
1 ноября 2023 г.

В 2015 году Национальный Банк Казахстана (Нацбанк) перешел на новую денежно-кредитную политику в режиме инфляционного таргетирования (ИТ). С этого момента некоторые правительственные чиновники, парламентарии, представители бизнеса и эксперты регулярно поднимают вопросы о целесообразности использования режима ИТ в Казахстане или о наделении Нацбанка дополнительным мандатом по росту экономики. В связи с этим мы решили сделать обзор действующей монетарной политики, в том числе «Стратегии денежно-кредитной политики до 2030 года», чтобы проанализировать проблемы, оценить прогресс и дать наше видение монетарной политики в Казахстане. Основные выводы нашего отчета:

- 1. В текущих условиях монетарная политика в режиме инфляционного таргетирования с единственной целью по снижению и стабилизации инфляции является самым оптимальным вариантом для Казахстана, несмотря на значительные проблемы и низкую эффективность такой политики на текущем этапе.*
- 2. Полноценной работе режима ИТ мешают системные проблемы экономики Казахстана, которые практически целиком находятся вне контроля Нацбанка.*
- 3. Несмотря на неполноценный (переходный) режим ИТ в Казахстане, Нацбанку необходимо строго соблюдать принципы работы стандартного полноценного режима ИТ, чтобы правильно формировать доверие рынка к действиям Нацбанка.*

Введение

До 2015 года Нацбанк фактически проводил денежно-кредитную политику, основанную на фиксации курса тенге к доллару. В 2015 году монетарная политика Нацбанка перешла на режим инфляционного таргетирования, который включает в себя четыре ключевых элемента:

- 1) Основным инструментом для достижения цели по обеспечению стабильности цен в среднесрочном периоде является базовая ставка.
- 2) С переходом на инфляционное таргетирование действующим режимом политики обменного курса (курсовая политика) является плавающий обменный курс тенге.¹
- 3) Процесс принятия решений основывается на системе макроэкономического анализа и прогнозирования.
- 4) Прозрачная коммуникационная политика является ключевой составляющей денежно-кредитной политики.

Как объясняет сам Нацбанк, выбор данного режима денежно-кредитной политики обусловлен необходимостью создания условий для устойчивости экономики посредством стабильной и низкой инфляции. Нестабильная и высокая инфляция приводит к обесцениванию сбережений, падению стимулов к инвестированию, бегству капитала в иностранные активы, делает невозможным долгосрочное планирование и замедляет темпы экономического роста. Мы полностью согласны с данным утверждением и хотели бы добавить, что режим ИТ является одним из ключевых условий для проведения рыночных реформ в стране.

¹ Проблемы курсовой политики мы описывали в отдельном [отчете](#).

В рамках перехода к режиму инфляционного таргетирования 2 сентября 2015 года Нацбанк объявил о введении базовой ставки. Однако окончательный переход на инфляционное таргетирование произошел лишь в феврале 2016 года, когда Нацбанк начал полноценные операции открытого рынка и постоянного доступа, без которых применение базовой ставки не имело бы смысла.

На сайте Нацбанка поясняется то, как базовая ставка влияет на инфляцию. При использовании режима ИТ изменение базовой ставки влияет на уровень инфляции через процентные ставки денежного рынка и обменный курс. Например, повышение базовой ставки ведет к росту процентных ставок денежного рынка, затем к удорожанию средств на финансовом рынке, что, в свою очередь, воздействует на решения населения и предприятий касательно потребления и сбережений. Снижение потребления и повышение сбережений оказывает понижающее воздействие на инфляцию. Кроме того, повышение базовой ставки способствует укреплению курса национальной валюты, что, в свою очередь, имеет понижающее влияние на инфляцию.

На сегодня ключевым документом, определяющим монетарную политику Нацбанка, является «Стратегия денежно-кредитной политики до 2030 года» (Стратегия), которая была утверждена в феврале 2021 г., а затем частично обновлена в июне 2023 г.

