность средних темпов снижения относительных цен с течением времени, при этом некоторые товарные позиции имеют более быстрое относительное снижение, чем другие.

³ Nicolini, J.P. (1998). «Tax evasion and the optimal inflation tax», *Journal of Development Economics*, 55(1), 215-232.

⁴ «Экономическое обозрение Национального Банка Республики Казахстан», Специальный выпуск, 2023

⁵ Adam, K. & H. Weber (2022). «Estimating the optimal inflation target from trends in relative prices», *American Economic Journal: Macroeconomics* (forthcoming)

По результатам оценки уровень целевого ориентира по инфляции для Казахстана составляет около 5%⁴.

2.3. Конвергенция цен согласно эффекту Баласса-Самуэльсона

Ключевое следствие данного эффекта заключается в том, что в странах с более высоким уровнем дохода на душу населения должен наблюдаться более высокий относительный уровень цен, что хорошо подтверждается на эмпирических данных.

При этом предполагается, что целевой уровень инфляции для развивающихся стран будет выше развитых стран. Развивающиеся страны могут демонстрировать эффект догоняющего роста за счет более высоких темпов роста производительности при использовании земли, рабочей силы и капитала. Данный эффект приводит к росту заработных плат в торгуемых и не торгуемых секторах экономики и в итоге к росту цен. Таким образом в развивающейся экономике, демонстрирующей высокие темпы роста производительности, будет более быстрый рост ВВП на душу населения, что приводит к более высокому росту цен. В развитых странах производительность уже высока и повысить темпы ее роста гораздо сложнее, то есть ВВП на душу населения растет медленнее, чем и обуславливается более низкая инфляция. Оценки согласно данному методу демонстрируют, что рекомендуемой является цель по инфляции около 5-6%⁴.

2.4. Модель, учитывающая уровень финансового развития

Для оценки целевого уровня инфляции для Казахстана с учетом уровня финансового развития использована простая денежная модель Бруннермейера и Санникова (2016)⁶ с различными допущениями об уровне финансового развития и идиосинкразическом риске в экономике. При менее развитых финансовых рынках домохозяйства и предприятия сталкиваются с большим нестраховым идиосинкразическим (несистематическим) риском. Поскольку деньги служат безрисковым средством сбережения, это может привести к чрезмерным вложениям в денежные сбережения и недостаточным вложениям в рискованный физический капитал. Ускорение роста денежной массы, которое в конечном итоге повлечет за собой рост инфляции, снижает стимул к хранению денег и увеличивает стимул к инвестированию в более рискованный физический капитал.

Для оценки модели использовались годовая норма амортизации капитала равная 10%, годовое временное предпочтение домохозяйств – 5%, отношение объема денег к ВВП для Казахстана – 9%. Ключевым параметром модели является уровень идиосинкразического, то есть несистемного риска дохода, с которым сталкиваются домашние хозяйства-предприниматели.

По результатам оценки уровень целевого ориентира по инфляции для Казахстана оценивается в диапазоне 6,5-7%⁷.

⁶ Brunnermeier, M.K. & Y. Sannikov (2016). «On the optimal inflation rate», American Economic Review, 106(5), 484-489.

⁷ «Экономическое обозрение Национального Банка Республики Казахстан», Специальный выпуск, 2023

3. Целевой ориентир по инфляции

С учетом проведенных исследований и анализа Национальный Банк принял решение уточнить с 2023 года ранее заявленные целевые ориентиры по инфляции, заменив интервальные значения на точечное значение. Целевым ориентиром денежно-кредитной политики будет поддержание годовой инфляции вблизи 5% в среднесрочном периоде. В данном случае «среднесрочный период» учитывает временной лаг в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики, так как требуется определенное время, чтобы изменение денежно-кредитных условий повлияли на инфляцию. При существенном отклонении инфляции от цели, Национальный Банк будет оценивать причины и продолжительность отклонения и исходя из этого принимать меры денежно-кредитной политики для возвращения инфляции к целевому ориентиру. Траектория прогнозной инфляции будет освещаться в ежеквартальном издании «Доклад о денежно-кредитной политике», который публикуется на официальном интернет-ресурсе Национального Банка.

Точечная цель без промежуточных целевых уровней позволит обеспечить четкое и прямое понимание целей денежно-кредитной политики. Это окажет положительный эффект на закрепление инфляционных ожиданий и повысит экономическую стабильность, поскольку для субъектов экономики станет яснее, на какой уровень инфляции ориентироваться в долгосрочной перспективе.

