

ВОСТОЧНАЯ АНАЛИТИКА

Выпуск 1, 2020

EASTERN ANALYTICS

Issue 1, 2020

Russian Academy of Sciences
Institute of Oriental Studies

EASTERN ANALYTICS

Issue 1, 2020

Moscow
2020

Российская Академия наук
Институт востоковедения

ВОСТОЧНАЯ АНАЛИТИКА

Выпуск 1, 2020

Москва
2020

Редакция

В. В. Наумкин
(главный редактор)
В. Я. Белокреницкий
(зам. главного редактора)
А. В. Акимов
Н. Ю. Ульченко
И. В. Федулов

Члены редколлегии

А. К. Аликберов
А. Д. Васильев
А. В. Воронцов
А. Д. Воскресенский
А. С. Железняков
И. Д. Звягельская
В. А. Исаев
В. А. Кузнецов
С. Г. Лузянин
Н. М. Мамедова
Д. В. Мосяков
С. А. Панарин
Д. В. Стрельцов
Т. Л. Шаумян

Ответственный редактор выпуска — А. В. Акимов
Редактор статей на русском языке — Е. Ф. Щепилова

Электронная версия в полном объеме доступна по адресу:
<http://ivran.ru/vostochnaya-analitika>

DOI: 10.31696/2227-5568-2020-01

© ФГБУН ИВ РАН, 2020

СОДЕРЖАНИЕ

ЭКОНОМИКА

<i>Борисов М. Г.</i> ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ПЕРЕХОД И ГЕОПОЛИТИКА	7
--	---

<i>Додонов В. Ю.</i> ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ИНСТИТУТОВ НА ЗАРУБЕЖНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ КАК НОВЫЙ ФАКТОР ИЗМЕНЕНИЯ КУРСА ТЕНГЕ	17
---	----

<i>Кандалинцев В. Г.</i> АНАЛИЗ СООТНОСИТЕЛЬНОЙ ДИНАМИКИ ВВП И НВПИИ НА ПРИМЕРЕ КИТАЯ, ИНДИИ И ЯПОНИИ	34
---	----

<i>Муранова А. П.</i> ИНФОРМАЦИОННЫЕ И КОММУНИКАЦИОННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ И ИХ ПРИМЕНЕНИЕ В НАЛОГОВОЙ АДМИНИСТРАЦИИ СТРАН ЮГО-ВОСТОЧНОЙ АЗИИ+	45
---	----

<i>Паксютов Г. Д.</i> ЦИВИЛИЗАЦИЯ КАК ФАКТОР В МЕЖДУНАРОДНОЙ ТОРГОВЛЕ КУЛЬТУРНЫМИ БЛАГАМИ	73
---	----

ПОЛИТИКА

<i>Дауров Р. Д., Саженов Н. Д.</i> ОБ ОБЩИХ ПРИНЦИПАХ И ОСОБЕННОСТЯХ ВНЕШНЕПОЛИТИЧЕСКОЙ СТРАТЕГИИ СОВРЕМЕННОГО АФГАНИСТАНА	80
---	----

<i>Дауров Р. Д., Саженов Н. Д.</i> ПРОТИВОДЕЙСТВИЕ ИСЛАМСКОМУ ЭКСТРЕМИЗМУ В ОБРАЗОВАНИИ: ПОВЕСТКА ДЛЯ РОССИИ	91
--	----

<i>Сотников В. И.</i> СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ЯДЕРНЫХ ДОКТРИН ИНДИИ И ПАКИСТАНА	98
--	----

<i>Фазельянов Э. М.</i> ГЛОБАЛЬНАЯ ЭНЕРГЕТИЧЕСКАЯ БЕЗОПАСНОСТЬ	110
---	-----

CONTENTS

ECONOMICS

<i>Borisov M. G.</i> ENERGY TRANSITION AND GEOPOLITICS	125
---	-----

POLITICS

<i>Fazelianov E. M.</i> GLOBAL ENERGY SECURITY	134
---	-----

Додонов В. Ю.*

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ИНСТИТУТОВ НА ЗАРУБЕЖНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ КАК НОВЫЙ ФАКТОР ИЗМЕНЕНИЯ КУРСА ТЕНГЕ

Dodonov V.

INVESTMENT ACTIVITY OF THE PUBLIC INSTITUTIONS IN FOREIGN FINANCIAL MARKETS AS A NEW FACTOR IN THE TENGE EXCHANGE RATE

DOI: 10.31696/2227-5568-2020-01-017-033

Аннотация. Ситуация на валютном рынке Казахстана в течение последних лет отличается неоднозначными тенденциями и повышенными девальвационными ожиданиями. Проблемы в сфере курсообразования включают в себя адекватность уровня курса тенге, его слабую предсказуемость, а также утрату связи с объективными факторами, которые определяли динамику курса на протяжении длительного периода. Усиление неопределенности на валютном рынке Казахстане совпало по времени с обострением проблем в сфере государственных финансов, в частности, с периодом поступательного сокращения объема Национального фонда, а также необходимостью обеспечения доходности пенсионных активов в условиях неустойчивости курса национальной валюты. Это совпадение дает основания предположить, что именно инвестиционная деятельность крупнейших государственных институтов в лице Национального фонда, ЕНПФ и необходимость обеспечения их приемлемой доходности в сложных внешних условиях стали новым фактором, оказывающим серьезное влияние на валютный рынок Казахстана. В статье рассматривается данная гипотеза и с целью ее оценки анализируется взаимосвязь ключевых параметров деятельности указанных институтов, их доходности и курса тенге в течение последних нескольких лет.

Ключевые слова: валютный рынок Казахстана, курс тенге, Национальный фонд, ЕНПФ, доходность инвестиционной деятельности.