Как менялись целевые ориентиры Нацбанка по инфляции

Основной целью Нацбанка с 2016 года до февраля 2021 г. было обеспечение стабильности цен и поддержание уровня инфляции не выше 4% в среднесрочном периоде. Затем в первоначальной Стратегии среднесрочный таргет по инфляции был установлен в диапазоне 3-4%. Как было указано в документе, установление цели в виде целевого коридора обеспечит большую гибкость денежно-кредитной политики, так как даже при определенном отклонении инфляции от середины коридора Нацбанк не обязан реагировать на это изменением базовой ставки.

В июне 2023 года в Стратегию были внесены изменения и теперь новой целью Нацбанка является поддержание годовой инфляции вблизи 5% в среднесрочном периоде. Как отмечается в обновленном документе Нацбанка, были 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 на уровне 5%.

В целом мы согласны с тем, что среднесрочный таргет по инфляции для Казахстана был повышен с 4% до 5%, что связано со структурными особенностями экономики и инфляционными процессами в Казахстане. Однако переход Нацбанка от определения четкого целевого коридора по инфляции до расплывчатого термина «вблизи» мы считаем ошибкой. При этом сам Нацбанк в обновленной Стратегии отмечает, что большинство стран, работающих в режиме ИТ, используют диапазон для допустимой инфляции в стране.

Также в обновленной Стратегии кардинально изменился подход к определению сроков достижения целевого таргета по инфляции. В первоначальной Стратегии обозначались конкретные сроки для вхождения в целевой коридор 3-4% и давались четкие промежуточные ориентиры для плавного снижения инфляции до указанной цели. Сейчас вместо конкретных планов по снижению инфляции Нацбанк дает лишь постоянно меняющиеся прогнозы по инфляции, что мы также считаем ошибкой.

Как указано в Стратегии, усилия Нацбанка 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.² По нашему мнению, отсутствие сроков и промежуточных целей по инфляции, определяемых Нацбанком, будет мешать таргету Нацбанка стать надежным ориентиром для формирования ожиданий по будущему росту цен.

Проблемы политики инфляционного таргетирования в Казахстане

В целом можно отметить, что «Стратегия денежно-кредитной политики до 2030 года» является очень содержательным документом, в котором открыто обсуждаются ограничения и препятствия для проведения эффективной монетарной политики в Казахстане. В Стратегии четко разъясняется, что в связи со слабым воздействием денежно-кредитной политики на инфляционные процессы в Казахстане действующий режим инфляционного таргетирования можно охарактеризовать как переходный (inflation targeting lite). Нацбанк намерен перейти на политику полноценного инфляционного таргетирования (full-fledged inflation targeting) только к 2030 году, по мере постепенного преодоления существующих ограничений для эффективного использования трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики.

В документе Нацбанка отмечается, что эффективность денежно-кредитной политики во многом зависит от эффективности каналов трансмиссионного механизма, посредством которых передаются сигналы влияния Нацбанка на внутренние экономические процессы, в том числе на инфляцию. В документе определяются следующие трансмиссионные каналы денежно-кредитной политики для Казахстана:

1. Процентный канал
2. Кредитный канал
3. Валютный канал
4. Канал инфляционных ожиданий

В Стратегии есть хорошее описание проблем, которые ограничивают эффективность монетарной политики в режиме ИТ в целом, но нет четкого сопоставления того, какие проблемы мешают работе определенного трансмиссионного канала. Ниже мы восполняем данный пробел и, исходя из описания проблем, указанных в Стратегии, сопоставляем их с трансмиссионными каналами денежно-кредитной политики, а также даем свои комментарии по эффективности каждого канала.

Процентный канал

Это ключевой канал трансмиссионного механизма, за счет которого базовая ставка напрямую должна влиять на процентные ставки в финансовой системе. По мнению Нацбанка, эффективность процентного канала ограничивается на двух параллельных этапах: (1) на этапе трансмиссии процентных ставок финансового рынка на стоимость банковских продуктов и (2) на этапе переноса изменений краткосрочных ставок денежного рынка на ставки по долгосрочным инструментам. В Стратегии отмечаются следующие системные проблемы, которые негативно влияют на эффективность процентного канала:

1. *Проциклическая фискальная политика.* Как отмечается в Стратегии, в Казахстане наличие фискального пространства (средства Национального фонда) позволяет правительству наращивать государственные расходы и повышать их роль в экономике. 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

² В обновленной Стратегии в секции «Целевые ориентиры по инфляции» такое пояснение пропало.