Усилия по достижению цели по инфляции будут способствовать повышению доверия субъектов экономики к проводимой денежно-кредитной политике и становлению среднесрочного таргета в качестве надежного ориентира для формирования ожиданий по будущему росту цен. Национальный Банк для достижения цели и для нивелирования воздействия монетарных факторов на инфляцию в будущем не будет осуществлять новое эмиссионное финансирование в квазифискальных целях (поддержка экономики, банков). Это позволит повысить вероятность достижения поставленных целей.

4. Роль прогноза инфляции в денежно-кредитной политике

Основным предназначением прогноза инфляции является коммуникация среднесрочной траектории инфляции, которая складывается исходя из текущих и ожидаемых решений по базовой ставке, направленных на достижение цели по инфляции. Прогнозная траектория может меняться, в то время как сам целевой ориентир является постоянной величиной.

В период 2016-2019 годов, по мере снижения инфляции в соответствии с заявленной целевой траекторией, цель по инфляции выполняла свою функцию постепенного заякорения инфляционных ожиданий. Вместе с тем, по мере увеличения разрыва между фактической инфляцией и целью, прогноз инфляции непреднамеренно мог интерпретироваться как цель.

Такой подход создавал ситуацию, когда официальный ориентир по инфляции терял свою силу и отходил на второй план, а целеполагание по уровню инфляции и инфляционные ожидания были заякорены на траекторию ежеквартального прогноза инфляции, который может меняться и не является надежной точкой для заякорения. Вместе с тем, коммуникация прогноза

предназначена для обозначения траектории и периода в течении которого инфляция возвращается к цели.

Целевой ориентир будет постоянным, понятным и достижимым, создавая основу для закоренения инфляционных ожиданий всеми субъектами экономики.

Таким образом, очерчивается роль прогноза по инфляции в качестве инструмента коммуникации траектории достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе.

5. Коммуникационная политика

В 2022 году в рамках развития коммуникационной политики был усовершенствован формат пресс-релиза об установлении базовой ставки Национального Банка. Усилена роль пресс-релиза в качестве инструмента форвард гайданс за счет акцента на видении Национального Банка среднесрочных перспектив развития денежно-кредитной политики. Пресс-релизы в рамках опорных решений по базовой ставке (принятых по результатам прогнозных раундов) дополнены основными макроэкономическими прогнозами в виде таблицы.

С августа 2022 года Национальный Банк проводит и публикует макроэкономический опрос профессиональных участников рынка. Выстраивание диалога с профессиональным экспертным сообществом призвано снизить информационную асимметрию между Национальным Банком и рынком. В число респондентов входят профессиональные участники рынка, исследовательские институты, международные организации, а также рейтинговые агентства, занимающиеся анализом и прогнозированием макроэкономических показателей по Казахстану.

Проводятся регулярные встречи как с профессиональными макропрогнозистами, так и с медийными экспертами, в ходе которых обсуждаются основные факторы принятого решения и видение профессионального экспертного сообщества в отношении дальнейших перспектив развития ситуации в экономике.

Освещается ситуация на валютном рынке. За годы инфляционного таргетирования плавающий обменный курс способствовал смягчению и преодолению последствий внешних шоков. Несмотря на изначальную тенденцию к ослаблению, динамика курса после первоначальной турбулентности начала оказывать стабилизирующую роль в экономике. Данный фактор в значительной степени сыграл свою роль во время нестабильности в период пандемии COVID-19. Изначально усилившаяся волатильность относительно быстрыми темпами сменилась новым равновесием на рынке, что позволило казахстанской экономике остаться на траектории устойчивого роста.

На ежемесячной основе публикуются данные по интервенциям Национального Банка, а с 2023 года подробно раскрываются объемы покупки и продажи иностранной валюты. Начата работа над повышением качества коммуникации с иностранными инвесторами путем освещения ситуации на рынке Казахстана для зарубежных экспертов.

При этом акцент тематики коммуникаций в информационном поле будет смещен с валютного курса в сторону инфляции, инфляционных ожиданий и базовой ставки Национального Банка, а основной фокус при проведении коммуникаций будет направлен на охват широких слоев населения, так как их ожидания по росту цен оказывают существенное влияние на будущую инфляцию.

