

**Одобрены  
постановлением Правления  
Национального Банка  
Республики Казахстан  
от 24 декабря 2007 года №146**

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ  
НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН  
НА 2008-2009 ГОДЫ**

**Введение**

**А) Изменение горизонта планирования**

По сложившейся практике Национальный Банк Республики Казахстан ежегодно разрабатывает Основные направления денежно-кредитной политики на предстоящие 3 года, в которых определяются целевые ориентиры по инфляции, а также меры денежно-кредитной политики по их достижению. Определение стратегических направлений политики на среднесрочный период повышает предсказуемость политики Национального Банка Республики Казахстан и снижает степень неопределенности для участников финансового рынка в направлении его развития.

В 2007 году выполнение задач, стоящих перед Национальным Банком Республики Казахстан, осложнилось высокой степенью неясности перспектив развития мирового финансового рынка и, соответственно, внутренней экономики. В условиях высокого риска дальнейшего ухудшения ситуации на мировом финансовом рынке центральные банки крупнейших развитых стран начали оказывать помощь своим банковским системам для стабилизации ситуации.

В 2007 году годовая инфляция (декабрь по сравнению с декабрем предыдущего года) в Республике Казахстан составила 18,8% (максимальный уровень за последние 7 лет). Специфика текущего момента заключается в том, что в условиях усиливающегося инфляционного давления и ухудшения ситуации на финансовом рынке перед Национальным Банком Республики Казахстан, как и перед другими центральными банками, возникла определенная дилемма. С одной стороны, необходимо обеспечить достижение стабильности цен, а, с другой – стабильность финансовой системы, сохранить условия для дальнейшего экономического роста.

В этих условиях Национальный Банк Республики Казахстан принял решение разработать Основные направления денежно-кредитной политики на два года вперед, то есть на 2008-2009 годы. При этом помимо реализации основной цели особое внимание уделено комплексу мер по обеспечению стабильности банковской системы. По мере снижения неопределенности Национальный Банк Республики Казахстан намерен вернуться к практике разработки Основных направлений денежно-кредитной политики на трехлетний период.

#### **Б) Некоторые особенности развития казахстанской экономики в последние годы**

Финансовые потрясения в мировой экономике продемонстрировали подверженность экономики Республики Казахстан внешним рискам. Фундаментальные особенности развития экономики, которые формировались на протяжении последних нескольких лет, стали одними из основных факторов уязвимости. Доходы сырьевых отраслей, внешние заимствования банков, рост государственных расходов продолжали способствовать «перегреву» экономики и росту совокупного спроса. Ограниченность инструментов для инвестирования в условиях объективной неспособности экономики быстро удовлетворить спрос на услуги инфраструктуры и недвижимость при активно растущем спросе привела к «перегреву» рынка недвижимости и повышению доходности в секторе строительства и других услуг. Рынок недвижимости стал наиболее привлекательным для инвестиций.

Рост финансового сектора экономики Республики Казахстан в последние годы сопровождается значительным накоплением рисков в банковской системе. Укрепление тенге, повышение суверенного кредитного рейтинга Республики Казахстан и рейтингов отечественных банков, инвестиционная привлекательность банковского сектора способствовали экспансии казахстанских банков на внешние рынки капитала. Хотя рост внешнего заимствования и высокие темпы увеличения объемов кредитования обеспечивались соответствующим качеством ссудного портфеля, тем не менее, потенциальный риск ухудшения качества активов банками не был адекватно оценен.

Экспансивное кредитование банками строительной отрасли и рынка недвижимости обусловило, с одной стороны, дальнейшее повышение цен на рынке недвижимости и усиление подверженности банковского сектора кредитным рискам. С другой стороны, сектор строительства стал практически полностью зависеть от банковского финансирования.

В течение ряда лет Национальным Банком Республики Казахстан и Агентством Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых

организаций принимались меры по минимизации возникающих рисков в банковской системе. В частности, предпринимались меры по регулированию качества ссудного портфеля, совершенствованию механизма минимальных резервных требований, были разработаны новые требования, направленные на более адекватную оценку кредитного риска, формирование провизий и увеличение капитала финансовых организаций, вводились ограничения на приток иностранных заимствований.

Вместе с тем возникшие на мировых финансовых рынках проблемы привели к проявлению накопленных рисков банковской системы и повышению уязвимости национальной экономики к внешним финансовым шокам. Казахстанские банки, для которых внешнее финансирование является важным источником пополнения ресурсной базы, столкнулись с проблемой нехватки текущей ликвидности. Снижение банковского финансирования привело в первую очередь к сокращению объемов строительства, а также снижению активности в других отраслях.

Переоценка риска, трудности с фондированием в финансовой системе привели к снижению международными рейтинговыми агентствами Standard & Poor's и Fitch суверенного кредитного рейтинга Республики Казахстан, а также рейтингов ряда отечественных банков. Тем не менее, значительного замедления темпов роста экономики до конца 2007 года не произошло.

## **1. Параметры макроэкономического развития в 2007 году**

### **1.1. Развитие мировых финансовых и товарных рынков**

Мировая экономика развивалась высокими темпами в первой половине 2007 года. По оценкам МВФ темп ее роста в этот период составил около 5% в годовом выражении. Половина этого роста приходилась на развитие экономик Китая, Индии и России.

Кроме того, мировой финансовый рынок в первом полугодии 2007 года характеризовался постепенным незначительным ростом ставок. Причиной такого роста стало ужесточение денежно-кредитной политики центральными банками некоторых развитых стран в результате повышения уровня инфляции. Европейский центральный банк дважды за год поднимал базовую процентную ставку – в марте до уровня 3,75% и в июне до 4%. Банк Японии поднял ставку до уровня 0,5% в феврале 2007 года. Базовая ставка ФРС оставалась на уровне 5,25% до сентября 2007 года.

На валютных рынках продолжались тренды 2006 года, характеризующиеся ослаблением доллара США, укреплением евро, фунта стерлингов и медленным укреплением китайского юаня.