Abstract. The situation on the foreign exchange market of Kazakhstan over the past few years has been characterized by ambiguous trends and increased devaluation expectations. Problems in the field of exchange rate formation include the adequacy of the level of the tenge exchange rate, its weak predictability, as well as the loss of connection with objective factors that determined the course dynamics over a long period. The increase in uncertainty in the foreign exchange market of Kazakhstan coincided in time with the aggravation of problems in the field of public finance, in particular, with the period of progressive reduction in the volume of the National Fund, as well as the need to ensure the return on pension assets in the face of instability of the national currency. This coincidence suggests that it is the investment activity of the largest state institutions represented by the National Fund, the ENPF and the need to ensure their acceptable profitability in difficult external conditions that have become a new factor that has a

* Додонов В. Ю. – д.э.н., главный научный сотрудник, Казахстанский институт стратегических исследований при Президенте Республики Казахстан. ORCID: 0000-0003-0741-417X

serious impact on the currency market of Kazakhstan. This hypothesis is considered in the article, and for the purpose of its assessment, the relationship between the key parameters of the activity of these institutions, their profitability and the tenge exchange rate over the past few years is analyzed.

Keywords: Kazakhstan foreign exchange market, tenge exchange rate, National Fund, ENPF, profitability of investment activity.

Ситуация на валютном рынке Казахстана в течение последних лет характеризуется как неоднозначная, а как уровень курса тенге, так и действия регулятора на валютном рынке вызывают вопросы со стороны экспертного сообщества, бизнеса, и населения в целом. Проблемы в сфере курсообразования включают в себя адекватность уровня курса тенге, его слабую предсказуемость, а также утрату связи с объективными факторами, которые определяли динамику курса на протяжении длительного периода.

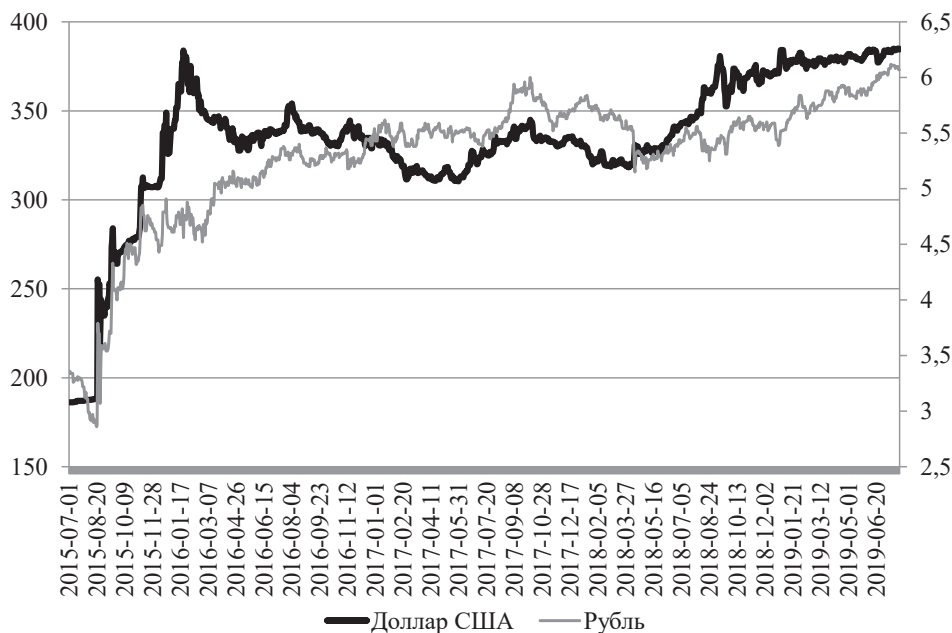
В отношении первой проблемы, связанной с адекватностью текущего курса, существует достаточно определенный экспертный консенсус о недооцененности национальной валюты Казахстана. Мнение о том, что курс тенге занижен, неоднократно высказывали в течение последних двух-трех лет и представители финансового сектора, включая топ-менеджеров крупнейших банков, и эксперты, представляющие различные сферы финансовой аналитики¹. Об этом же косвенно свидетельствуют особенности динамики курса тенге относительно доллара и рубля (рис. 1).

Прежде всего, можно отметить, что с 2016 г. тенге ослаб не только относительно так называемых твердых валют, но и относительно рубля, выйдя из коридора 1 к 4,5–5, который был преобладающим с 1999 г. (данное соотношение периодически нарушалось опережающими девальвациями рубля в России в 2008–2009 и в 2014–15 годах, но затем восстанавливалось). В середине 2019 г. курс тенге к рублю приблизился к 6 и стабилизировался на этом уровне. Другой особенностью, которая косвенно свидетельствует о не совсем корректной оценке тенге в последнее время, является сопоставление его динамики с динамикой того же рубля – валюты, в сходной мере зависимой от ключевого фундаментального фактора конъюнктуры мирового рынка энергоносителей. Рубль пережил пик своего падения в январе 2016 года, когда курс доллара достигал 85 рублей, и в последние три года находится далеко от этого пика. В то же время тенге, который также в январе 2016 года пережил локальный минимум (384 тенге), повторил те же минимальные уровни в декабре 2018 г. и превзошел их в июне 2019 г.

¹ См., например: У тенге есть потенциал быть сильнее – Шаяхметова. LSM, 15/03/2019. URL: <https://lsm.kz/narodnyj-bank-finrezul-taty> (дата обращения: 02.05.2019); Следование за рублем делает тенге «еще более слабым» – Halyk Finance URL: <https://zonakz.net/2018/10/23/sledovanie-za-ruble-m-delaet-tenge-eshe-bolee-slabym-halyk-finance/> (дата обращения: 02.05.2019); Инфляция остается высокой, а курс тенге – заниженным. URL: <https://camonitor.kz/25826-inflyaciya-ostaetsya-vysokoy-a-kurs-tenge-zanizhennym.html> (дата обращения: 02.05.2019);

Рисунок 1

Динамика официальных курсов доллара США и российского рубля относительно тенге в 2015–2019 гг.²



Данные особенности поведения курса тенге делают его непредсказуемым для многих участников рынка, для бизнеса, в том числе сильно зависящего, в силу внешнеэкономического характера деятельности, от валютных курсов, и, разумеется, для населения, которое продолжает хранить значительные объемы сбережений в иностранной валюте (на конец марта на валютные вклады приходилось 44,5% депозитов населения³, не считая средств, не размещенных в банках). В значительной мере именно непредсказуемость курса тенге определяет пробуксовку процесса дедолларизации вкладов, запущенного в декабре 2014 года. Доля валютных депозитов в общем их объеме значительно сократилась за время, прошедшее после создания рабочей группы по дедолларизации и совместного заявления Правительства и Национального банка об основных направлениях экономической политики на 2015 г., которые можно считать началом формальной кампании по дедолларизации. С 67,5% в декабре 2014 г. этот показатель сократился до 44,5% в марте текущего года. Однако сопоставление данного