Также Национальный Банк совершенствует коммуникационную политику в рамках миссии повышения доверия к Национальному Банку как к независимому государственному институту, проводящему денежно-кредитную политику, способную сохранять привлекательность национальной валюты, контролировать инфляцию и инфляционные ожидания.

6. Координация макроэкономической политики

Фискальная дисциплина является важной для макроэкономической стабильности. В Казахстане наличие фискального пространства позволяет правительству наращивать государственные расходы и повышать их роль в экономике (таблица 1). Государственные расходы, включая квазифискальные и общественного сектора, оказывают прямое влияние на совокупный спрос и на реальный обменный курс, намного более сильное, чем денежно-кредитная политика, которая действует опосредованно, через рыночные институты, исторически слабые и еще более ослабленные фискальными интервенциями.

Рост расходов общественного сектора темпами, превышающими рост ВВП и цель по инфляции, неизбежно ведет к более высокой инфляции, чем ее целевой уровень. Соответственно, задача макроэкономической стабилизации и инфляционного таргетирования в условиях Казахстана требует ограничения темпов роста государственных расходов фискальным правилом. Такое правило фактически распространяет инфляционное таргетирование на фискальную политику и таким образом обеспечивает минимально необходимый уровень координации фискальной и денежно-кредитной политик, то есть, на уровне целей.

Таблица 1

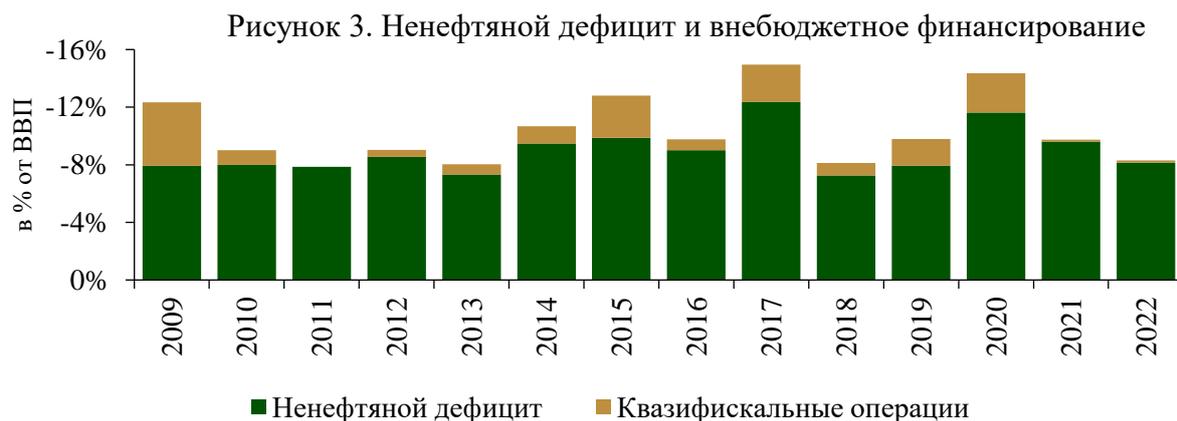
Расходы республиканского бюджета в 2022 году

№	Период	Среднегеометрические темпы роста
1	3 года	16,8%
2	5 лет	15,4%
3	10 лет	12,7%
4	15 лет	14,1%

В таких условиях на первый план макроэкономической повестки выходит вопрос координации фискальной и монетарной политик, а перспективы макроэкономической стабилизации зависят от обоснованности и убедительности фискальных правил и приверженности принятым правилам, институциональной

среды, обеспечивающей их исполнение, а также уровня развития институтов частной собственности, включая фидуциарные институты финансового сектора.

При формальной приверженности фискальной дисциплине существуют иные источники финансирования за счет балансов общественного и квазифискального сектора, которые позволяют наращивать расходы вне периметра официального бюджета (рисунок 3). Операции квазифискального характера оказывают такое же влияние на совокупный спрос и инфляционные процессы, что и бюджетные расходы. Исключение из консолидированной отчетности государственного и общественного сектора деятельности государственных компаний и вынесение определенных статей расходов за границы бюджета не влияет на фактический уровень совокупного спроса, но может исказить представление о роли квазифискальных операций, создать дополнительные степени свободы в бюджетном ограничении, ослабить действенность фискальных правил и приверженность им. Сохранение «мягких бюджетных ограничений» в перспективе несет в себе риски истощения чистых активов государства и, вследствие этого, снижение возможностей финансирования государственных обязательств и необходимости консолидации расходной части бюджета.