требует ограничения темпов роста государственных расходов фискальным правилом. Также в документе отмечается, что государственные расходы, включая квазифискальные и расходы 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.

Мы полностью согласны с таким мнением Нацбанка и хотели бы добавить, что монетарный регулятор вынужден поддерживать базовую ставку на высоком уровне, чтобы снизить давление на инфляцию со стороны избыточно высоких трансфертов из Нацфонда.

2. *Субсидирование государством ставок вознаграждения по кредитам.* В Стратегии Нацбанка в целом отмечается, что снижение стоимости денег в экономике за счет субсидий отдельным категориям бизнеса или населения по низкой ставке приводит к нерыночному ценообразованию в финансовой системе, что создает неравные условия для конкуренции на рынке, что, в свою очередь, приводит к неравномерному и нерыночному распределению ликвидности в экономике. Все это снижает эффективность воздействия базовой ставки на процентные ставки финансового рынка. Также в документе Нацбанка отмечается, что текущее положение с эффективностью монетарной политики в Казахстане усугубляется тем, что в государственных программах льготного кредитования непосредственно участвует сам Нацбанк.

Мы полностью согласны с этим мнением.

3. *Недостаточный уровень развития финансовой системы.* В Стратегии недостаточно четко описаны проблемы развития финансового рынка в Казахстане, хотя это одна из ключевых проблем низкой эффективности процентного канала. Однако из пояснений Нацбанка в документе можно заключить, что у нас существуют проблемы с развитием фондового и страхового рынков и управлением пенсионными активами. Есть серьезные проблемы с рынком государственных ценных бумаг и построением безрисковой кривой доходности. Необходимо усиливать конкуренцию на финансовом рынке в целом. Необходимо развивать инструменты с плавающей ставкой и производные финансовые инструменты. Также для развития финансового рынка очень важно повышать доверие к национальной валюте – тенге.

В целом мы согласны с проблемами финансового рынка, описанными в Стратегии.

4. *Низкая эффективность рынка государственных ценных бумаг (ГЦБ).* Для улучшения эффективности процентного канала денежно-кредитной политики очень важно построение достоверной кривой доходности, особенно на среднесрочном и долгосрочном сегменте кривой. Для построения кривой доходности необходимы планомерные и регулярные выпуски ГЦБ на внутреннем рынке. Как отмечается в Стратегии, в Казахстане на текущий момент формирование кривой доходности до сих пор находится на начальной стадии. Требуется совершенствование политики управления государственным долгом и более глубокая координация фискальной и монетарной политик. Также необходимо развивать вторичный рынок ГЦБ.

Мы полностью согласны с данным мнением Нацбанка.

5. *Несбалансированная структура экономики.* Данная проблема относится к высокой сырьевой зависимости и низкой диверсификации экономики Казахстана. Как отмечается в Стратегии, зависимость экономики от экспорта сырьевых товаров приводит к значительной

волатильности поступлений экспортной выручки, оказывая влияние на ключевые макроэкономические показатели. 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 (повышение базовой ставки) со стороны Нацбанка.

Мы полностью согласны с мнением Нацбанка о несбалансированной структуре экономики. Однако с точки зрения эффективности процентного канала в Стратегии нам не хватило четкого описания того, что из-за особенностей факторов инфляции в Казахстане во многих случаях базовая ставка в принципе не может оказывать влияние на неё. Ранее мы выпустили отдельный отчет [о проблемах высокой инфляции в Казахстане](#), где отмечали, что в Казахстане во многом доминирует так называемая инфляция предложения (cost-push inflation), которая вызвана падением совокупного предложения товаров и услуг на рынке из-за чего начинают расти цены на них. Снижение предложения товаров и услуг может быть связано со стихийными бедствиями, войной или повышением цен на сырье, а также вмешательством государства в рыночные отношения. Иногда такую инфляцию называют немонетарной инфляцией, поскольку с ней трудно бороться посредством регулирования денежного предложения в экономике за счет изменения процентных ставок на рынке. Например, скачок цен, произошедший во всем мире сразу после начала военного конфликта в Украине, практически целиком объясняется инфляцией предложения из-за разрыва мировых производственно-логистических цепочек и, как следствие, дефицита.