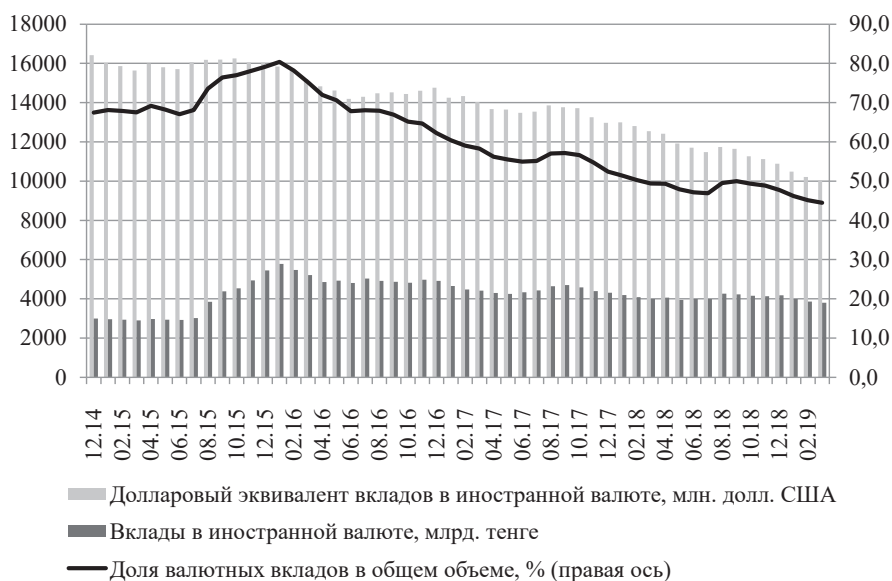
² Рассчитано по данным Национального банк РК: Официальные (рыночные) курсы валют на 28.03.19. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=747&switch=russian> (дата обращения: 28.03.2019).

³ Вклады населения в банках Казахстана. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=351&switch=russian> (дата обращения: 03.05.2019).

показателя с динамикой валютных вкладов населения показывает, что процесс снижения доли валютных вкладов происходит синхронно с уменьшением их объема (рис. 2). Это свидетельствует не столько о смене приоритетов населения в выборе валюты депозитов, сколько об изъятии вкладчиками валютных средств из банков вследствие поступательного снижения ставок по валютным депозитам, переставшими быть привлекательными. Несмотря на то, что статистика Национального банка, ведущаяся в тенге, показывает рост объема валютных вкладов за этот период, их объем в долларовом выражении с декабря 2014 по март 2019 г. сократился на 40% (с 16,5 до 10 млрд долл.). Таким образом, налицо не столько процесс перевода депозитов из валюты в тенге, сколько изъятие населением валютных средств из банков как следствие резкого снижения ставок вознаграждения по вкладам в иностранной валюте, что вряд ли может быть признано успешным итогом кампании по дедолларизации. Косвенно проблема оттока средств с валютных депозитов была признана и регулятором, что выразилось в повышении размера максимальной ставки по вкладам в иностранной валюте с 1 до 2 процентов годовых Казахстанским фондом гарантирования депозитов в апреле 2019 г.

Рисунок 2

Динамика объема и удельного веса вкладов в иностранной валюте в банках⁴



⁴ Рассчитано по данным Национального банка: Вклады населения в банках Казахстана. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=351&switch=russian> (дата обращения: 03.05.2019); Ежедневные официальные (рыночные) курсы валют. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=747&switch=russian> (дата обращения: 03.05.2019).

При этом спрос на доллары со стороны населения не снижается, о чем свидетельствует устойчиво высокий показатель нетто-покупок иностранной валюты в обменных пунктах, который в 2017–18 годах составлял 2,4 трлн тенге⁵. В значительной мере эти покупки обусловлены и проблемами курсообразования в Казахстане, прежде всего, его непредсказуемостью, которая является прямым следствием утраты взаимосвязи между курсом и основными факторами, которые всегда были определяющими для валютного рынка страны. Эти факторы, формирующие платежный баланс, известны, и к их числу в первую очередь относится объем экспорта – крупнейшая статья платежного баланса Казахстана, в разы превосходящая размером и влиянием на итоговые параметры баланса другие его компоненты (таб.1).

Таблица 1

Крупнейшие статьи платежного баланса Казахстана в 2018 году, млн долл. США⁶

Счет текущих операций	-51,7
<i>Торговый баланс</i>	<i>26358,9</i>
Экспорт	59630,1
Импорт	33271,2
<i>Баланс услуг</i>	<i>-4595,7</i>
Экспорт	7274,9
Импорт	11870,7
<i>Баланс первичных доходов</i>	<i>-22087,2</i>
Доходы к выплате	23112,7
Финансовый счет (за исключением резервных активов НБК)	2558,6
<i>Прямые инвестиции</i>	<i>-4919,2</i>
<i>Портфельные инвестиции</i>	<i>2630,4</i>
<i>Другие инвестиции</i>	<i>4738,1</i>
Средне- и долгосрочные долговые инструменты	2487,2
Ошибки и пропуски	880,7
Общий баланс	1526,2
Финансирование	-1526,2
Резервные активы НБК	-1526,2