Устойчивость и приверженность фискальным правилам потребует снижения зависимости от нефтяных доходов, повышения качества и предсказуемости налогового администрирования, а также повышения прозрачности и подотчетность квазифискальных операций.

Эти проблемы не могут быть решены административными методами, требуют понимания и согласования достаточно широким кругом заинтересованных лиц и, в силу инерции общественных процессов, потребует значительного времени, что является основным фактором сохранения повышенного инфляционного фона на долгосрочном горизонте.

В рамках координации денежно-кредитной и фискальной политики для повышения эффективности рынка государственных ценных бумаг необходимо принять меры по развитию и совершенствованию института маркет-мейкеров и первичных дилеров, включению государственных облигаций в международные индексы и дальнейшему повышению глобализации внутреннего рынка

государственного долга, в том числе путем построения оптимальной расчетной инфраструктуры с международным присутствием.

7. Фискализация банковских потерь

Финансовое регулирование и надзор обеспечивают условия и среду, без которых современная экономика не способна эффективно функционировать. Усилия надзора в первую очередь направлены на мониторинг качества ссудного портфеля банков. Без должного надзора кредитная деятельность банков становится непродуктивной и дисфункциональной. Ослабление надзора ухудшает качество кредитных решений и ссудного портфеля, ведет к потере капитала и ухудшению качества финансовой и регуляторной отчетности, банковским потерям и несостоятельности банков. Масштабные банковские потери могут привести к еще большим потерям во всей экономике, связанным с непродуктивной деятельностью заемщиков и неэффективным распределением других ресурсов.

Одним из следствий и проявлений потерь, связанных с низким качеством кредитных решений поднадзорных банков, является инфляция. Наиболее очевидным механизмом формирования такой инфляции является фискализация (перенос банковских потерь на баланс общественного сектора) банковских потерь. Перенос банковских потерь на баланс общественного сектора не сопровождается немедленным ростом госрасходов и совокупного спроса, но увеличивает чистый долг общественного сектора (включая обязательства центрального банка), усиливает моральный риск в финансовом секторе. Моральный риск, проявляющийся как в снижении ответственности акционеров и руководства банков, так и в виде нарушений финансовой дисциплины со стороны заемщиков, в конечном итоге ухудшает качество и продуктивность кредита.

В свою очередь, непродуктивное кредитование также оказывает инфляционный эффект через рост совокупного спроса непосредственно после выдачи кредита. Таким образом, снижение риска несостоятельности банков и эффективное его урегулирование в случае несостоятельности являются необходимыми условиями макроэкономической стабилизации.

8. Развитие рыночного тарифообразования

Тарифное регулирование естественных монополий должно осуществляться по принципу обеспечения рыночной доходности и контроля операционной и инвестиционной эффективности.

Однако за последние десятилетия инвестиции в инфраструктуру существенно отставали от потребностей экономики. В результате, ухудшились надежность и качество электроэнергии, свобода доступа к воде, газу, информационным коммуникациям, ослабла конкурентоспособность и инвестиционная привлекательность экономики.

Непосредственной причиной ухудшения инфраструктуры стали низкие цены на услуги инфраструктурных компаний. Цены инфраструктурных компаний должны давать компании возможность заработать рыночную доходность, но на практике используются для сдерживания вклада

регулируемых тарифов в инфляцию. Однако в результате проводимой тарифной политики цена корзины регулируемых услуг снизилась относительно цены остальной потребительской корзины и относительно средней зарплаты.

Как итог хронического недоинвестирования в основные фонды, их износ и моральное устаревание достигли критического уровня. Инфраструктурные компании не могут своевременно обновлять оборудование, внедрять новые технологии, повышать заработную плату работникам, что снижает качество и доступность предоставляемых услуг населению и бизнесу. Низкое качество и надежность инфраструктуры является формой скрытой инфляции, имеющей более тяжелые негативные последствия для долгосрочного человеческого и экономического развития.

Устранение накопившегося долга отложенных инвестиций потребует от сектора нескольких лет повышенных инвестиционных расходов и повысит инфляционный фон. Таким образом, в условиях высокой нагрузки на имеющуюся инфраструктуру повышение цен на регулируемые жилищно-коммунальные услуги является необходимой мерой и частично будет реализовано в рамках новой программы Правительства Республики Казахстан «Тариф в обмен на инвестиции». Ступенчатое повышение тарифов частично и временно устранил накопленный перекоп цен, но далеко от системного устойчивого решения. В среднесрочной и долгосрочной перспективах меры административного регулирования цен имеют пагубное влияние на экономику, как с точки зрения развития отраслей, так и с точки зрения формирования инфляционных процессов.