Во второй половине 2007 года темпы роста развитых экономик снизились. Замедление роста в Европе и Японии было связано с укреплением национальных валют и снижением притока инвестиций.

В США замедление роста обуславливается кризисом «sub-prime» ипотеки и, как следствие, падением потребительской уверенности. При этом в августе 2007 года кризис на рынке ипотечных займов в США, который возник в начале 2007 года, перерос из локального в глобальный. В результате повысилась волатильность на финансовых рынках. Падение рынка «sub-prime» ипотеки в США, а также неопределенность рисков и величины конечных потерь привели к последующему кризису ликвидности на мировых финансовых рынках.

Рост рисков привел к тому, что портфельные инвесторы вывели капитал с развивающихся рынков. В результате для большинства развивающихся рынков доступ к внешним заимствованиям оказался практически закрыт.

Ряд центральных банков, в частности Федеральная резервная система США, Европейский центральный банк, отреагировали на возникший кризис проведением кредитных интервенций для поддержания ликвидности банковских систем своих стран. В этих условиях колебание процентных ставок на мировых рынках усилилось. Ставка Либор по 3-месячным долларовым депозитам повысилась с 5,36% по состоянию на конец июля 2007 года, достигнув 7 сентября 2007 года своего максимального значения в 2007 году – 5,73%. После вливания ликвидности со стороны Европейского центрального банка в декабре 2007 года ставка Либор снизилась до 4,73% (по состоянию на 28 декабря 2007 года).

В целом, мировая экономика вступила в период высокой неопределенности, основным источником которой является волатильность на мировых финансовых рынках. Несмотря на стабилизацию ситуации в последние месяцы, крупнейшие банки продолжают списывать активы, инвестированные в ценные бумаги, связанные с ипотечными займами низкой надежности. Центральные банки ведущих стран мира (США, Евросоюза, Великобритании, Канады и Швейцарии) в декабре 2007 года объявили об объединении усилий для выхода из кризиса ликвидности.

Помимо нестабильности на финансовом рынке, мировая экономика столкнулась с проблемой значительного роста цен на товарных рынках. В условиях ограниченных резервных мощностей выработки нефти, стабильного роста спроса на нее в основном со стороны динамично развивающихся стран и увеличивающимися геополитическими рисками с начала 2007 года отмечается устойчивая тенденция роста цен на нефть. Так, в

декабре 2007 года по сравнению с началом года средняя цена на нефть сорта Brent, по данным МВФ, выросла на 46,8% и составила 91,45 долл. США за баррель.

В 2007 году цены на основные металлы и продовольственные продукты также продолжили свой рост. Так, индекс цен нетопливных биржевых товаров по расчетам МВФ, включающий в себя продовольственные и промышленные товары, за 9 месяцев 2007 года вырос на 6,1%. При этом индекс цен на металлы вырос на 1,5%, а индекс цен продовольственных товаров на 18,2%.

Низкий урожай в странах – основных производителях зерновых культур, рост мирового производства альтернативных видов топлива на растительном сырье (биоэтанол) привели к сокращению объемов предложения соответствующих товаров на мировом рынке, что повлекло рост цен на них.

Так, по данным МВФ мировая цена на пшеницу (Канада) в 2007 году выросла в 2 раза, цены на подсолнечное масло, по данным Департамента сельского хозяйства США за январь-ноябрь 2007 года выросли на 91,9%.

Следствием негативных тенденций на мировом финансовых и товарных рынках стал рост инфляции во многих странах мира. Так, в США годовая инфляция (за последние 12 месяцев) повысилась с 2,5% в декабре 2006 года до 4,3% в ноябре 2007 года, в странах Еврозоны – с 1,9% до 3,1%, в том числе в Германии – с 1,4% до 3,1%.

## **1.2. Платежный баланс Республики Казахстан и обменный курс тенге**

Рост цен на мировых товарных рынках обеспечил дальнейший рост экспортных доходов Республики Казахстан. По данным таможенной статистики экспорт товаров за 9 месяцев 2007 года увеличился на 19% по сравнению с соответствующим периодом 2006 года и составил 33,8 млрд. долл. США. Сохранение высокого уровня мировых цен на энергоносители способствовало притоку иностранных прямых инвестиций в развитие инфраструктуры нефтяных месторождений. При этом источником высоких темпов роста несырьевого сектора в основном выступали внешние займы банковского сектора.

Как и в предыдущие годы, доходы от текущих операций (в основном, поступления от экспорта товаров), не покрывали расходы на импорт и выплаты нерезидентам доходов за привлеченные финансовые и трудовые ресурсы. В 2007 году эти тенденции усилились, в результате чего произошло дальнейшее увеличение дефицита по счету текущих операций. Дефицит текущего счета платежного баланса за 9 месяцев 2007 года составил 5,3 млрд. долл. США, а по результатам 2007 года ожидается на уровне 7 млрд. долл. США (в 2006 году – 1,8 млрд. долл. США).

Вследствие значительного нетто-притока прямых иностранных инвестиций (около 6 млрд. долл. США за 9 месяцев 2007 года) произошел рост расходов совместных предприятий на импорт, прежде всего, международных услуг. По итогам 9 месяцев 2007 года дефицит баланса международных услуг составил 5,7 млрд. долл. США, что на 28,5% больше, чем в соответствующем периоде 2006 года.

Суммы, репатрируемые прямыми иностранными инвесторами, составляют основную часть расходов по текущему счету. За 9 месяцев 2007 года они составили 6,9 млрд. долл. США, что на 23,6% больше, чем в соответствующем периоде 2006 года.

Увеличение дефицита по счету текущих операций также происходит за счет роста выплат вознаграждения по внешнему долгу банковского сектора. За 9 месяцев 2007 года эта сумма составила 2,3 млрд. долл. США (рост в 2 раза по сравнению с соответствующим периодом 2006 года).