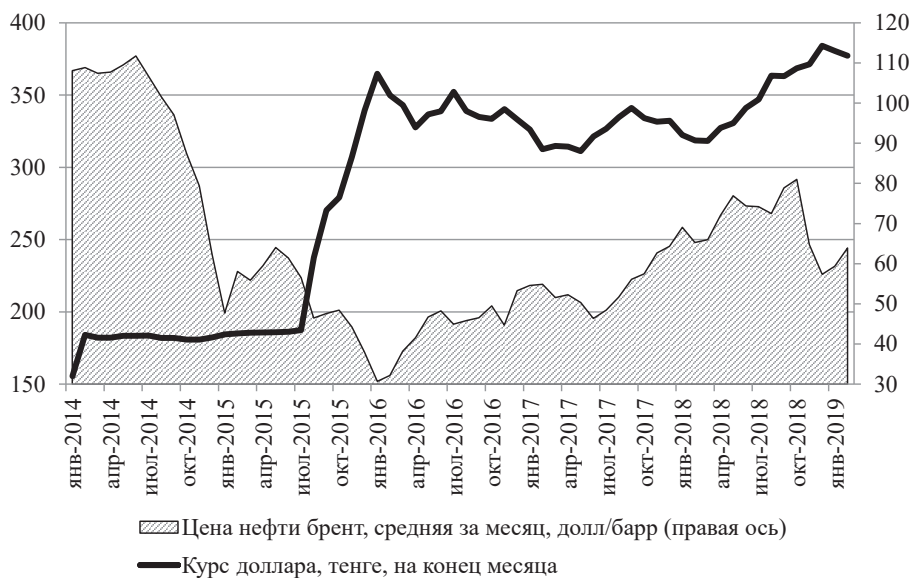
⁵ ПРЕСС – РЕЛИЗ № 2 О ситуации на финансовом рынке. 25 января 2019 года. Национальный банк Республики Казахстан. Официальный интернет-ресурс. URL: https://nationalbank.kz/cont/ПР_сит%20на%20фин%20рынке_рус.pdf.

⁶ Платежный баланс Республики Казахстан: аналитическое представление. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=343&switch=russian> (дата обращения: 03.05.2019).

В свою очередь, объем экспорта Казахстана очень тесно коррелирован с ценами на нефть, которая доминирует в структуре экспорта. В течение последних пяти лет доля минеральных продуктов в структуре экспорта Казахстана колебалась от 65% в 2016 г., когда наблюдалась минимальная среднегодовая цена нефти, до 80,4% в 2014 г.⁷ Соответственно, ключевым фактором курса тенге на протяжении многих лет была именно цена нефти. Снижение нефтяных цен вело к снижению курса тенге, ее рост сопровождался либо ростом тенге (как это было в 2003–2008 гг.), либо стабильностью (2010–2013 гг.). Однако, примерно в середине 2017 г. эта устойчивая взаимосвязь нарушилась и курс тенге начал снижаться на фоне растущей цены нефти (рис. 3). Характерно, что, комментируя ситуацию на валютном рынке Казахстана, представители Национального банка подчеркивали, что основным фактором курсообразования является ситуация с платежным балансом, хотя, наряду с этим назывались и другие факторы – от влияния курса рубля, испытывающего санкционное давление, до оттока средств нерезидентов и общемировых тенденций.

Рисунок 3

Сравнительная динамика цен на нефть и курса доллара к тенге в 2014–2019 гг.⁸



⁷ Внешняя торговля Республики Казахстан / Статистический сборник. Комитет по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан. Астана, 2018. С. 16.

⁸ Рассчитано по данным из следующих источников: Официальные (рыночные) курсы валют на 28.03.19. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=747&switch=russian> (дата обращения: 28.03.2019); Spot Prices (Crude Oil in Dollars per Barrel, Products in Dollars per Gallon). U.S. Energy Information Administration website. URL: https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_d.htm (дата обращения: 05.04.2019).

В то же время, помимо данных традиционных факторов изменения курса валюты Казахстана, в последнее время все более отчетливо проявляются и другие, связанные с состоянием государственных финансов в целом и с инвестиционной деятельностью крупнейших государственных институтов за рубежом. Общая ситуация с государственными финансами характеризуется определенной напряженностью в бюджетном процессе. Снижение цен на нефть и иное сырье после 2014 г. обусловили сокращение Национального фонда, трансферты из которого в последние годы формируют значительную часть доходов республиканского бюджета (от 33% в 2018 г. до 48% в 2017 г.⁹). Сокращение ключевого источника бюджетных поступлений сопровождается ростом расходов вследствие реализации ряда социальных программ, в рамках которых были произведены увеличение заработной платы работникам бюджетной сферы, сокращение ставки подоходного налога (с 10 до 1 процента) для лиц с минимальным объемом доходов, выделены средства на субсидирование ставок по ипотечным кредитам в рамках программ «Нурлы Жер» и «7–20–25» и пр.

В условиях осложнения бюджетного процесса снижение курса национальной валюты, особенно в экспортно-ориентированных экономиках является одним из способов компенсации растущих расходов бюджета, во всяком случае, в рамках ситуационного подхода к сглаживанию остроты проблемы. Такое решение, как упреждающее, так и вынужденное, как правило, позволяет обеспечить краткосрочное улучшение бюджетного процесса, что отмечается во многих исследованиях и подтверждается практикой. Так, российские экономисты отмечали рост доходов бюджета вследствие девальваций как в теории (А. Холопов утверждал, что «изменение валютного курса сразу приведет к соответствующему изменению поступлений в государственный бюджет в национальной валюте от адвалорных внешнеторговых пошлин»¹⁰), так и на основе опыта 2014 г.: «Более высокий, чем было заложено в бюджетных проектировках, номинальный курс доллара к рублю увеличивает нефтегазовые доходы, а также некоторые ненефтегазовые доходы, прежде всего, это относится к импортным пошлинам и НДС на импорт» (А. Чернявский¹¹). Аналогичные выводы относительно положительного влияния снижения курса валюты на доходы бюджета содержат исследования по экономикам стран Африки (например, Е.М. Chinedum и О. Kenneth выявили «сильную зависимость между

⁹ Статистический бюллетень МФ РК на 1 января 2019 года № 12. Министерство финансов Республики Казахстан. Официальный интернет-ресурс. URL: http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymouse?NavigationTarget=ROLES://portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonym_budgeting/budgeting/reports_fldr (дата обращения: 06.06.2019).

¹⁰ А.В. Холопов. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования // Мировая экономика и международные отношения. 2004. № 12. С. 25–33.

¹¹ А. Чернявский. КОММЕНТАРИИ О ГОСУДАРСТВЕ И БИЗНЕСЕ 63. 25 января – 7 февраля 2014 г. ИНСТИТУТ «ЦЕНТР РАЗВИТИЯ» НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ». URL: https://dcenter.hse.ru/data/2014/02/12/1328482026/bd_14-02.pdf.

девальвацией и государственными расходами и доходами»¹²), Латинской Америки и другим.