Для возврата на исходные позиции относительная цена регулируемых услуг должна быть повышена. Кроме коммунальных тарифов будет осуществляться переход на рыночное ценообразование на рынке горюче-смазочных материалов. На фоне наличия перманентного расхождения внутренних и внешних цен, в первую очередь, с соседними странами, отмечается отток нефтепродуктов, что создает дисбалансы предложения на внутреннем рынке, создавая повышательное давление на цены.

Повышение регулируемых цен безусловно будет инфляционным на стороне предложения, но зато устранил давно копившиеся искажения в условиях торговли между регулируемым и нерегулируемым секторами.

Инфляционный эффект будет временным и продлится в течение подстройки относительных цен. Топливо и регулируемые коммунальные услуги входят в корзину потребительских цен самостоятельно и их повышение напрямую повысит стоимость корзины. Кроме того, регулируемые товары и услуги влияют на себестоимость практически всех конечных товаров и услуг.

Эффект повышения относительных цен будет более долгосрочным и однозначно оздоравливающим, так как создаст условия для привлечения рыночного финансирования в инфраструктуру, что устранил один из барьеров роста.

Тарифное регулирование естественных монополий должно осуществляться по принципу обеспечения рыночной доходности на

инвестированный капитал и контроля обоснованности операционных и инвестиционных расходов. Чтобы реализовать этот мандат, регулирование инфраструктурных компаний должно быть независимым от органов, ответственных за макроэкономическую стабильность, задач социальной защиты и других государственных органов, а эффективность и обоснованность инвестиционных расходов должна обеспечиваться в рамках долгосрочного плана развития производственных сил. Для достижения баланса между качественным и устойчивым ростом и устойчиво низкой инфляцией, необходимо совершенствование антимонопольного регулирования, механизмов тарифного ценообразования и защиты конкуренции, направленных на обеспечение качества и надежности услуг, контроль и проверку обоснованности расходов, с единственной целью защиты интересов потребителей и налогоплательщиков.

В то же время, планируемое повышение регулируемых тарифов недостаточно большое и недостаточно устойчивое, чтобы позволить инфраструктурным компаниям привлекать рыночный капитал для финансирования для инвестиционных расходов. Дискреционность, слабая институциональная поддержка и крайняя непопулярность решения указывает на высокий риск отката к устоявшимся практикам тарифообразования.

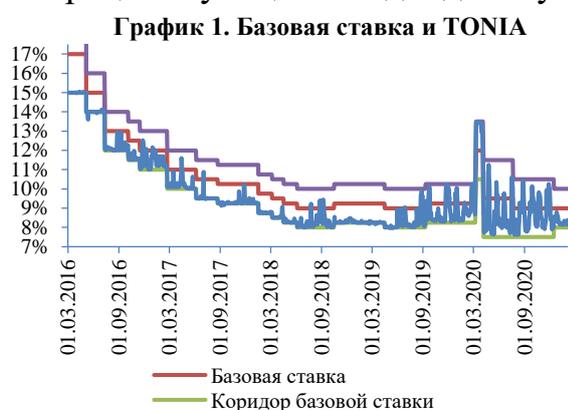
Национальный Банк продолжит придерживаться политики обеспечения стабильности цен. В связи с тем, что прямой эффект от повышения цен соответствующих категорий индекса потребительских цен предопределен и будет носить краткосрочный характер, основные меры Национального Банка будут направлены на ограничение косвенного эффекта и недопущение чрезмерного роста инфляционных ожиданий. Таким образом, в среднесрочной перспективе введение рыночного ценообразования в вышеуказанных отраслях обусловит стабильное функционирование соответствующих предприятий и обеспечит снижение волатильности цен.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Казахстана

Основным инструментом денежно-кредитной политики Национального Банка является базовая ставка, которая через ставки денежного рынка влияет на рыночные ставки. Влияние базовой ставки на инфляцию и экономическую активность состоит из нескольких этапов и имеет определенный лаг воздействия⁸.

I. Перенос базовой ставки на ставки оптового⁹ денежного рынка.

Национальный Банк обладает набором инструментов, посредством которых в зависимости от уровня базовой ставки он контролирует операционную цель – однодневную ставку РЕПО (TONIA) на КФБ (KASE).