Выплата дивидендов прямым иностранным инвесторам и расходы на международные услуги в достаточной степени финансируются за счет получаемых совместными предприятиями экспортных доходов и прямых инвестиций. В то время как возможности финансирования остальных операций платежного баланса, определяющих отток капитала из страны (обслуживание и погашение внешнего долга), напрямую зависят от доступа казахстанских резидентов к международным рынкам капитала и от объемов накопленных резидентами иностранных активов.

Так, в первом полугодии 2007 года нетто-приток финансирования, обеспеченный внешним заимствованием банковского сектора, составил 12,1 млрд. долл. США в сравнении с нетто-притоком в 5,2 млрд. долл. США в первом полугодии 2006 года. Приток внешних ресурсов в страну значительно превышал потребности финансирования текущих выплат и не компенсировался ростом иностранных активов частного сектора. Избыточное предложение иностранной валюты, сформированное операциями финансового счета платежного баланса, оказывало существенное давление на обменный курс тенге в сторону укрепления, которое было ослаблено за счет операций Национального Банка Республики Казахстан на внутреннем валютном рынке.

За первое полугодие золотовалютные резервы Национального Банка Республики Казахстан выросли на 3,2 млрд. долл. США, в том числе на 1,1 млрд. долл. США за счет операций, проведенных на Казахстанской фондовой бирже (КФБ) и межбанковском рынке. Номинальный курс тенге, составлявший на конец 2006 года 127 тенге за доллар США, в апреле 2007 года укрепился до 120,1 тенге за доллар США, а на конец июня 2007 года составлял 122,31 тенге за доллар США.

Проявление глобального кризиса на рынках капитала привело к существенному ухудшению условий привлечения внешних ресурсов для казахстанских банков с августа 2007 года и, как следствие, изменению условий функционирования экономики Республики Казахстан.

В третьем квартале 2007 года банки привлекли долгосрочные внешние займы (срок более 1 года) на сумму 4,2 млрд. долл. США, в то время как объем привлечения в первом и втором кварталах составлял 6,9 и 6,2 млрд. долл. США, соответственно. С учетом выплат основного долга по ранее привлеченным долгосрочным займам и чистого погашения краткосрочных займов нетто-приток ресурсов по внешним займам банковского сектора в третьем квартале 2007 года составил только 0,2 млрд. долл. США.

В условиях сокращения предложения иностранной валюты рост спроса был профинансирован за счет золотовалютных резервов Национального Банка Республики Казахстан.

Появление дефицита ликвидности в иностранной валюте у банков, последовавшее за событиями на мировых рынках капитала, спровоцировало панические настроения у населения в отношении дальнейшей динамики валютного курса. В августе произошло ослабление обменного курса до 126,25 тенге за доллар США на конец месяца. Интервенции Национального Банка Республики Казахстан, предпринятые в целях стабилизации ситуации на валютном рынке, и меры по восстановлению доверия к банковской системе обеспечили стабилизацию обменного курса тенге. На конец сентября 2007 года обменный курс составлял 120,96 тенге за доллар США, а на конец декабря 2007 года – 120,30 тенге за доллар США. Золотовалютные резервы Национального Банка Республики Казахстан за период с августа по декабрь 2007 года снизились на 6,0 млрд. долл. США и на конец декабря составили 17,4 млрд. долл. США.

Принимая во внимание наличие фундаментальных факторов, определяющих укрепление тенге относительно доллара США в среднесрочной перспективе, недопущение резких колебаний курса тенге является существенным фактором для обеспечения стабильности финансовой системы.

### **1.3. Макроэкономические и финансовые показатели**

Экономическое развитие Республики Казахстан в 2007 году характеризовалось сохранением высоких темпов роста, которые продолжаются на протяжении последних 7 лет. По итогам 9 месяцев 2007 года реальный рост ВВП составил 9,7%, незначительно замедлившись по сравнению с показателем 2006 года (10,7%). Основной рост был связан с высокими темпами развития таких отраслей, как обрабатывающая промышленность,

операции с недвижимым имуществом, строительство, торговля. Инвестиции в основной капитал за январь-ноябрь 2007 года увеличились на 10,5% (в 2006 году – 11,1%).

Продолжает расти занятость в экономике. По итогам 11 месяцев 2007 года рост занятости в экономике составил 2,4% (в 2006 году – 2,0%). Как следствие, уровень безработицы сократился с 7,8% в декабре 2006 года до 7,4% в ноябре 2007 года.

Тем не менее, в третьем квартале 2007 года наблюдалось замедление темпов роста в таких отраслях экономики, как горнодобывающая промышленность, строительство и финансовая деятельность. При этом сокращение объемов производства наблюдается практически во всех отраслях горнодобывающей промышленности.

Развитие ситуации в финансовом секторе, прежде всего в банковском сегменте, в течение 2007 года характеризовалось разнонаправленными тенденциями. В течение января-июля 2007 года наблюдалось дальнейшее расширение банковской деятельности, значительными темпами росли активы, обязательства банков. Несмотря на постепенное повышение в этот период ставок на мировом финансовом рынке, их уровень позволял отечественным банкам продолжать политику по привлечению внешних заимствований. Обязательства банков перед нерезидентами за январь-июль 2007 года увеличились на 32,9% (соответствующий период 2006 года – 19,5%).

Значительная часть привлекаемых ресурсов направлялась на расширение кредитования отечественной экономики. В течение 7 месяцев 2007 года рост кредитов экономике составил 46,6% (за соответствующий период 2006 года – 27,7%).

На фоне происходящих событий депозиты населения, как показатель, наиболее чутко реагирующий на изменение обстановки в финансовом секторе, в период с августа по октябрь 2007 года снизились на 4,7%. Тем не менее их объем в эти месяцы превышал уровень июня 2007 года, а за ноябрь-декабрь 2007 года депозиты населения, по предварительным данным, увеличились на 3,5%.

За 2007 год депозиты резидентов в банковской системе, по предварительным данным, возросли на 25,9%, причем прирост депозитов населения составил 40,5%.

Несмотря на ограничения доступа к внешним заимствованиям, роста ставок на мировых финансовых рынках, а также некоторого оттока депозитов отечественные банки не приостановили кредитование экономики. За август-декабрь 2007 года кредиты экономике, по предварительным данным, выросли на 5,5%.