В то же время, особенности бюджетного процесса в Казахстане вносят в эту известную взаимосвязь свою специфику. Поскольку от ухудшения конъюнктуры мировых товарных рынков и снижения объемов экспорта страдает в первую очередь не бюджет (в котором отсутствуют непосредственные поступления от нефтяного сектора), а Национальный фонд, и этот же институт является основным источником выполнения ситуационных программ антикризисного характера (деньги на которые выделяются из бюджета, но в бюджет дополнительные средства попадают перечислением целевых траншей из Национального фонда), именно сохранность его средств может выступать в качестве фактора снижения курса национальной валюты. Другой особенностью, связанной с использованием Национального фонда в качестве основного источника бюджетных доходов, является двойственность валюты учета его активов. Поскольку почти все средства фонда размещены в валютных активах, базовой валютой фонда является доллар США. В то же время, официальная отчетность по фонду Министерством финансов предоставляется в тенге, из-за чего большое влияние на нее оказывает курсовой фактор. Изменение курса тенге к доллару США иногда приводит к ощутимым сдвигам в тенговой отчетности – укрепление курса тенге при относительной стабильности валютного размера активов фонда может привести к их снижению в тенге – такая ситуация наблюдалась, например, в первом полугодии 2018 г., что вызвало волну спекуляций об огромных убытках фонда (785 млрд тенге¹³), которые, на самом деле были следствием укрепления курса казахстанской валюты к доллару, из-за которого тот же объем долларовых активов в тенге стал исчисляться меньшей суммой. Курсовой фактор может работать и в обратную сторону – снижение курса тенге способно компенсировать уменьшение долларового объема Национального фонда в тенговой отчетности. И, по нашему мнению, такую мотивацию снижения курса казахстанской валюты в последнее время нельзя исключать.

Сравнительная динамика долларового и тенгового размера активов Национального фонда на протяжении последних лет демонстрирует разнонаправленные траектории (таб. 2). Поступательное сокращение их объема в долларах сопровождалось ростом эквивалента в тенге, причем, если в 2015–2017 гг. это было обусловлено резким снижением курса казахстанской валюты на фоне падения нефтяных цен, то в 2018 г. ситуация изменилась.

¹² E. M. Chinedum, O. Kenneth. Currency Devaluation and Fiscal Adjustment in Nigeria. *British Journal of Economics, Management & Trade* 13(2): 1–13, 2016.

¹³ Инвестиционный убыток Нацфонда составил 785 млрд тенге. *Zakon.kz*, 11.09. 2018. URL: <https://www.zakon.kz/4936506-investitsionnyy-ubytok-natsfonda.html> (дата обращения: 10.06.2019).

Таблица 2

Основные параметры Национального фонда Республики Казахстан и изменение влияющих на них факторов¹⁴

	2014	2015	2016	2017	2018
Средства Фонда на конец года, млн долл. США	73187	63392	61218	58334	57719
Средства Фонда на конец года, млрд тенге	16429	21259	23866	22925	25386
Поступления в течение года, млрд тенге	5367	7298	986	3480	5080
Использование средств Фонда за период, млрд тенге	1964	2469	2874	4421	2618
Среднегодовой курс доллара США, тенге	179,19	221,73	342,16	326,00	344,71
Среднегодовая цена нефти «брент», долл.	98,97	52,32	43,64	54,13	71,3

В 2018 г. цены на нефть существенно выросли, однако, в отличие от 2017 г., когда также наблюдался их рост, курс тенге снизился. Вследствие снижения курса тенге объем Национального фонда в национальной валюте существенно вырос – на 10,7% – при сокращении в долларовом эквиваленте на 1%. Можно обратить внимание на то, что это произошло на фоне данного в середине 2017 г. Президентом РК Н. Назарбаевым указания прекратить сокращение Национального фонда: «Рост в экономике, в основном, обеспечивается за счет средств Национального фонда. Многие организации только и ждут, когда им выделяют средства для дальнейшего освоения. Министерство финансов должно ограничить и контролировать этот процесс. Нам необходимо увеличивать наш Национальный фонд»¹⁵. В условиях увеличения расходов из фонда на неотложные антикризисные меры, которые превысили поступления в 2016 и 2017 годах, фактически единственным способом выполнить это указание стало снижение курса тенге, которое позволило показать в отчетности, формируемой в национальной валюте, рост активов фонда. Наглядной иллюстрацией курсового

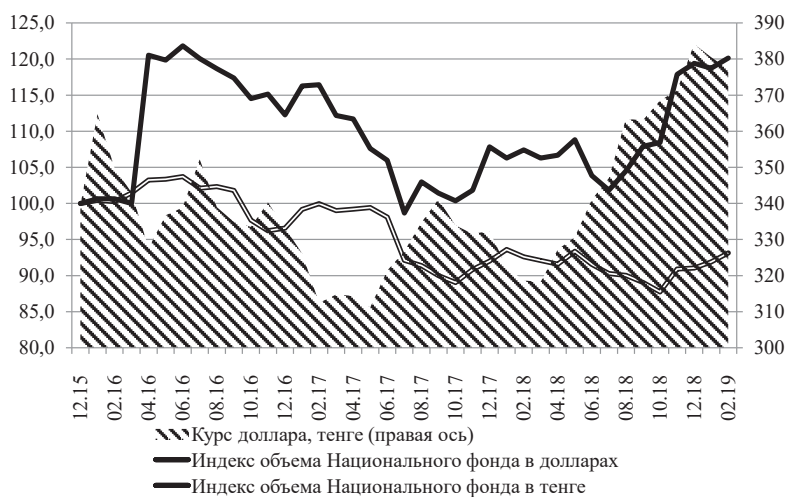
¹⁴ Составлено по данным из следующих источников: Статистический бюллетень МФ РК на 1 января 2019 года № 12. Министерство финансов Республики Казахстан. Официальный интернет-ресурс. URL: http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymouse?NavigationTarget=ROLES://portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymouse/kz.ecc.anonymouse/kz.ecc.anonymouse_budgeting/budgeting/reports_fldr (дата обращения: 06.06.2019); Ежемесячные отчеты о поступлениях и использовании Национального фонда Республики Казахстан. Министерство финансов Республики Казахстан. Официальный интернет-ресурс. URL: http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymouse?NavigationTarget=ROLES://portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymouse/kz.ecc.anonymouse/kz.ecc.anonymouse_budgeting/budgeting/national_fund_fldr/month_reports; Spot Prices (Crude Oil in Dollars per Barrel, Products in Dollars per Gallon). U. S. Energy Information Administration website. URL: https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_d.htm (дата обращения: 05.04.2019).

¹⁵ Назарбаев: Надо повысить доходы бюджета и снизить расходы. Forbes Казахстан. 24.04.2017. URL: https://forbes.kz/process/nazarbaev_nado_povyisit_dohodyi_byudjeta_i_snizit_rashodyi/ (дата обращения: 05.04.2019).

фактора в динамике активов Национального фонда является их сопоставление с курсом доллара к тенге (рис. 4).

Рисунок 4

Сравнительная динамика индексных значений объема Национального фонда в тенге и долларах с курсом доллара к тенге¹⁶



Со второго полугодия 2018 года наблюдается четкая корреляция между курсом доллара к тенге и объемом Национального фонда в казахстанской валюте, который рос вместе с ростом доллара на фоне сокращения его долларовой стоимости. Данная взаимосвязь, на наш взгляд, может являться косвенным подтверждением влияния «фактора Национального фонда» на курсовую политику Казахстана, которая была модифицирована с целью обеспечения сохранности фонда, хотя бы в отчетности на базе национальной валюты.

Помимо размера активов Национального фонда в целом, курс тенге также влияет и на показатели доходности инвестиционной деятельности этого института. Так же, как и с размерами активов, на соответствующие индикаторы сильное влияние оказывает курсовой фактор – при росте курса тенге доходность валютных инструментов (изначально очень небольшая в валюте) падает, при снижении курса тенге – растет. Соответственно, максимальный объем инвестиционных доходов в тенге отчетность Национального фонда демонстрирует в годы сильных девальваций казахстанской

¹⁶ Рассчитано по данным из следующих источников: Официальные (рыночные) курсы валют на 28.03.19. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=747&switch=russian> (дата обращения: 28.03.2019); Международные резервы и активы Национального фонда РК. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=285&switch=russian> (дата обращения: 03.04.2019); Ежемесячные отчеты о поступлениях и использовании Национального фонда Республики Казахстан. Официальный интернет-ресурс Министерства финансов Республики Казахстан. URL: http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=ROLES:/portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonym_budgeting/budgeting/national_fund_fldr/month_reports (дата обращения: 03.04.2019).

валюты, тогда как в годы ее стабильности или укрепления инвестиционные доходы близки к нулю или опускаются ниже (рис. 5).

Рисунок 5

Взаимосвязь инвестиционных доходов от управления активами Национального фонда и изменения курса доллара к тенге в 2014–18 гг.¹⁷



Таким образом, стремление улучшить показатели инвестиционной доходности или, как минимум, не допустить их отрицательной величины в сложной для государственных финансов ситуации также создает конфликт интересов для Национального банка, который управляет активами Национального фонда и, в то же время, регулирует ситуацию на валютном рынке. Нельзя исключать, что попытки повысить показатели инвестиционной доходности Национального фонда определенным образом отражались на валютной политике регулятора, несколько занижая курс тенге наперекор улучшению внешнеэкономической конъюнктуры 2017–18 гг.

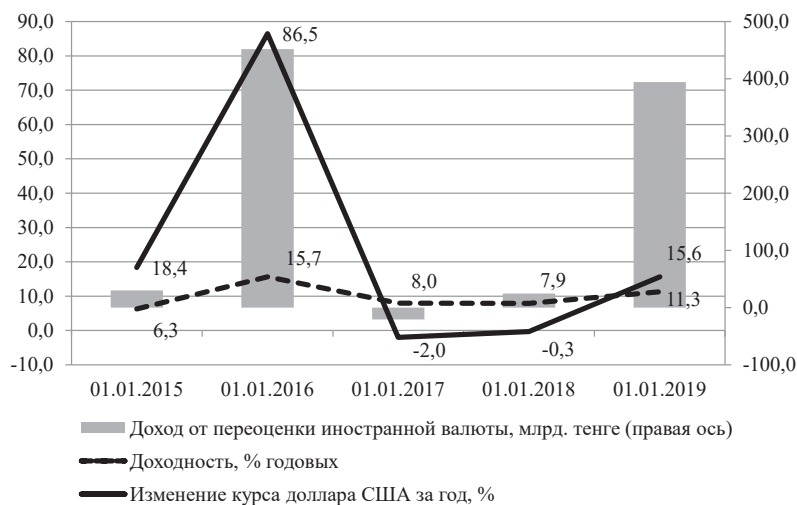
Другим фактором аналогичной природы возможного влияния на курс тенге, является необходимость обеспечения приемлемой доходности пенсионных активов, сосредоточенных в Едином накопительном пенсионном фонде (ЕНПФ), которыми также управляет Национальный банк. Доходность пенсионных активов также в значительной мере зависит от курсового фактора и в годы девальваций тенге резко повышается, тогда как при стабильности его курса остается умеренной (рис. 6). При этом в годы

¹⁷ Рассчитано по данным из следующих источников: Официальные (рыночные) курсы валют на 28.03.19. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=747&switch=russian> (дата обращения: 28.03.2019); Отчеты о поступлениях и использовании Нацфонда РК. Официальный интернет-ресурс Министерства финансов Республики Казахстан. URL: http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=ROLES://portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonym_budgeting/budgeting/national_fund_fldr/reporsrt_of_fund_fldr (дата обращения: 04.04.2019).

девальваций резко повышается вклад в доходы ЕНПФ такого компонента, как доход от переоценки иностранной валюты.

Рисунок 6

Взаимосвязь доходности пенсионных активов ЕНПФ с курсом доллара США к тенге¹⁸



Доля этого компонента в общем объеме инвестиционного дохода ЕНПФ в годы девальваций достигала 40% (2018 г.) и 55% (2015 г.). При этом можно отметить, что зависимость доходности ЕНПФ от масштабов переоценки валюты растет вместе с ростом доли валютных инструментов в общем объеме пенсионных активов, которая поступательно увеличивается на протяжении последних лет и на начало 2019 года достигла 32,4% (таб. 3). Таким образом, в процессе управления пенсионными активами Национальный банк, инвестируя все больше средств в валютные активы, создал прямую зависимость доходности активов ЕНПФ от курса тенге. Данная зависимость также создает конфликт интересов в процессе регулирования валютного рынка Казахстана, поскольку необходимость обеспечения высокой доходности пенсионных активов, опережающих инфляцию, вступает в противоречие с необходимостью обеспечения стабильности курса национальной валюты.

¹⁸ Рассчитано по данным из следующих источников: Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2018 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>; Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2017 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>; Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2016 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>; Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2015 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>; Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2014 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>.

Таблица 3

Основные показатели доходности ЕНПФ и курс доллара США к тенге

	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2018	01.01.2019
Доля активов в долларах США	11,08	16,31	22,34	27,14	32,37
Доходность, % годовых	6,3	15,65	7,95	7,92	11,27
Инвестиционный доход по ПА, всего, млрд тенге	210,4	820,3	531	597,33	977,18
в том числе доход от переоценки ино- странный валюты, млрд тенге	30,2	451,8	-20,49	24,75	394,04
Доля дохода от пере- оценки валюты в инвестиционном доходе, %	3,7	55,1	-3,9	4,1	40,3
Курс доллара США к тенге	182,35	340,01	333,29	332,33	384,2

Данное противоречие особенно обостряется в периоды благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, характеризующиеся ростом цен на товары, экспортируемые Казахстаном, прежде всего, нефть. В такие периоды растущие объемы притока экспортной выручки ведут к росту положительного сальдо текущего счета, который должен сопровождаться ростом национальной валюты, во всяком случае, в условиях декларируемого Национальным банком свободного курсообразования. В Казахстане в 2017–18 гг. наблюдался ускоряющийся прогресс в основных параметрах платежного баланса – росли объемы экспорта, положительное сальдо торгового баланса, снижался дефицит текущего счета, а в последнем квартале 2018 г. он сложился положительным впервые за почти пять лет. Но в тот же период ускорилось и снижение курса тенге, что нарушило традиционную для казахстанского валютного рынка взаимосвязь между курсом и платежным балансом, но обеспечило хорошие показатели инвестиционной деятельности ЕНПФ, Национального фонда, позволило продемонстрировать рост активов последнего в национальной валюте на фоне их сокращения в долларах США, а также сделало возможным сокращение расходов валютных ресурсов на трансферты в бюджет за счет более высокого курса доллара.

Наконец, еще одним бонусом от ослабления курса казахстанской валюты в периоды девальваций можно считать рост доходов Национального банка за счет комиссионных доходов, получаемых регулятором за управление активами государственных институтов. Эти доходы регулятора включают доходы за услуги по управлению активами Национального фонда Республики Казахстан и АО «Государственный фонд социального страхования» (отражаются в финансовой отчетности как «комиссия за услуги по управлению

активами») и комиссионный доход от управления пенсионными активами. Комиссионные доходы от операций по управлению активами включают доходы за услуги по управлению активами Национального фонда Республики Казахстан и АО «Государственный фонд социального страхования»¹⁹. При этом комиссия за управление пенсионными активами включает также вознаграждение за превышение целевого показателя доходности (когда это превышение достигается). Поскольку, как было показано выше, доходность как Национального фонда, так и ЕНПФ в значительной мере зависит от курсового фактора, то и комиссионный доход Национального банка также зависит от него, что подтверждается сравнительной динамикой их объемов с инвестиционными доходами данных двух институтов, которая в значительной мере детерминирована изменением курса тенге. Так, в годы сильных девальваций (например, в 2015 г.) инвестиционные доходы как ЕНПФ, так и Национального фонда демонстрировали пиковые показатели, что повлияло и на рост объемов комиссионного вознаграждения Национального банка (таб. 4), причем в случае с комиссией за управление пенсионными активами этот объем многократно вырос за счет превышения целевого показателя доходности. Таким образом, и в этом аспекте деятельности налицо конфликт интересов Национального банка как регулятора валютного рынка, с одной стороны, и управляющего активами Национального фонда и ЕНПФ – с другой.

Таблица 4

Сравнительная динамика инвестиционных доходов от управления Национальным фондом и пенсионными активами и комиссий Национального банка за управление соответствующими средствами, млрд тенге, если не указано иное²⁰

	2014	2015	2016	2017	2018
Инвестиционный доход по пенсионным активам	210,4	820,3	531,0	597,3	977,2
Комиссия за управление пенсионными активами	5,3	19,2	3,4	14,0	4,9

¹⁹ НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН КОНСОЛИДИРОВАННАЯ ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ ЗА ГОД, ЗАКОНЧИВШИЙСЯ 31 ДЕКАБРЯ 2016 ГОДА. С. 68. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: https://nationalbank.kz/cont/NBRK_2016_RUS_FINAL%20.pdf.

²⁰ Составлено по данным из следующих источников: НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН КОНСОЛИДИРОВАННАЯ ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ ЗА ГОД, ЗАКОНЧИВШИЙСЯ 31 ДЕКАБРЯ 2014 ГОДА. С. 33. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: http://www.nationalbank.kz/cont/publish765813_28458.pdf; НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН КОНСОЛИДИРОВАННАЯ ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ ЗА ГОД, ЗАКОНЧИВШИЙСЯ 31 ДЕКАБРЯ 2016 ГОДА. С. 68. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: https://nationalbank.kz/cont/NBRK_2016_RUS_FINAL%20.pdf; ОТЧЕТ О ПОСТУПЛЕНИЯХ И ИСПОЛЬЗОВАНИИ НАЦИОНАЛЬНОГО ФОНДА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН ЗА 2018 ГОД С УЧЕТОМ ИНВЕСТИЦИОННОГО ДОХОДА ЗА 2018 ГОД. Отчеты о поступлениях и использовании Нацфонда РК. Официальный интернет-ресурс Министерства финансов Республики Казахстан. URL: http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=ROLES://portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonym_budgeting/budgeting/national_fund_fldr/repourt_of_fund_fldr (дата обращения: 13.09.2019); НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН КОНСОЛИДИРОВАННАЯ ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ ЗА ГОД, ЗАКОНЧИВШИЙСЯ 31 ДЕКАБРЯ 2017 ГОДА. С. 79. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: https://nationalbank.kz/cont/NB%202017%20FS_RUS%20final.pdf; Отчеты о поступлениях и использовании Нацфонда РК.