6. *Низкий уровень конкуренции и неэффективное функционирование рыночных механизмов в стране.* В Стратегии не написано об этом напрямую, однако речь идет именно об этой проблеме, когда в документе обсуждаются ограничения режима ИТ со стороны тарифной политики государства. Как указано в обновленной Стратегии, 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 регулируемые цены на услуги инфраструктурных компаний. В связи с этим для решения данной проблемы стоимости регулируемых услуг должна быть значительно повышена, что негативно будет влиять на инфляцию.

Также в обновленном документе Нацбанка отмечается, что кроме роста 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.

От себя мы можем добавить, что примеры Нацбанка по проблемам рыночного ценообразования в стране также относятся к немонетарным факторам инфляции (инфляция предложения), которыми очень трудно управлять повышением базовой ставки.

Несмотря на все проблемы, описанные выше, в Казахстане процентный канал остается основным каналом воздействия денежно-кредитной политики на инфляционные процессы. Базовая ставка достаточно полноценно и эффективно влияет на процентные ставки денежного рынка. Проблемы существует только в трансмиссии ставок денежного рынка на стоимость банковских кредитов, как для физических, так и для юридических лиц.

Для Казахстана это второй ключевой канал трансмиссионного механизма ИТ. В нашей стране суть данного трансмиссионного канала заключается в том, что изменения в процентных ставках на кредиты должны эффективно влиять на объемы банковского кредитования как для физических, так и для юридических лиц. Изменения в объемах кредитования, в свою очередь, влияют на спрос и инфляцию в экономике. В Стратегии отмечается, что на сегодня эффективное функционирование кредитного канала искажается низкой кредитной активностью заемщиков, высокими кредитными рисками и субсидированием государством ставок вознаграждения по кредитам.

По нашему мнению, в Стратегии недостаточно хорошо описываются фундаментальные причины неэффективной работы кредитного канала. Поэтому далее мы даем наше видение о том, почему изменения в базовой ставке слабо влияют на объемы кредитования.

1. *Процентные ставки и кредитование бизнеса.* По нашему мнению, в Казахстане есть три причины слабого влияния базовой ставки на объемы кредитования бизнеса в Казахстане. Первая причина – это исторически высокий уровень процентных ставок в финансовой системе, что снижает спрос на рыночное кредитование и увеличивает спрос на льготное государственное финансирование. У данной проблемы две составляющие: (1) исторически высокая инфляция; (2) высокий уровень кредитного риска в бизнес-среде Казахстана.

Вторая причина слабого влияния базовой ставки на объемы корпоративного кредитования – это государственное кредитование бизнеса по ставкам ниже рыночных. То есть, помимо того, что льготное государственное кредитование очень негативно влияет на эффективность процентного канала, оно не менее негативно влияет на рост кредитования бизнеса. Льготное государственное кредитование представляет собой недобросовестную конкуренцию со стороны государства, которое вытесняет рыночное кредитование, оно также внедряет мнение среди населения и бизнеса о несправедливости рыночных процентных ставок.

Третья причина слабого влияния базовой ставки на объемы корпоративного кредитования – это слабое развитие предпринимательства в лице малого и среднего бизнеса (МСБ) в Казахстане. В развитых странах МСБ составляет большую часть корпоративного кредитного портфеля банков. Согласно официальным статистическим данным, доля МСБ в ВВП в 2022 году составила 35.1%, увеличившись за год на 1.6 пп. Рост вроде неплохой, но он вызывает сомнение. Это связано с тем, что статистика недостоверно отражает данные по МСБ, так как она ведется только по одному критерию – среднегодовой численности работников – и не учитывает критерий среднегодового оборота продаж. По нашей грубой оценке, доля МСБ в ВВП составляет не более 15%, что очень мало по сравнению с развитыми странами. То есть, на сегодня у банков недостаточно спроса на кредиты от бизнеса, в особенности по рыночным ставкам.

Более подробно о проблемах кредитования бизнеса мы писали в нашем [обзоре развития банковского сектора](#).