## **2. Денежно-кредитная политика Национального Банка Республики Казахстан в 2007 году**

### **2.1. Оценка достижения целей по инфляции**

По официальным данным Агентства Республики Казахстан по статистике *инфляция* по итогам 2007 года составила 18,8% (декабрь 2007 года к декабрю 2006 года), что на 10,4 п.п. выше по сравнению с показателями 2006 года. Продовольственные товары стали дороже на 26,6%, непродовольственные – на 10,5%, платные услуги – на 15,4%.

*Базовая инфляция* (инфляция без учета роста цен на фрукты и овощи, бензин и уголь), которая отражает общую тенденцию в динамике инфляционных процессов, в годовом выражении выросла до 17,3% по итогам ноября 2007 года (в 2006 году – 7,3%).

В 2007 году инфляционные процессы носили разнонаправленный характер.

В начале года отмечалось некоторое снижение темпов роста инфляции: годовая инфляция снизилась с 8,4% по итогам декабря 2006 года до 7,6% по итогам мая 2007 года.

Во втором полугодии 2007 года инфляционные процессы в экономике Республики Казахстан усилились. Только в сентябре-ноябре 2007 года рост цен достиг 9,7%, что составляет более 50% общего роста цен за 2007 год.

В результате годовой уровень инфляции по итогам 2007 года достиг своего максимального значения за последние 7 лет (18,8%), а среднегодовая инфляция составила 10,8%.

Усиление инфляционного давления в 2007 году было вызвано не столько влиянием фундаментальных факторов, действие которых продолжается на протяжении ряда лет, сколько воздействием внешних факторов, имевших шоковый характер.

Фундаментальными факторами инфляции в 2007 году оставались приток иностранной валюты, высокие темпы роста совокупного спроса, увеличение денежного предложения в 2006 году, низкая производительность труда, недостаточный уровень конкуренции на отдельных рынках товаров и услуг.

Как было отмечено выше, в августе 2007 года на мировых рынках произошло резкое повышение цен на ряд продовольственных товаров (пшеница, растительные масла). С некоторым запаздыванием это отразилось на ценах на соответствующие товары и товары их переработки внутри Республики Казахстан. В частности, значительными темпами в сентябре-ноябре 2007 года росли цены на такие продукты, как хлеб, мука и масло подсолнечное.

Учитывая, что рост цен на данные продукты оказал мультипликативное влияние и на другие продовольственные товары, то, по оценке Национального Банка, годовая

инфляция в 2007 году без учета роста цен на продовольственные товары в период с сентября по ноябрь сложилась бы на уровне 14,8% вместо фактических 18,8%.

Таким образом, в результате действия указанных факторов прогноз Национального Банка Республики Казахстан по инфляции на 2007 год не был выдержан.

В соответствии с Основными направлениями денежно-кредитной политики на 2007-2009 годы прогноз по инфляции на 2007 год был определен по 3 сценариям развития экономики («умеренные цены на нефть при умеренном притоке капитала», «умеренные цены на нефть при высоком притоке капитала» и «высокие цены на нефть»).

Итоги 2007 года демонстрируют, что реализовался сценарий «высокие цены на нефть», при котором прогноз среднегодовой инфляции был определен в пределах 8,2%-9,2%. Средняя цена на нефть сорта Brent в 2007 году составила 72,7 долл. США за баррель.

## **2.2. Меры Национального Банка Республики Казахстан по поддержанию стабильности цен**

В первом полугодии 2007 года денежно-кредитная политика Национального Банка Республики Казахстан была направлена на проведение политики по повышению ставок по операциям денежно-кредитной политики, а также принятие мер по абсорбированию избыточной ликвидности банков.

Регулированию избыточной ликвидности в иностранной валюте способствовала либерализация валютного режима. С 1 января 2007 года Законом Республики Казахстан «О валютном регулировании и валютном контроле» были полностью отменены ограничения по капитальным операциям между резидентами и нерезидентами.

Основным инструментом денежно-кредитной политики первой половине 2007 года был выпуск краткосрочных нот. В январе-июле объем выпущенных краткосрочных нот составил 3,8 трлн. тенге (в 2,1 раза больше, чем в соответствующем периоде 2006 года). Средневзвешенная доходность по нотам возросла с 4,69% в декабре 2006 года до 5,64% в декабре 2007 года.

Начиная с 1 марта 2007 года, Национальный Банк Республики Казахстан приступил к выпуску нот со сроками обращения до 1 года (до 1 марта выпускались ноты со сроком только 28 дней). Выпуск нот осуществлялся со сроками обращения 28 дней (1 месяц), 3 месяца, 6 месяцев и 1 год.

В январе-июле 2007 года от банков второго уровня было привлечено депозитов на сумму 4,1 трлн. тенге, что на 34,5% меньше, чем в соответствующем периоде 2006 года. Остатки по депозитам банков в Национальном Банке Республики Казахстан снизились на 86,2% до 18,2 млрд. тенге на конец июля 2007 года. Снижение объемов депозитов банков в

Национальном Банке Республики Казахстан было обусловлено снижением их привлекательности по сравнению с краткосрочными нотами.

На внутреннем валютном рынке в январе-июле 2007 года Национальный Банк Республики Казахстан выступал преимущественно в качестве покупателя иностранной валюты. Тем не менее, объемы нетто-покупок иностранной валюты были незначительными – 291 млн. долл. США.

При помощи выпуска краткосрочных нот Национальный Банк Республики Казахстан не только полностью абсорбировал тенговую ликвидность, полученную банками в результате операций Национального Банка Республики Казахстан на внутреннем валютном рынке (40,8 млрд. тенге) и в результате снижения остатков на депозитах банков в Национальном Банке Республики Казахстан (113,4 млрд. тенге), но и часть избыточной ликвидности банков (на 163,4 млрд. тенге).

На протяжении 11 месяцев 2007 года официальная ставка рефинансирования оставалась на уровне 9,0%, а ставка по привлекаемым Национальным Банком Республики Казахстан депозитам от банков второго уровня, которая устанавливается на уровне  $\frac{1}{2}$  от официальной ставки рефинансирования, – 4,5%. С 1 декабря 2007 года обе ставки были повышены до 11,0% и 5,5%, соответственно.

### **2.3. Меры Национального Банка Республики Казахстан по обеспечению финансовой стабильности**

Во второй половине 2007 года Национальный Банк Республики Казахстан, реагируя на изменение ситуации и проявление дефицита ликвидности у банков, обусловленного глобальным кризисом, предпринимал шаги по обеспечению стабильности финансовой системы путем предоставления ликвидности банкам. Выбор в пользу обеспечения финансовой стабильности был правильным, и по данному пути пошли многие центральные банки, в том числе развитых стран.

В целях обеспечения банков краткосрочной тенговой ликвидностью Национальный Банк Республики Казахстан с августа 2007 года увеличил объемы проведения операций обратного РЕПО, начал проводить операции валютного СВОП под залог иностранной валюты, а также под залог остатков на корреспондентских счетах банков в Национальном Банке Республики Казахстан в свободно-конвертируемой валюте. Также Национальный Банк Республики Казахстан возобновил практику досрочного погашения собственных краткосрочных нот.

Кроме того, Национальным Банком Республики Казахстан была введена новая форма займов рефинансирования, а именно краткосрочные займы под залог остатков на

корреспондентских счетах банков в Национальном Банке Республики Казахстан в национальной валюте. Данные операции рефинансирования проводились со сроком 7 дней.

За период с августа по декабрь 2007 года Национальным Банком Республики Казахстан были проведены операции обратного РЕПО в объеме 723,9 млрд. тенге, операции валютного СВОП – 4043,1 млрд. тенге. По состоянию на конец декабря 2007 года объем непогашенной банками задолженности перед Национальным Банком Республики Казахстан по операциям обратного РЕПО составлял 4,0 млрд. тенге, по операциям валютного СВОП – 123,8 млрд. тенге.

Начиная с августа 2007 года, значительно сократился спрос со стороны банков на краткосрочные ноты, в результате чего в обращение выпускались ноты со сроками обращения только 28 дней. Объемы операций Национального Банка Республики Казахстан по привлечению депозитов проводились в незначительных объемах. Это было связано с отсутствием «свободной» ликвидности банков.

В результате объемы нот в обращении сократились до 228,9 млрд. тенге (в целом за 2007 год – снижение на 57,1%), объемы депозитов банков в Национальном Банке Республики Казахстан – до 9,9 млрд. тенге (в целом за 2007 год – снижение на 92,4%).

На внутреннем валютном рынке в августе-декабре 2007 года Национальный Банк Республики Казахстан выступал преимущественно в качестве продавца иностранной валюты. Объем нетто-продаж иностранной валюты достиг 6,5 млрд. долл. США.

Итогом операций Национального Банка Республики Казахстан на внутреннем рынке стало пополнение ликвидности банков второго уровня на 58,2 млрд. тенге за август-декабрь 2007 года.

В августе Национальным Банком Республики Казахстан был пересмотрен механизм минимальных резервных требований. Изменения были направлены на сокращение базы резервных обязательств и расширение структуры резервных активов, что позволило банкам дополнительно высвободить, по оценке, 150 млрд. тенге. Данные изменения вступили в силу с 9 октября 2007 года.

Кроме того, в июле 2007 года были приняты изменения в нормативы минимальных резервных требований. В соответствии с ними норматив по внутренним обязательствам снижается с 6% до 5%, а норматив по иным (включая внешние) обязательствам повышается с 8% до 10%. Учитывая, что в структуре обязательств банков второго уровня объем иных обязательств превышает объемы внутренних обязательств, данными изменениями предполагалось дополнительно «связать» часть избыточной ликвидности банков. Введение данных нормативов планировалось с августа 2007 года.

Однако с учетом возникновения проблем банков с ликвидностью сроки вступления в силу новых нормативов минимальных резервных требований были перенесены на 1 июля 2008 года.

Результатом мер Национального Банка Республики Казахстан в 2007 году стало существенное замедление темпов роста денежного предложения. За 2007 год произошло сжатие денежной базы на 2,5% (в 2006 году – расширение на 126,4%) до 1464,3 млрд. тенге. По предварительным данным за 2007 год денежная масса увеличилась на 25,5% (за 2006 год – на 78,1%) до 4613,7 млрд. тенге, наличные деньги в обращении – на 23,1% (на 45,9%) до 739,7 млрд. тенге.

### **3. Цели и приоритеты денежно-кредитной политики Национального Банка Республики Казахстан на 2008-2009 годы**

#### **3.1. Приоритеты Национального Банка Республики Казахстан**

Основным приоритетом Национального Банка Республики Казахстан является продолжение работы по переходу к принципам инфляционного таргетирования. Инфляционное таргетирование полностью отвечает основной цели Национального Банка Республики Казахстан по снижению инфляции и, ввиду повышенной прозрачности поставленной цели, обеспечивает большее доверие участников рынка.

Применение альтернативных принципов проведения денежно-кредитной политики или перенос акцентов в сферу денежного таргетирования или таргетирования обменного курса, на данном этапе нецелесообразны.

В рамках перехода к принципам инфляционного таргетирования Национальный Банк Республики Казахстан будет придерживаться режима плавающего обменного курса, то есть обменный курс тенге будет устанавливаться в зависимости от спроса и предложения иностранной валюты на внутреннем рынке.

Переход к принципам инфляционного таргетирования предполагает усиление методологической работы по совершенствованию денежно-кредитной политики. Национальный Банк Республики Казахстан сконцентрирует усилия по совершенствованию существующих моделей прогнозирования и разработке новых моделей.

#### **3.2. Сценарные варианты развития экономики Республики Казахстан**

С учетом изложенного в главе 1, экономическое развитие Республики Казахстан в 2008-2009 годах будет коренным образом отличаться от тех прогнозов, которые были сделаны на данный период в предыдущие годы. Это обусловлено, главным образом,

изменением ситуации на мировом финансовом рынке. В этой связи были полностью пересмотрены подходы к разработке сценарных вариантов развития.