	2014	2015	2016	2017	2018
в том числе вознаграждение за превышение целевого показателя доходности	-	16,2	0	9,9	0
Инвестиционные доходы от управления Национальным фондом	1862,2	5666,9	-155,1	1429,0	2522,3
Комиссия за услуги по управлению активами	9,4	9,9	12,0	11,8	12,8
Изменение курса доллара США за год, %	18,4	86,5	-2,0	-0,3	15,6

Резюмируя вышеизложенное, можно сделать вывод о том, что в течение последних двух лет к традиционным факторам курсообразования казахстанской валюты добавился дополнительный – инвестиционная деятельность ведущих государственных финансовых институтов и необходимость обеспечения ее приемлемой доходности. Действие данного фактора может объяснить ослабление взаимосвязи между курсом тенге и фундаментальными факторами (ситуация с платежным балансом, конъюнктура мировых товарных рынков) в 2017–18 годах, а возникший в процессе управления активами данных институтов конфликт интересов следует учитывать в процессе прогнозирования курса в дальнейшем, поскольку он продолжит оказывать влияние на ситуацию на казахстанском валютном рынке.

Литература/References

1. У тенге есть потенциал быть сильнее – Шаяхметова. LSM, 15/03/2019. URL: <https://lsm.kz/narodnyj-bank-finrezul-taty>.
2. Следование за рублем делает тенге «еще более слабым». Halyk Finance URL: <https://zonakz.net/2018/10/23/sledovanie-za-rubleem-delaet-tenge-eshhe-bolee-slabym-halyk-finance/>.
3. Инфляция остается высокой, а курс тенге – заниженным. URL: <https://camonitor.kz/25826-inflyaciya-ostaetsya-vysokoy-a-kurs-tenge-zanizhennym.html>.

Официальный интернет-ресурс Министерства финансов Республики Казахстан. URL: [http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=ROLES://portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonym_budgeting/budgeting/national_fund_fldr/reposrt_of_fund_fldr](http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=ROLES://portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonym_budgeting/budgeting/national_fund_fldr/reposrt_of_fund_fldr) (дата обращения: 04.04.2019); Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2018 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>; Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2017 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>; Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2016 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>; Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2015 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>; Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2014 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>.

4. Официальные (рыночные) курсы валют на 28/03/19. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=747&switch=russian>.
5. Вклады населения в банках Казахстана. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=351&switch=russian>.
6. ПРЕСС – РЕЛИЗ № 2 О ситуации на финансовом рынке. 25 января 2019 года. Национальный банк Республики Казахстан. Официальный интернет-ресурс. URL: https://nationalbank.kz/cont/ПР_сит%20на%20фин%20рынке_рус.pdf.
7. Платежный баланс Республики Казахстан: аналитическое представление. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=343&switch=russian>.
8. Внешняя торговля Республики Казахстан/ Статистический сборник. Комитет по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан. Астана, 2018. С. 16.
9. Spot Prices (Crude Oil in Dollars per Barrel, Products in Dollars per Gallon). U.S. Energy Information Administration website. URL: https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_d.htm.
10. Статистический бюллетень Министерства финансов РК на 1 января 2019 года № 12. Министерство финансов Республики Казахстан. Официальный интернет-ресурс. URL: http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=ROLES://portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonym_budgeting/budgeting/reports_fldr.
11. А.В. Холопов. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования// Мировая экономика и международные отношения. – 2004. – № 12. – с. 25–33.
12. А. Чернявский. КОММЕНТАРИИ О ГОСУДАРСТВЕ И БИЗНЕСЕ 63. 25 января – 7 февраля 2014 г. ИНСТИТУТ «ЦЕНТР РАЗВИТИЯ» НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ». URL: https://dcenter.hse.ru/data/2014/02/12/1328482026/bd_14-02.pdf.
13. E.M. Chinedum, O. Kenneth. Currency Devaluation and Fiscal Adjustment in Nigeria. British Journal of Economics, Management & Trade 13(2): 1–13, 2016.
14. Инвестиционный убыток Нацфонда составил 785 млрд тенге. Zakon.kz, 11.09. 2018. URL: <https://www.zakon.kz/4936506-investitsionnyy-ubytok-natsfonda.html>.
15. Ежемесячные отчеты о поступлениях и использовании Национального фонда Республики Казахстан. Министерство финансов Республики Казахстан. Официальный интернет-ресурс. URL: http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=ROLES://portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonym_budgeting/budgeting/national_fund_fldr/month_reports.

16. Назарбаев: Надо повысить доходы бюджета и снизить расходы. Forbes Казахстан. 24.04.2017. URL: https://forbes.kz/process/nazarbaev_nado_povyisit_dohodyi_byudjeta_i_snizit_rashodyi.
17. Международные резервы и активы Национального фонда РК. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: <https://nationalbank.kz/?docid=285&switch=russian>.
18. Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2018 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>.
19. Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2017 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>.
20. Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2016 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>.
21. Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2015 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>.
22. Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2014 г. Сайт АО «ЕНПФ»/Показатели/ Обзор инвестиционной деятельности. URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php>.
23. Национальный банк Республики Казахстан. Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2016 года. С. 68. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: https://nationalbank.kz/cont/NBRK_2016_RUS_FINAL%20.pdf.
24. Национальный банк Республики Казахстан. Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2014 года. С. 33. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: http://www.nationalbank.kz/cont/publish765813_28458.PDF.
25. Отчет о поступлениях и использовании Национального фонда Республики Казахстан за 2018 год с учетом инвестиционного дохода за 2018 год. Отчеты о поступлениях и использовании Нацфонда РК. Официальный интернет-ресурс Министерства финансов Республики Казахстан. URL: http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=ROLES://portal_content/mf/kz.ecc.roles/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonymous/kz.ecc.anonym_budgeting/budgeting/national_fund_fldr/reposrt_of_fund_fldr.
26. Национальный банк Республики Казахстан. Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2017 года. С. 79. Национальный банк Казахстана. Официальный интернет-ресурс. URL: https://nationalbank.kz/cont/NB%202017%20FS_RUS%20final.pdf.