2. *Процентные ставки и потребительское кредитование.* Объемы выдачи потребительских кредитов банками и небанковскими кредиторами практически нечувствительны к изменениям базовой ставки или к изменениям процентной ставки на потребительские кредиты. В одном из недавних исследований³ отмечается, что в Казахстане изменение условий кредитования,

³ Канагатова Д., Кенжегалиева С. (2023): «Влияние потребительского кредита на стабильность банковской системы». Доступно: <https://caer.narxoz.kz/jour/article/view/821>

включая изменение сроков кредитования, процентных ставок, комиссий и других кредитных условий, не имеют значительного влияния на количество выданных потребительских кредитов. Проведение маркетинговых акций и рекламных кампаний является одним из наиболее эффективных способов влияния на поведение людей и повышение спроса на потребительские кредиты. В этом же исследовании подчеркивается, что быстрый рост потребительского кредитования в Казахстане объясняется в большей степени влиянием психологических факторов, а не экономических. Мы согласны с данным мнением.

3. *Процентные ставки и ипотечное кредитование.* В развитых странах управление ставками на ипотечные кредиты является одним из ключевых инструментов центрального банка, работающего в режиме инфляционного таргетирования. На развитых финансовых рынках изменения в базовой (ключевой) ставке быстро отражаются на ставках на ипотечные кредиты, что, в свою очередь, практически немедленно сказывается на спросе и ценах на рынке недвижимости. На сегодня в Казахстане на рынке ипотеки рыночное кредитование практически полностью вытеснено льготным государственным финансированием. То есть, базовая ставка практически не оказывает никакого влияния на рост ипотечного кредитования, а следовательно, на рынок недвижимости. Такая же проблема имеет место на рынке финансового лизинга и в кредитовании сельского хозяйства.

Валютный канал

Как отмечается в Стратегии, оплата за импортируемые товары создает спрос на иностранную валюту, что через валютный канал формирует внутренние цены. В результате канал обменного курса остается одним из важных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. При этом действие валютного канала на инфляцию в Казахстане является несимметричным. Соответственно, ослабление курса тенге в отличие от укрепления имеет большее воздействие на потребительские цены.

По нашему мнению, в Стратегии недостаточно хорошо описываются причины неэффективной работы валютного канала, а некоторые меры, предлагаемые в документе, недостаточно продуманы. Например, в документе Нацбанка предлагаются меры для повышения глобализации местного рынка государственных ценных бумаг. В качестве аргумента приводится то, что арбитражные механизмы между доходностями по эквивалентным отечественным и иностранным инструментам оказывают положительное влияние на канал обменного курса трансмиссионного механизма. Мы также согласны, что участие портфельных иностранных инвесторов в торговле отечественными государственными ценными бумагами улучшает ликвидность местного фондового и валютного рынков. Однако такие инвесторы очень чувствительны к негативным изменениям на международных и внутренних рынках, и они в один момент могут выйти из местного финансового рынка, создавая большие проблемы как на валютном, так и на денежном рынке Казахстана.

В целом мы считаем, что слабая эффективность валютного канала в Казахстане связана с тем, что у участников валютного рынка сложилось непонимание того, как исторически формируется курс тенге на рынке. Такое положение вещей приводит к низкому уровню доверия как к действиям Нацбанка, так и к самой нацвалюте. Недавно мы подробно писали [о проблемах курсовой политики Нацбанка](#) и давали наши рекомендации по этому поводу. В нашем документе мы отмечали, что низкая ликвидность и неразвитость валютного рынка приводит к невозможности «свободного плавания» тенге в Казахстане. В связи с этим очень важно, чтобы Нацбанк последовательно следил за тем, что курс тенге «плавает» в понятном для всех соответствии с фундаментальными факторами.

Канал инфляционных ожиданий

Как отмечается в Стратегии, важным направлением денежно-кредитной политики в долгосрочной перспективе является воздействие на инфляцию через управление инфляционными ожиданиями и их закоренение вблизи среднесрочного таргета. Под закоренением понимается управление ожиданиями экономических субъектов таким образом, чтобы воспринимаемый (прошлый) и ожидаемый (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. Важным условием для этого будет не только успешная политика снижения фактической инфляции, но и более активная коммуникационная политика.

В соответствии со Стратегией 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, это активная и прозрачная коммуникационная политика, направленная на рост доверия населения и предприятий к действиям Нацбанка. При этом в этом же документе Нацбанк отмечает, что на сегодня 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.