Важно отметить, что рынок операций РЕПО составляет основную часть (75% в 2020г.) КФБ, в которой проводятся практически все операции на финансовом рынке Республики Казахстан, за исключением межбанковских сделок и некоторых операций на первичном рынке ликвидности (доля своп рынка – 8%, рынка иностранной валюты – 10%).

После изменения базовой ставки через воздействие инструментами на операционную цель (однодневная ставка РЕПО/TONIA) меняются ставки денежного рынка.

На фоне структурного профицита ликвидности TONIA в основном формируется между нижней границей процентного коридора и базовой ставкой. Изменения базовой ставки достаточно быстро отражаются на краткосрочных ставках денежного рынка.

В свою очередь, перенос краткосрочных ставок денежного рынка на ставки по более долгосрочным инструментам требует больше времени и определяется не только фактическим снижением или повышением коротких ставок, но и другими факторами, в том числе ожиданиями участников рынка относительно их динамики в будущем, существующими рисками в экономике (уровень неопределенности в экономике, формирующий премию за риск, уровень долговой нагрузки в реальном секторе, финансовая устойчивость предприятий, уровень капитализации, ликвидности, отдачи от инвестиций в предприятиях) и так далее.

⁸ Согласно исследованиям Т. Havranek, М. Rusnak “Transmission lags of monetary policy: a meta-analysis” (2013, ЦБ Чехии) лаг во времени трансмиссии денежно-кредитной политики в развивающихся экономиках варьируется от 10 до 20 месяцев.

⁹ **Оптовый денежный рынок** ограничен компаниями и финансовыми учреждениями, которые кредитуют и заимствуют в крупных суммах. Под **розницей** в данном контексте подразумевается рынок кредитования и заимствования финансовыми учреждениями во взаимодействии с клиентами (население и бизнес) в относительно мелких суммах.

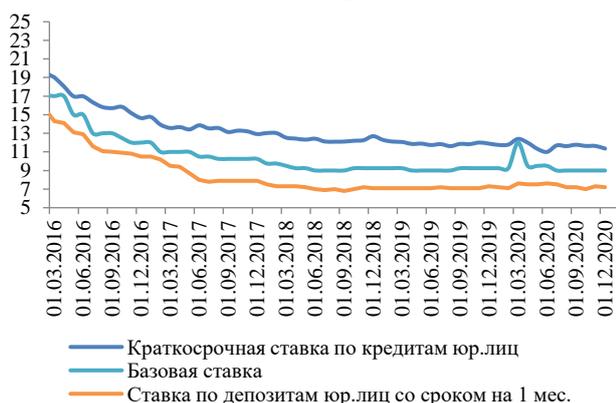
На данном этапе важным элементом является канал ожиданий по изменению базовой ставки, формирующий долгосрочные ставки на рынке ценных бумаг и, как следствие, кривую доходности, которая определяет стоимость длинных фондов. Например, ожидая ужесточение монетарных условий в виде повышения базовой ставки, участники рынка будут требовать у эмитента ценных бумаг более высокую доходность, и, напротив, ожидания смягчения денежно-кредитной политики приводят к снижению доходности по ценным бумагам.

В Казахстане на текущий момент формирование кривой доходности находится на начальной стадии. До перехода на инфляционное таргетирование кривая не являлась достоверным отражением ожиданий инвесторов, участники рынка формировали свои ожидания по стоимости безрискового капитала в отрыве от ставок на краткосрочном рынке РЕПО. После того, как Национальный Банк стал таргетировать краткосрочные ставки, сформировался краткосрочный сегмент кривой, что позволило рынку формировать кривую доходности, опираясь на ставки по нотам Национального Банка. При этом для формирования кривой доходности свыше 1 года требуется размещение среднесрочных и долгосрочных ценных бумаг с рыночной ставкой.

II этап. Трансмиссия ставок денежного (оптового) рынка на стоимость розничных банковских продуктов (депозитов, кредитов клиентов, корпоративных ценных бумаг и другие).

На данном этапе происходит перенос ставок денежного рынка на стоимость розничных финансовых продуктов через перенос краткосрочных ставок на ставки по более долгосрочным инструментам.