Впервые за последние годы Республика Казахстан столкнулась с ситуацией, когда происходит существенное замедление экономического роста. Поэтому в данном документе не рассматривается сценарий, предполагающий сохранение высоких темпов реального роста ВВП. Также не рассматривается вариант снижения мировых цен на нефть, поскольку его реализация, как и реализация сценария высокого экономического роста в Республике Казахстан, в предстоящие два года маловероятна.

Существующая неопределенность в отношении перспектив развития мировой экономики, по оценкам, будет оставаться в ближайшем будущем высокой. Источниками ее являются волатильность на мировых финансовых и товарных рынках, неопределенность геополитической ситуации в основных нефтедобывающих регионах мира.

В этой связи ожидается, что мировые цены на основные позиции казахстанского экспорта (нефть, металлы) останутся на высоком уровне, резких колебаний на мировых продовольственных рынках происходить не будет. Также не ожидается улучшение условий заимствования для развивающихся рынков.

Такая ситуация, с одной стороны, будет способствовать сохранению значительных поступлений экспортной выручки в Республику Казахстан. С другой стороны, привлечение внешнего заимствования отечественными банками в объемах предыдущих лет будет проблематичным, по крайней мере, в ближайшие 1-2 года.

Таким образом, несмотря на относительный рост доходов от экспорта сырьевых товаров, сальдо текущего счета платежного баланса Республики Казахстан в 2008 и 2009 годах будет оставаться дефицитным. Сохранение значительного дефицита по текущим операциям будет обусловлено доминированием в структуре выплат по текущим операциям расходов, связанных с деятельностью предприятий с прямыми иностранными инвестициями (импорт товаров и услуг и выплаты доходов, включая дивиденды) и платежей в обслуживание внешнего долга банковского сектора.

В условиях ценовой конъюнктуры, благоприятной для экспорта энергоносителей и других сырьевых товаров, нетто-приток прямых иностранных инвестиций обеспечит финансирование связанных с ними текущих расходов. В то же время, ограниченный доступ к привлечению ресурсов на международных рынках капитала и необходимость выплат в погашение и обслуживание накопленного внешнего долга, которые по оценке в 2008 году составят порядка 12 млрд. долл. США, обуславливает недостаточность привлечения ресурсов из-за рубежа для покрытия потребностей финансирования операций текущего и финансового счетов. Ограничения в привлечении внешних ресурсов потребуют

от банков изменения стратегий развития на среднесрочную перспективу и направления потоков финансовых ресурсов.

В этих условиях существенно замедлится объем кредитования экономики банковским сектором Республики Казахстан, что обеспечит умеренный экономический рост. Основное замедление в экономическом росте ожидается за счет несырьевых отраслей, которые в последние годы вносили существенный вклад в реальный рост ВВП.

Дальнейшее развитие экономики Республики Казахстан будет также обеспечиваться реализацией Плана первоочередных действий по обеспечению стабильности социально-экономического развития Республики Казахстан, утвержденного постановлением Правительства Республики Казахстан от 6 ноября 2007 года.

Тем не менее, не исключается вариант, при котором ситуация на мировых финансовых рынках будет продолжать ухудшаться. В этом случае экономическое развитие Республики Казахстан будет происходить по более негативному варианту.

В связи с этим рассматриваются 2 сценария развития экономики: **базовый и пессимистичный.**

При *базовом сценарии* ожидается сохранение значительного дефицита по текущим операциям (свыше 5 млрд. долл. США). При этом предполагается, что банки не смогут рефинансировать за счет нового внешнего заимствования все обязательства перед нерезидентами, срок погашения которых наступает в 2008 и 2009 годы. Ожидается, что в этих условиях внешние активы банков сократятся.

В рамках данного сценария ожидается, что реальный рост ВВП в 2008 году составит 5%, а в 2009 году – 6,3%.

Замедление темпов экономического роста будет способствовать снижению потребности в импорте товаров и сокращению в целом внутреннего спроса, что обеспечит корректировку ситуации в платежном балансе к 2009 году. Как следствие в 2009 году ожидается сбалансированный платежный баланс, что предполагает сохранение объема международных резервов Национального Банка Республики Казахстан на уровне 2008 года и стабильность номинального обменного курса тенге.

При сделанных предположениях относительно будущей динамики показателей реального сектора и платежного баланса для данного сценария получены следующие прогнозы на 2008-2009 годы. За указанный период среднегодовой рост денежной базы составит 11-15%, денежной массы – 17-19%, кредитов экономике 16-18%, депозитов в банковской системе 15-17%. (приложение 1).

При *пессимистичном сценарии* предполагается, что выполнение обязательств банков перед нерезидентами будет обеспечиваться сокращением внешних активов банков при отсутствии нового заимствования из-за рубежа. Это повлечет сокращение объемов внутренних инвестиций и замедление роста внутренних сбережений. Сокращение внутреннего инвестиционного и потребительского спроса приведет к снижению расходов на импорт и будет ограничивать расширение дефицита текущего счета в 2008 и 2009 годах.

В условиях отсутствия доступа к внешним ресурсам необходимость обслуживания внешних долговых обязательств обусловит нетто-отток капитала из страны.

Это будет оказывать высокое давление на обменный курс тенге в сторону его ослабления.

В рамках данного сценария ожидается, что экономического роста в Республике Казахстан в 2008 и 2009 годах наблюдаться не будет.

При выполнении предположений, сделанных в отношении будущей динамики показателей реального сектора и платежного баланса, в 2008-2009 годах произойдет сокращение денежного предложения в экономике за счет сокращения внешних и внутренних активов банковской системы и, соответственно, оттока депозитов. За указанный период среднегодовое сжатие денежной базы составит 2-4%, снижение денежной массы произойдет в среднем на 6-7%, кредитов экономике – на 4-5%, депозитов в банковской системе – на 3-4%. (приложение 1).

Следует отметить, что реализация обоих сценариев предполагает существенное замедление годовой инфляции. Если на конец 2007 года годовая инфляция сложилась на уровне 18,8%, то на конец 2008 и 2009 годов она снизится до уровня, измеряемого однозначным числом. Такое замедление инфляции связано со снижением влияния объективных факторов, как сокращение роста денежного предложения, ограничение роста совокупного спроса, отсутствие ожиданий внешних шоков.

**Основной целью денежно-кредитной политики Национального Банка Республики Казахстан на 2008-2009 годы будет удержание годовой инфляции (декабрь по сравнению с декабрем предыдущего года) в пределах 7,9-9,9% в 2008 году и 7,5-9,5% в 2009 году при реализации как базового, так и пессимистичного сценариев. Это соответствует уровню среднегодовой инфляции в пределах 16-18% и 8,0-10,0%, соответственно.**

Важно также иметь в виду, что если ВВП, государственные расходы и другие показатели, находящиеся в компетенции Правительства Республики Казахстан, будут пересмотрены, прогноз инфляции также может быть пересмотрен. Кроме того, показатели денежного предложения и других индикаторов денежно-кредитной политики являются



индикативными, т.е. необязательными к достижению в случае изменения условий функционирования экономики.

#### **Вставка 1**

##### **Особенности расчета среднегодовой инфляции**

В 2008 году среднегодовая инфляция останется на высоком уровне даже при существенном снижении годовой инфляции (декабрь по сравнению с декабрем предыдущего года). В большей степени это связано с методикой расчета среднегодовой инфляции.

При расчете среднегодовой инфляции учитывается динамика инфляционных процессов за последние 2 года. По своей сути, среднегодовая инфляция показывает изменение средней стоимости корзины товаров и услуг, используемой для расчета индекса потребительских цен, в текущем году по сравнению с ее средней стоимостью в предыдущем году.

Таким образом, расчет среднегодовой инфляции предполагает охват 24 последовательных месяцев, т.е. усредняется изменение потребительских цен за последние 12 месяцев, рассчитанных к базовому периоду, по отношению к их изменению в соответствующем периоде предыдущего года. Так, уровень среднегодовой инфляции в 2008 году будет зависеть, как от инфляции в 2008 году, так и в 2006 и 2007 годах.

При этом усиление инфляционного давления во втором полугодии 2007 года скажется также на темпах инфляции и в 2008 году. Ожидается, что при условии более благоприятной ситуации на потребительском рынке в 2008 году по сравнению с прошлыми годами темпы годовой инфляции начнут замедляться уже во второй половине года. Однако среднегодовая инфляция на протяжении всего 2008 года будет показывать высокие темпы роста и только к концу года следует ожидать некоторого ее замедления.

#### **4. Меры денежно-кредитной политики на 2008 год.**

Действия Национального Банка Республики Казахстан будут определяться в зависимости от реализации базового или пессимистичного сценария развития экономики. При реализации базового сценария приоритетом будет оставаться обеспечение стабильности цен. Реализация пессимистичного сценария потребует изменения приоритетов политики в пользу обеспечения стабильности финансового сектора с целью недопущения дальнейшего ухудшения экономической ситуации в стране.

Реагируя на изменение ситуации, сложившейся в мировой и отечественной экономиках, Национальный Банк Республики Казахстан отойдет от проведения «жесткой»

денежно-кредитной политики. Как уже отмечалось выше, центральные банки многих стран, включая крупнейшие страны, пересматривают подходы к проведению денежно-кредитной политики, делая основной упор на поддержание развития собственных банковских систем. Считаем, что в условиях замедления экономического роста в Республике Казахстан такая политика Национального Банка Республики Казахстан является наиболее предпочтительной.

**- Меры денежно-кредитной политики при реализации обоих сценариев**

В 2008 году Национальный Банк Республики Казахстан продолжит работу по совершенствованию инструментов денежно-кредитной политики, главным образом в отношении повышения роли процентных ставок по операциям Национального Банка Республики Казахстан.

Установление официальной ставки рефинансирования будет производиться в зависимости от ситуации на денежном рынке и уровня инфляции таким образом, чтобы она являлась верхним уровнем ставок на денежном рынке краткосрочных инструментов. Ставка по депозитам, привлекаемым Национальным Банком Республики Казахстан от банков второго уровня, будет устанавливаться на уровне  $\frac{1}{2}$  от официальной ставки рефинансирования и представлять собой нижнюю границу коридора ставок Национального Банка Республики Казахстан.

Национальный Банк Республики Казахстан продолжит предоставление банкам второго уровня займов рефинансирования в виде проведения операций обратного РЕПО под залог государственных и агентских ценных бумаг. Проведение операций валютного СВОП, а также предоставление краткосрочных займов под залог остатков на корреспондентских счетах банков в Национальном Банке Республики Казахстан будет осуществляться только при заключении банками Соглашения о сотрудничестве и взаимодействии по вопросам предоставления банковских займов Национальным Банком Республики Казахстан.

Будет полностью прекращена практика проведения переучетных операций с коммерческими векселями, в этой связи будет прекращено присвоение предприятиям статуса первоклассных эмитентов векселей.

Национальный Банк Республики Казахстан будет осуществлять операции по конвертации и реконвертации активов Национального фонда Республики Казахстан, как путем покупки или продажи иностранной валюты на внутреннем рынке, так и за счет золотовалютных активов. При этом снижению дополнительного спроса на иностранную валюту на внутреннем рынке будет способствовать увеличение сроков, в течение которых

Национальный Банк Республики Казахстан может осуществлять конвертационные операции, до 6 месяцев (до ноября 2007 года – 1 месяц).

**- Меры денежно-кредитной политики при реализации базового сценария**

Национальный Банк Республики Казахстан будет проводить умеренно жесткую денежно-кредитную политику. Это будет подразумевать, с одной стороны, принятие мер по поддержанию ставок по операциям Национального Банка Республики Казахстан на уровне, адекватном складывающейся ситуации, а с другой стороны, проведение операций по обеспечению банков краткосрочной ликвидностью.