Мы также считаем, что управление инфляционными ожиданиями населения и бизнеса является очень важным направлением денежно-кредитной политики в режиме инфляционного таргетирования. Мы согласны с Нацбанком, что на сегодня данный трансмиссионный канал режима ИТ является слабоэффективным. По нашему мнению, такая неэффективность канала инфляционных ожиданий напрямую связана с очень низкой эффективностью других ключевых каналов режима ИТ (процентный, кредитный и валютный). Рынок прекрасно понимает, что Нацбанку плохо удастся управлять инфляцией за счет базовой ставки по причинам, указанным выше.

В такой ситуации для управления инфляционными ожиданиями очень важна коммуникационная политика Нацбанка. В целом мы считаем, что коммуникационная политика Нацбанка находится на хорошем уровне, однако ей не хватает более жесткой и фокусной критики причин высокой инфляции и неэффективности денежно-кредитной политики в Казахстане. Возможно, это связано с недостаточной независимостью Нацбанка.

Вопросы независимости Нацбанка

Помимо вышеперечисленного, по нашему мнению, одной из ключевых проблем для действующего режима монетарной политики является недостаточная независимость Нацбанка. Как отмечается на сайте Нацбанка, инфляционное таргетирование подразумевает независимость центрального банка, что обеспечивает устойчивость, целенаправленность и последовательность монетарной политики. Вместе с тем независимость повышает подотчетность центрального банка перед обществом.

По нашему мнению, в Казахстане принцип независимости для центрального банка страны соблюдается не в полной мере. Например, в последнее время Нацбанк активно занимался финансированием льготного кредитования экономики и предоставлением государственной помощи проблемным банкам, несмотря на тот факт, что это прямо противоречит мандату Нацбанка и политике инфляционного таргетирования. Поскольку фундаментальная проблема независимости Нацбанка пока еще не решена, вероятность того, что аналогичные случаи будут иметь место в будущем, остается высокой.

По нашему мнению, в Казахстане существует ряд факторов, связанных с независимостью Нацбанка, которые негативно влияют на рост доверия к проводимой денежно-кредитной политике. В частности, на наш взгляд, не хватает ясности в вопросе досрочного освобождения от должности главы Нацбанка, которое производится Президентом без объяснения причин и без согласования с Сенатом. До сегодняшнего дня ни один глава Нацбанка не доработал до конца положенного срока и при этом не было четких пояснений, почему их досрочно освободили. В результате широкая общественность и участники рынка имеют ограниченную информацию о критериях оценки деятельности монетарного органа в тот или иной период.

Не менее важно то, что годовой отчет Нацбанка утверждается без какого-либо публичного обсуждения и без участия парламента. По нашему мнению, обсуждение и утверждение годового отчета Нацбанка в парламенте только усилило бы доверие населения и бизнеса к проводимой денежно-кредитной политике. Обсуждение годового отчета в парламенте однозначно бы снизило вероятность использования нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики для финансирования государственных расходов.

По нашему мнению, необходимо законодательно усилить независимость Национального банка. Председатель Нацбанка должен согласовываться обеими палатами парламента на фиксированный срок. Кандидаты на пост главы Нацбанка должны обязательно представить в парламента свой анализ текущей ситуации и свое видение денежно-кредитной политики, на основании чего парламента даст свое согласие на назначение. Досрочное увольнение главы Нацбанка должно быть только в чрезвычайном случае, с четким пояснением причин досрочного освобождения, и только с согласия парламента. Годовой отчет Нацбанка должен обсуждаться и утверждаться в парламенте.

Какой должна быть денежно-кредитная политика в Казахстане

С момента внедрения монетарной политики в режиме инфляционного таргетирования в стране периодически поднимается вопрос о слишком высокой базовой ставке, что приводит к высоким процентным ставкам на кредиты и другое финансирование для бизнеса и населения. Регулярно некоторые правительственные чиновники, парламентарии, представители бизнеса и эксперты говорят о том, что высокие процентные ставки не дают развиваться бизнесу, а дорогая ипотека и потребительское кредитование не дают расти благосостоянию населения и вводят его в долговую кабалу. В связи с этим в обществе и в экспертной среде даются различные предложения о том, как изменить монетарную политику Нацбанка так, чтобы снизить базовую ставку и таким образом стимулировать рост экономики и улучшить благосостояние населения.