График 2. Базовая ставка и ставки по депозитам, кредитам



Поскольку в финансовой системе Казахстана доминирует банковский сектор с активами более 40% к ВВП, именно банковский сектор играет важную роль в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики в Республике Казахстан (активы страховых организаций к ВВП составляют 2,1%, профессиональных участников РЦБ — 0,7%, небанковских организаций — 1,8%, микрофинансовых организаций — 0,7%, ипотечных

организаций — 1,9%).

В обязательствах банков (26,5 трлн. тенге на 01.12.2020г.) 79% составляет депозиты клиентов, 7% — ценные бумаги, другие обязательства варьируются в пределах 0,2-2,1%. Это означает, что банки в Республике Казахстан в основном финансируются за счет вкладов клиентов.

После изменения базовой ставки постепенно происходит подстройка процентных ставок по депозитам банков. По мере снижения базовой ставки и TONIA, снижается ставка по корпоративным тенговым вкладам. Национальный

Банк через влияние на ставку TONIA оказывает воздействие на более 80% ежемесячно привлекаемых депозитов в тенге, то есть на стоимость основной массы фондирования банков.

Стоимость депозитов, являющихся основным источником фондирования банков, оказывает влияние на ценообразование кредитов. В дальнейшем перенос ставок на стоимость банковских кредитов происходит в части кредитов юридических лиц.

Банки при снижающейся стоимости фондирования снижают ставку по краткосрочным корпоративным кредитам в национальной валюте, средняя доля которых за 2020 год составила 50% от кредитов в тенге. Таким образом, подавляющая часть ежемесячно выдаваемых кредитов в национальной валюте находится под влиянием инструментов Национального Банка. Однако, сила и скорость переноса снижается по мере удлинения сроков кредитов.

В розничном сегменте на рынке депозитов перенос ставки ограничен из-за высокорисковой бизнес-модели банков. Так, исторически наблюдается конкуренция за вкладчиков, в которой лидируют неустойчивые банки, повышая ставки привлечения вкладов. Это приводит к тому, что другие банки в погоне за вкладчиками тоже повышают ставки.

Однако, с совершенствованием регулирования ставок вкладов населения КФГД с сентября 2019 года путем установления ставок по несрочным, срочным и сберегательным депозитам с короткими сроками в зависимости от базовой ставки Национального Банка, улучшается трансмиссия в части розничных вкладов.

В розничном сегменте кредитного рынка ставки слабо реагируют на изменения ставок денежного рынка ввиду доминирования потребительских кредитов, которые представляют больше рисков по сравнению с корпоративным сектором (беззалоговое кредитование) в том числе из-за недостаточности залога, а также низких доходов.

III. Перенос ставок кредитов на объемы кредитования и их последующая трансмиссия на экономическую активность и инфляцию

В дальнейшем перенос объемов кредитования на экономическую активность представляет кредитный канал. Именно это звено является одним из ключевых в механизме трансмиссии денежно-кредитной политики.

Выдача тенговых кредитов реальному сектору и экономическая активность, аппроксимированная через краткосрочный экономический индикатор (далее – КЭИ), имеют тесную связь.

Однако, причинно-следственный анализ показывает, что на сроке до 1 полугодия КЭИ предопределяет динамику кредитов бизнесу, а кредиты бизнесу не влияют на КЭИ.

Это показывает, что, в первую очередь, важно состояние экономики, которое определяет спрос на кредиты.

На горизонте свыше полугодия данная связь становится взаимной. Так, через полгода выданные кредиты переносятся на экономическую активность.



который подпитывается кредитами, может оказывать проинфляционное давление.

Большая часть выдаваемых тенговых кредитов населению направляется на потребительское кредитование. При этом, потребление в Республике Казахстан с долей в ВВП 63% (2019г.) в значительной степени обеспечивается импортом товаров (по непродовольственным товарам доходит до 93%, по продовольственным составляет 18%). Оплата за импортируемые товары создает спрос на иностранную валюту, что через валютный канал формирует внутренние цены. В результате, канал обменного курса денежно-кредитной политики остается одним из важных каналов трансмиссии. Эффект переноса ослабления обменного курса тенге к доллару США на инфляцию оценивается на уровне около 0,11 процентного пункта¹⁰, в том числе по непродовольственным товарам – 0,21 процентный пункт. В свою очередь, влияние процентных ставок на номинальный обменный курс тенге остается слабым ввиду низкой мобильности капитала.

Неустойчивое фондирование (замещение устойчивых облигаций нестабильными депозитами после кризиса 2008-2009гг.) и повысившаяся зависимость банков от средств квазигосударственных организаций остаются рисками фондирования, которые влияют на кредитный канал.

Доминирование договоров займов, вкладов с фиксированной ставкой являются специфической особенностью отечественной финансовой системы и также приводит к снижению чувствительности финансового и реального секторов к изменениям условий денежно-кредитной политики.

Для улучшения работы каналов денежно-кредитной политики важно развитие финансовой системы и рынка капитала с построением кривой доходности, совершенствование институциональной среды и регулирования финансовых организаций, повышение стабильности фондирования, рост

¹⁰ Оценка эффекта переноса динамики обменного курса на инфляцию на основе модели векторной авторегрессии, результаты модели опубликованы в «Обзоре инфляции», выпуск апрель 2020 года, <https://nationalbank.kz/ru/news/obzor-inflyacii/rubrics/1461>

Со стороны запасов, совокупный кредитный портфель показывает такую же связь с реальным ВВП. Однако, необходимо отметить, что сила связи умеренная. При этом, эластичность реального ВВП к кредиту низкая, это означает, что рост экономики малочувствителен к изменению кредита. Напротив, кредиты очень чувствительны к изменению реального ВВП.

Таким образом, между совокупными кредитами и экономическим циклом есть связь. Экономическая активность, в первую очередь, потребительский спрос,

капитализации банков и качества кредитного портфеля, снижение зависимости от средств квазигосударственных организаций, а также оздоровление реального сектора.

Ликвидность на денежном рынке и кредитование

Денежный рынок в Казахстане функционирует в условиях структурного профицита ликвидности с 2016 года. Основными факторами формирования избытка тенговой ликвидности являются активный процесс дедолларизации и обратной конвертации средств из валюты в тенге с 2016 года, стимулирующая фискальная политика, а также мероприятия по оздоровлению банковского сектора. В результате, объем изъятия ликвидности Национальным Банком, составил около 3,2 трлн. тенге к концу 2016 года, 3,8 трлн. тенге – к концу 2017 года, 4,3 трлн. тенге – к концу 2018 и 2019 годов, 4,8 трлн. тенге – к концу 2020 года.

Существует мнение, что наличие структурного профицита на денежном рынке сдерживает кредитование, отвлекая потенциальные денежные ресурсы из реального сектора в инструменты Национального Банка. Однако данная взаимосвязь не всегда однозначна.

Во-первых, это связано с движением денег в банковской системе. Денежные средства, выданные в качестве кредита банком в конечном счете, так или иначе возвращаются в банковскую систему, поскольку полученный кредит направляется на оборотный или основной капитал, приобретение которого невозможно без дальнейшего его размещения на счет в банке. В конечном итоге, общий объем банковской ликвидности в процессе кредитования не меняется, сменяются лишь держатели денежных средств в лице банков.

Во-вторых, банки не моментально направляют привлеченное фондирование на кредитование. Предложение денег в экономике определяется ожиданиями банков относительно прибыльности и платежеспособности заемщиков. Выдача кредитов банковской системой зависит от спроса со стороны реальной экономики, оценки рисков и доходности потенциальных заемщиков.

Инструменты Национального Банка уступают кредитам банков по доходности, а также являются короткими по срокам. Следовательно, при наличии качественного проекта для кредитования банк направляет избыточные средства на проект, изымая средства из высоколиквидных инструментов Национального Банка.

Вместе с тем, важно отметить, что банки в Казахстане, которые активно размещают средства в инструментах Национального Банка, также лидируют в выдаче кредитов экономике.

В-третьих, операции по предоставлению и изъятию ликвидности Национальным Банком на денежном рынке направлены на регулирование ставок в экономике и являются операционной процедурой. Так, Национальный Банк через свои операции по предоставлению или изъятию ликвидности контролирует ситуацию с тенговой ликвидностью для того, чтобы оказывать влияние на их стоимость.

Таким образом, ликвидность на денежном рынке формируется в том объеме, который необходим для достижения операционной задачи – удержание ставки денежного рынка в пределах установленного коридора базовой ставки. Это необходимо для воздействия на ставки в экономике и, таким образом, регулирования стоимости денег.

В случае прекращения со стороны Национального Банка проведения операций по изъятию ликвидности высоки риски перетока данных средств на валютный рынок и в некачественный рост портфеля займов. Эти риски, как следствие, имеют потенциальный негативный эффект на инфляцию и финансовую стабильность.