Основными операциями регулирования Национальным Банком Республики Казахстан ставок вознаграждения на финансовом рынке, а также регулирования ликвидности банков останутся выпуск краткосрочных нот, привлечение депозитов банков второго уровня, предоставление займов рефинансирования.

При необходимости и в случае возникновения спроса Национальный Банк Республики Казахстан рассмотрит вопрос возобновления выпуска краткосрочных нот сроком обращения до 1 года для формирования краткосрочной кривой доходности. Национальный Банк Республики Казахстан будет осуществлять мониторинг краткосрочной кривой доходности и принимать соответствующие решения в зависимости от ситуации на финансовом рынке.

Национальный Банк Республики Казахстан в условиях давления на обменный курс тенге в сторону его ослабления не будет допускать резких краткосрочных колебаний обменного курса тенге, при этом ориентиры или коридоры колебания курса тенге устанавливаться не будут.

Относительное снижение внутреннего инвестиционного и потребительского спроса обеспечит корректировку ситуации в платежном балансе за счет сокращения, прежде всего, расходов на импорт. В то же время, учитывая временной лаг с которым это может произойти, в целях устранения дисбаланса спроса и предложения на внутреннем валютном рынке в краткосрочном периоде Национальным Банком Республики Казахстан могут быть предприняты меры по ограничению спроса на иностранную валюту, в том числе путем изменения порядка покупки и продажи валюты на внутреннем валютном рынке.

**- Меры денежно-кредитной политики при реализации пессимистичного сценария**

Национальный Банк Республики Казахстан будет проводить поддерживающую денежно-кредитную политику.

Это подразумевает возможность значительного снижения существующих нормативов минимальных резервных требований.

Национальный Банк Республики Казахстан будет воздерживаться от предоставления банкам прямой долговременной помощи в значительных объемах. Тем не менее, Национальный Банк Республики Казахстан совместно с Агентством Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций и Правительством Республики Казахстан планирует выработать и активно использовать механизмы поддержания банковского сектора с использованием различных косвенных инструментов (секьюритизация активов, операции с облигациями и акциями банков, предоставление ликвидности через институты развития и др.).

Национальный Банк Республики Казахстан в условиях более высокого давления обменного курса тенге допустит более значительное его ослабление по сравнению с базовым сценарием в целях поддержания золотовалютных резервов на уровне, необходимом для выполнения страной своих международных обязательств.

Сжатие внутреннего инвестиционного и потребительского спроса обеспечит корректировку ситуации в платежном балансе за счет сокращения не только расходов на импорт, но и сокращения выплат в обслуживание внешнего долга. В то же время, учитывая существенный дефицит ликвидности в иностранной валюте и угрозу внезапного оттока капитала из страны, при необходимости будут приняты жесткие меры по стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке. В этих целях Национальным Банком Республики Казахстан могут быть предприняты меры по ограничению оттока капитала и повышению объемов предложения иностранной валюты, в том числе посредством временного введения валютных ограничений (режим специального разрешения).

**ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ  
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2008-2009 ГОДЫ  
(БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ)**

на конец периода

|                                               | <b>2007<br/>(факт)</b> | <b>2008<br/>(прогноз)</b> | <b>2009<br/>(прогноз)</b> |
|-----------------------------------------------|------------------------|---------------------------|---------------------------|
| <b>Инфляция, %</b>                            |                        |                           |                           |
| - на конец года, %                            | 18,8                   | 7,9-9,9                   | 7,5-9,5                   |
| - в среднем за год, %                         | 10,8                   | 16,0-18,0                 | 8,5-10,5                  |
| <b>Официальная ставка рефинансирования, %</b> | 11,0                   | 10,0                      | 9,0                       |
| <b>Денежная база, млрд. тенге</b>             | 1464                   | 1681                      | 1878                      |
| <i>изменение в %</i>                          | -2,5                   | 14,8                      | 11,7                      |
| <b>Денежная масса, млрд. тенге</b>            | 4614*                  | 4998                      | 6173                      |
| <i>изменение в %</i>                          | 25,5*                  | 8,3                       | 23,5                      |
| <b>Депозиты резидентов, млрд. тенге</b>       | 3874*                  | 4167                      | 5124                      |
| <b>Кредиты банков экономике, млрд. тенге</b>  | 7256*                  | 8220                      | 9848                      |
| <b>Уровень монетизации экономики, %</b>       | 38,6*                  | 31,6                      | 33,1                      |

**ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ  
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2008 - 2010 ГОДЫ  
(ПЕССИМИСТИЧНЫЙ СЦЕНАРИЙ)**

на конец периода

|                                               | <b>2007<br/>(факт)</b> | <b>2008<br/>(прогноз)</b> | <b>2009<br/>(прогноз)</b> |
|-----------------------------------------------|------------------------|---------------------------|---------------------------|
| <b>Инфляция, %</b>                            |                        |                           |                           |
| - на конец года, %                            | 18,8                   | 7,9-9,9                   | 7,5-9,5                   |
| - в среднем за год, %                         | 10,8                   | 16,0-18,0                 | 8,5-10,5                  |
| <b>Официальная ставка рефинансирования, %</b> | 11,0                   | 8,0                       | 6,0                       |
| <b>Денежная база, млрд. тенге</b>             | 1464                   | 1410                      | 1402                      |
| <i>изменение в %</i>                          | -2,5                   | -3,7                      | -0,6                      |
| <b>Денежная масса, млрд. тенге</b>            | 4614*                  | 4088                      | 4088                      |
| <i>изменение в %</i>                          | 25,5*                  | -11,4                     | 0,0                       |
| <b>Депозиты резидентов, млрд. тенге</b>       | 3874*                  | 3384                      | 3438                      |
| <b>Кредиты банков экономике, млрд. тенге</b>  | 7256*                  | 6570                      | 6656                      |
| <b>Уровень монетизации экономики, %</b>       | 38,6 *                 | 28,0                      | 25,6                      |

\* по предварительным данным за 2007 год