По нашему мнению, несмотря на большие проблемы по использованию монетарной политики в режиме инфляционного таргетирования, на данном этапе у Казахстана нет другой альтернативы, чем классическое инфляционное таргетирование с единственной целью – удержанием инфляции в пределах установленных ориентиров. Режим ИТ уже доказал свою состоятельность в развитых рыночных экономиках. Проблемы развивающихся стран, таких как Казахстан, заключаются в том, что макроэкономические эффекты ИТ могут быть сведены на нет прочими факторами, которые находятся вне контроля центрального банка страны.

Как отмечают многочисленные авторитетные исследования, для инфляционного таргетирования необходимо, чтобы центральный банк обладал политической и экономической независимостью, что, в свою очередь, требует высокой прозрачности его политики и публичной подотчетности. Эффективность денежно-кредитной политики может быть ограничена, если отсутствуют структурные реформы, плохо работают рыночные механизмы и присутствует неадекватная налогово-бюджетная политика. Денежно-кредитная политика может также быть слабоэффективной в неразвитой финансовой системе с некачественным микро- и макро-пруденциальным регулированием и надзором.

Как было указано ранее в этом отчете, в Казахстане присутствуют практически все негативные факторы, мешающие эффективному использованию режима ИТ. Поэтому, если Казахстан хочет стать страной с развитой рыночной экономикой, то усилия властей должны быть направлены не на искусственное снижение базовой ставки, а на устранение этих негативных факторов, которые находятся вне контроля Нацбанка.

Также мы считаем, что на данном этапе развития Казахстана еще рано давать дополнительные цели Нацбанку, например, по обеспечению устойчивого роста экономики или по обеспечению высокого уровня занятости. Это напрямую связано с проблемами бюджетной политики и с проблемами государственной политики по развитию экономики, которые были описаны ранее в отчете.

По нашему мнению, дополнительные цели Нацбанку можно будет рассматривать только при полном и неукоснительном исполнении двух условий в Казахстане. Во-первых, в стране должны быть внедрены полноценные контрциклические бюджетные правила и должна быть жесткая дисциплина по их исполнению. Во-вторых, правительство должно полностью прекратить нерыночное вмешательство в финансовый рынок Казахстана, что прежде всего относится к кредитованию экономики по ставкам ниже рыночных. Данные реформы могут быть исполнены достаточно быстро и без больших затрат.

Направления для улучшения монетарной политики Нацбанка

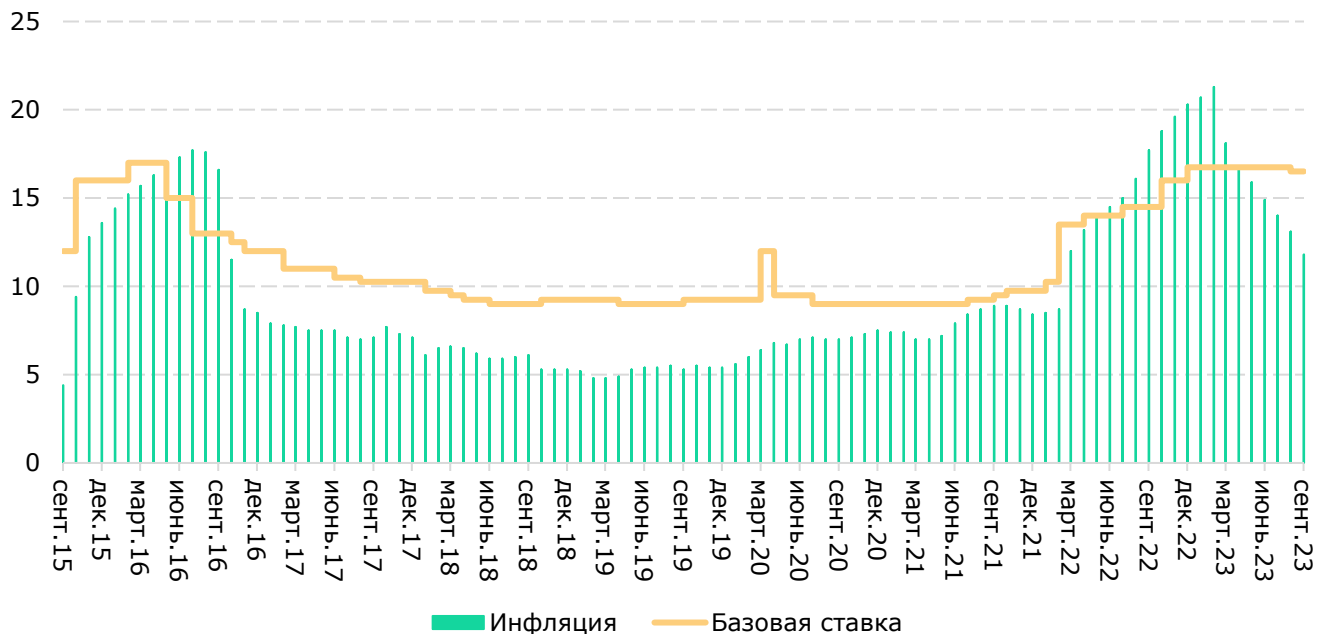
Хотя большинство факторов, мешающих эффективному проведению монетарной политики, находятся вне контроля Нацбанка, по нашему мнению, у монетарного регулятора есть несколько направлений для повышения эффективности инфляционного таргетирования:

1. Изменения базовой ставки должны быть более логичными и последовательными.
2. Коммуникационная политика Нацбанка должна более подробно объяснять негативные факторы, мешающие эффективному проведению инфляционного таргетирования.
3. Курсовая политика Нацбанка должна быть более прозрачной и эффективной.

Рекомендации по курсовой политике мы предоставляли в отдельном [отчете](#). Улучшения в коммуникационной политике не требуют дополнительных пояснений. Ниже мы хотели бы обсудить изменения базовой ставки.

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

Рисунок 1. Инфляция и базовая ставка с начала использования режима ИТ



Источник: НБК

Однако, если посмотреть на Рисунок 1, то с точки зрения изменения реальной базовой ставки Нацбанка (разницей между номинальной базовой ставкой и текущей инфляцией) решения регулятора по базовой ставке вызывают вопросы. Как видно из графика, в отдельные периоды реальная процентная ставка была высокой, а затем очень низкой. Начиная июня 2022 года, реальная процентная ставка стала отрицательной, достигнув пика в минус 4.55% в феврале 2023 года. В конце мая 2023 года реальная процентная ставка вновь стала положительной, а на конец сентября она составила плюс 4.7%. При этом в последнем октябрьском решении по базовой ставке Нацбанк дал понять, что он пока не готов снижать её в ноябре этого года. Если номинальную базовую ставку не менять до конца года, то реальная базовая ставка с большой долей вероятности поднимется на рекордные более 6%⁴ из-за снижения темпов инфляции. В такой ситуации (с непоследовательными изменениями реальной базовой ставки) рынку трудно прогнозировать решения Нацбанка, что негативно влияет на доверие к его денежно-кредитной политике.

В целом мы хотели бы отметить, что несмотря на то, что в текущей ситуации в Казахстане базовая ставка является малоэффективным инструментом управления инфляцией, тем не менее Нацбанку необходимо строго соблюдать принципы работы стандартного полноценного режима инфляционного таргетирования, чтобы правильно формировать ожидания рынка к действиям Нацбанка.

Мурат Темирханов – Советник председателя Правления

Санжар Калдаров – Аналитический центр

При использовании материала из данной публикации ссылка на первоисточник обязательна.

⁴ Высокая реальная базовая ставка в сентябре и октябре 2015 года не принимается во внимание, поскольку окончательный переход на инфляционное таргетирование произошел лишь в феврале 2016 года, когда Нацбанк начал полноценные операции открытого рынка и постоянного доступа, без которых применение базовой ставки не имело бы смысла.

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

© 2023 г., все права защищены.

Аналитический центр

Асан Курманбеков
Мадина Кабжалылова
Санжар Калдаров

+7 (727) 339 43 86

a.kurmanbekov@halykfinance.kz
m.kabzhalyalova@halykfinance.kz
s.kaldarov@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance