

Влияние девальвации на формирование государственного бюджета Казахстана: фактор доходности Национального фонда

Вячеслав Юрьевич Додонов

E-mail: dodonov@mail.ru, ORCID: 0000-0003-0741-417X
Казахстанский институт стратегических исследований при
Президенте Республики Казахстан, Нур-Султан 010000,
Республика Казахстан

Аннотация

Снижение курса национальной валюты, в том числе в экономиках с преимущественно сырьевым экспортом, отражается не только на показателях внешнего сектора, но и на сфере государственных финансов, включая формирование доходов бюджета. В Казахстане влияние девальвации на формирование государственного бюджета имеет специфику, связанную с наличием особого источника его доходов в виде трансфертов из Национального фонда. В период низких цен на нефть поступления в Национальный фонд от нефтяного сектора сократились, началось его ускоренное расходование, что выдвинуло на передний план такой источник его пополнения, как инвестиционный доход. Высокий инвестиционный доход, исчисленный в казахстанской валюте, обеспечивает относительную стабильность объема фонда и трансфертов в бюджет, однако этот доход в значительной мере формируется за счет курсового фактора. Ослабление казахстанской валюты тенге относительно твердых валют, в которых деноминированы финансовые инструменты, являющиеся средством размещения основной части активов фонда, обеспечивает повышение тенгового инвестиционного дохода посредством их переоценки. Рост инвестиционного дохода, в свою очередь, позволяет обеспечивать перечисление повышенных объемов трансфертов в бюджет. Таким образом, девальвация тенге стала фактором и условием стабильности формирования доходов государственного бюджета.

Ключевые слова: девальвация, курсовой фактор, государственный бюджет, Национальный фонд Казахстана, инвестиционный доход

JEL: H61, H62, E58

Для цитирования: Додонов В. Ю. Влияние девальвации на формирование государственного бюджета Казахстана: фактор доходности Национального фонда // Финансовый журнал. 2021. Т. 13. № 3. С. 116–131. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2021-3-116-131>.

© Додонов В. Ю., 2021

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2021-3-116-131>

Devaluation's Impact on the Formation of Kazakhstan Government Budget: The Factor of the National Fund Investment Income

Vyacheslav Yu. Dodonov

Kazakhstan Institute for Strategic Studies under the President of the Republic of Kazakhstan, Nur-Sultan 010000, Republic of Kazakhstan

dodonovv@mail.ru, <https://orcid.org/0000-0003-0741-417X>

Abstract

Depreciation of the national currency – economies with predominantly raw material exports included – is reflected not only in the indicators of the external sector, but also in the sphere of public finance, in particular the formation of budget revenues. In Kazakhstan, the impact of devaluation on the formation of the state budget is specific, associated with the presence of a special source of its income in the form of transfers from the sovereign wealth fund (National Fund). During the period of low oil prices, revenues to the National Fund from the oil sector decreased, and its accelerated spending began, which brought to the forefront investment income as one of the main source of its receipts. The high investment income in the Kazakh currency secures relative stability of the fund's volume and transfers to the budget, but this income is largely formed due to the exchange rate factor. The weakening of the Kazakhstani tenge against hard currencies placed as the main part of the fund's assets ensures an increase in the tenge investment income through their revaluation. The growth of investment income, in turn, produces increased volumes of transfers to the budget. Thus, the devaluation of the tenge has become a factor of stability in the formation of state budget revenues.

Keywords: *devaluation, foreign exchange rate effect, government budget, Kazakhstan National Fund, investment income*

JEL: *H61, H62, E58*

For citation: *Dodonov V.Yu. Devaluation's Impact on the Formation of Kazakhstan Government Budget: The Factor of the National Fund Investment Income. Financial Journal, 2021, vol. 13, no. 3, pp. 116–131 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2021-3-116-131>.*

© Dodonov V.Yu., 2021

ВВЕДЕНИЕ

Снижение курса национальной валюты, имеющее, как правило, вынужденный характер вследствие возникших макроэкономических дисбалансов, оказывает влияние на широкий круг сфер. Чаще всего влияние девальвации рассматривается в контексте ситуации с внешней торговлей, платежным балансом [IMF, 1987] и потоками капитала [Melvin M., Norrbirn S., 2017], последствий для банковской системы [Purica I., 2015], а также в более широком ракурсе ее последствий для конкурентоспособности экономики [Gardner W., Tsiang S., 1952; Beckington J. S., Amon M. R., 2011]. Менее распространены в экономической теории оценки эффектов девальвации на государственные финансы и бюджетную

сферу, несмотря на то что в данной сфере эти эффекты проявляются достаточно выражено, а иногда напряженная ситуация с бюджетным процессом выступает в качестве одного из мотивов для принятия решения об отказе от защиты текущего курса национальной валюты.

Рассматривая роль девальвации в бюджетном процессе, ряд авторов делает акцент на влиянии снижения курса национальной валюты на дефицит бюджета. С. В. Якунин и И. И. Андронов утверждают, что одной из целей девальвации в ряде стран является «обеспечение исполнения бездефицитного бюджета» [Якунин С. В., Андронов И. И., 2015, с. 3]. Положительная обратно пропорциональная взаимосвязь между девальвацией и бюджетным дефицитом выявлена, в частности, N. Funke [Funke N., 1996], а Y. Su и T.-M. Su подтвердили наличие этой взаимосвязи на примере семи азиатских и восьми европейских экономик, проанализировав их соответствующие параметры в период 1951–2001 гг. [Su Y., Su T.-M., 2003]. В исследовании J. Khan и S. Lizondo уточняется, что требующаяся для снижения бюджетного дефицита девальвация зависит от других мер стабилизации бюджетного процесса и ее размер должен быть больше при повышении налогов, тогда как при сокращении расходов снижение курса валюты может быть меньшим [Khan J., Lizondo S., 1987]. И. В. Прилепский, рассматривая российскую специфику влияния курса валют на бюджетные показатели, исследовал взаимосвязь между бюджетным правилом и волатильностью обменного курса [Прилепский И. В., 2018].

Ряд авторов обращает внимание на особенности механизма взаимосвязи между курсом валюты и бюджетными параметрами. Так, П. А. Минакир применительно к российскому бюджетному процессу отмечает, что девальвация является «страховкой для экспортеров сырья и, соответственно, для федерального бюджета» от потери доходов [Минакир П. А., 2018, с. 9]. A. Dreher с соавторами выявил взаимосвязь между девальвациями и долговыми кризисами, которые влияют на бюджетные расходы по линии обслуживания государственного долга [Dreher A. et al., 2005]. В некоторых работах отмечается, что девальвация ведет к росту доходов бюджета [Холопов А. В., 2004], а в других в качестве источника этого роста указана курсовая разница, которая после девальвации становится «способом решения проблемы роста дефицита бюджета» [Полтораднева Н. Л., Латыпова М. В., 2016, с. 100].

Резюмируя как взгляды специалистов, так и практику бюджетного процесса, можно обобщить основные последствия девальвации для формирования доходной части государственного бюджета. Ослабление национальной валюты в краткосрочной перспективе несколько снижает остроту имеющихся проблем с наполнением бюджета и размер его дефицита за счет того, что формирование доходов в снизившейся в цене национальной валюте улучшается (особенно это характерно для экспортно ориентированных экономик) при сохранении на прежнем уровне объема расходов. Соответственно, снижаются и размер дефицита бюджета, и сложности с выполнением бюджетных обязательств.

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ФОНД КАК ОДИН ИЗ ОСНОВНЫХ ИСТОЧНИКОВ ФОРМИРОВАНИЯ РЕСПУБЛИКАНСКОГО БЮДЖЕТА КАЗАХСТАНА

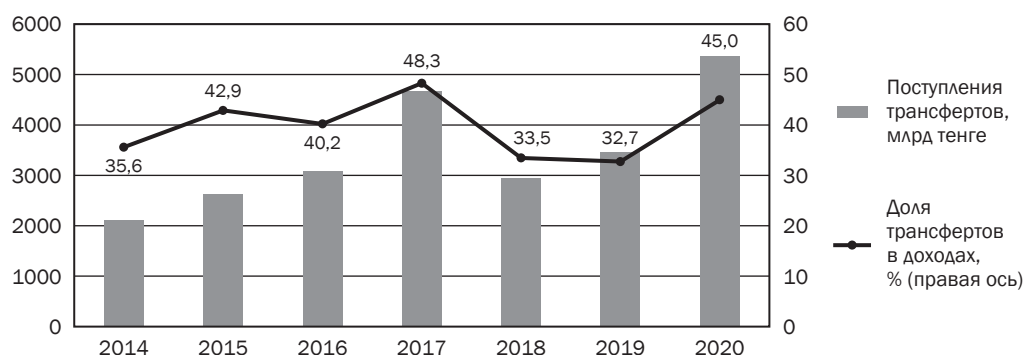
В Казахстане взаимосвязь между курсом национальной валюты (тенге) и бюджетным процессом имеет свои особенности, связанные со спецификой бюджетного процесса. Эта специфика состоит в том, что налоги от нефтедобывающих предприятий — важнейшего сектора экономики — не поступают в бюджет напрямую, а направляются в Национальный фонд. Из Национального фонда в республиканский бюджет поступает ежегодно утверждаемый трансферт, размер которого зависит от текущей ситуации и может быть как больше, так и меньше поступлений в фонд. Трансферты из Национального фонда (основной объем которых представляет так называемый гарантированный трансферт, который

в случае необходимости может быть дополнен также другим перечислением — целевым трансфертом) формируют значительную часть доходов республиканского бюджета, являясь вторым после налогов источником его формирования. В связи этим основное влияние изменения курса валюты на бюджетный процесс в Казахстане происходит опосредованно, через влияние курсового фактора на параметры деятельности Национального фонда. Таким образом, казахстанская модель бюджетного процесса и влияния на него курсового фактора отличается спецификой, заслуживающей исследования в контексте повышения комплексности охвата данной проблематики.

Бюджетный процесс Казахстана в последние годы испытывает определенные сложности, что выражается, в частности, в увеличении дефицита и растущей роли трансфертов в формировании доходной части республиканского бюджета. За последние три года размер дефицита республиканского бюджета увеличился в три раза — с 729 млрд до 2185 млрд тенге. Рост дефицита был бы значительно более интенсивным, если бы не были использованы трансфертные источники формирования доходной части бюджета. Как объем трансфертов, так и их удельный вес в доходах республиканского бюджета остаются на высоком уровне (рис. 1).

Рисунок 1

Объем и удельный вес трансфертов в доходах республиканского бюджета Казахстана в 2014–2020 гг. / The volume and share of transfers in the revenue of the republican budget of Kazakhstan in 2014–2020



Источник: рассчитано автором по данным Министерства финансов Республики Казахстан (<https://www.gov.kz/memleket/entities/minfin/documents/1?lang=ru>) / Source: calculated by the author based on the data of the Republic of Kazakhstan Ministry of Finance.

На протяжении последних семи лет доля трансфертов в доходах республиканского бюджета колебалась в пределах 32,7–48,3 %, а среднее значение этого показателя за семь лет составило 40 %. Столь высокий уровень доли трансфертов в доходах означает сильную зависимость бюджетного процесса от этого источника и от стабильности его пополнения. Основным компонентом данной статьи доходов являются трансферты в республиканский бюджет из Национального фонда, другой ее частью являются трансферты из нижестоящих органов государственного управления (поступления от регионов-доноров). В последние годы на трансферты из Национального фонда приходилось от 62 до 89 % общего объема трансфертов, поэтому именно Национальный фонд является основным источником пополнения республиканского бюджета по линии трансфертных доходов. При этом наблюдается тенденция роста как абсолютного объема трансферта из Национального фонда, так и его доли в трансфертах, а также доли данного источника в доходах республиканского бюджета в целом (рис. 2).

**Объем гарантированного трансферта из Национального фонда
в республиканский бюджет и показатели его роли
в бюджетном процессе Казахстана в 2014–2020 гг. /
The volume of the guaranteed transfer from the National Fund
to the republican budget and indicators of its role
in the budget process of Kazakhstan in 2014–2020**



Источник: рассчитано автором по данным Министерства финансов Республики Казахстан (<https://www.gov.kz/memleket/entities/minfin/documents/1?lang=ru>) / Source: calculated by the author based on the data of the Republic of Kazakhstan Ministry of Finance.

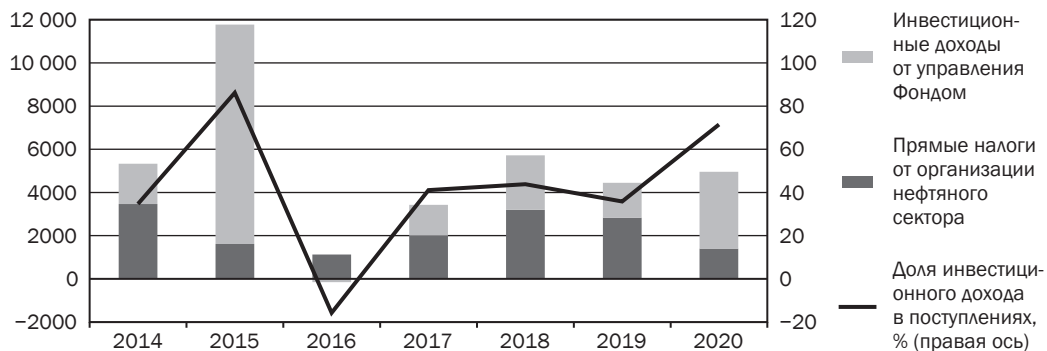
Отдельно следует отметить тот факт, что соотношение объема гарантированного трансферта из Национального фонда и налоговых поступлений в республиканский бюджет также растет. В 2020 г. это соотношение достигло рекордного уровня 85,5 %, то есть трансферт из Национального фонда почти сравнялся с объемом собранных в республиканский бюджет налогов. Столь высокий уровень был, конечно, нетипичным и вызван экстремальной ситуацией, ставшей следствием пандемии COVID-19, однако и в предыдущие несколько лет размер трансферта из Национального фонда составлял около половины объема налоговых поступлений, что свидетельствует об очень высокой роли данного источника формирования бюджетных доходов.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ДОХОД НАЦИОНАЛЬНОГО ФОНДА И РОСТ ЗНАЧИМОСТИ КУРСОВОГО ФАКТОРА В ЕГО ФОРМИРОВАНИИ

Растущие трансферты в бюджет из Национального фонда, функционирующего в условиях снижения притока поступлений от предприятий нефтяного сектора после падения цен на нефть в 2014 г., способствуют сокращению его объема. В то же время в этот период наблюдается рост значимости инвестиционного дохода как статьи поступлений в Национальный фонд, роль которого повышается на фоне снижения объема налоговых поступлений (рис. 3). За последние семь лет суммарный объем инвестиционного дохода от управления активами Национального фонда составил почти 21 трлн тенге и значительно превысил объем суммарных поступлений налогов от предприятий нефтяной отрасли, который составил 15,7 трлн тенге.

Рисунок 3

**Основные статьи поступлений в Национальный фонд
и динамика доли инвестиционного дохода в них,
млрд тенге, если не указано иное /
Main items of receipts to the National Fund and dynamics of the included
investment income share, billion tenge, unless otherwise indicated**



Примечание: за 2020 г. объем инвестиционного дохода приведен за девять месяцев / Note: for 2020 the volume of investment income is given for 9 months.

Источник: рассчитано автором по данным Министерства финансов Республики Казахстан (<https://www.gov.kz/memleket/entities/minfin/documents/1?lang=ru>) / Source: calculated by the author based on the data of the Republic of Kazakhstan Ministry of Finance.

Столь значительный объем инвестиционного дохода может показаться неожиданным на фоне достаточно скромной средней доходности активов фонда, которая за последние семь лет составила 2,4 % годовых в долларах США [Национальный банк Казахстана, 2020]. Учитывая, что средний за этот период объем Национального фонда (на конец года) составлял 62 млрд долл., указанная доходность должна приносить в год около 1,5 млрд долл., или несколько сот миллиардов тенге в год, тогда как средний за семь последних лет размер инвестиционного дохода составил в соответствии с отчетностью Министерства финансов почти 3 трлн тенге.

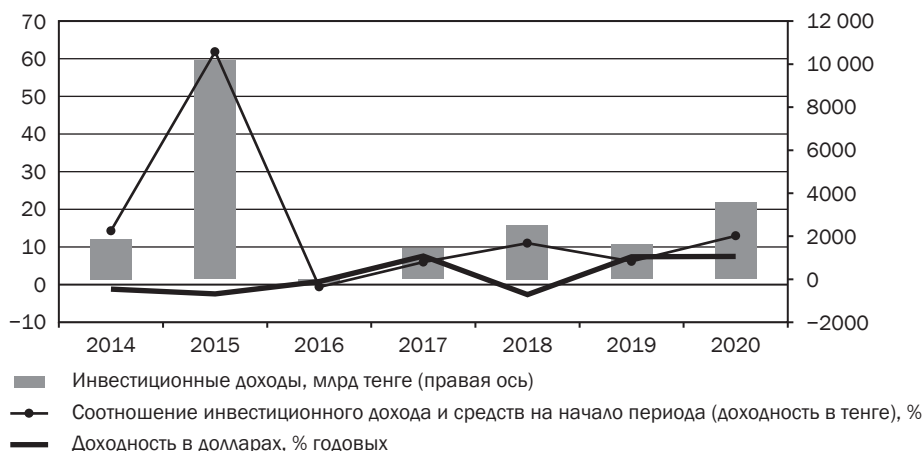
В данном случае необходимо пояснение относительно особенностей статистики по активам Национального фонда и измерения его инвестиционного дохода в Казахстане. Большой частью активов фонда управляет Национальный банк, который и формирует официальную отчетность данного института в базовой валюте фонда, которой является доллар США. Соответствующая отчетность публикуется ежегодно в рамках годового отчета Национального банка и его консолидированной финансовой отчетности, и в этих документах содержатся как данные об объеме активов фонда, так и об их доходности [Национальный банк Казахстана, 2020]. В данных Национального банка параметры фонда приводятся в долларах США. Наряду с отчетностью Национального банка также существуют и данные по Национальному фонду от Министерства финансов, публикующиеся ежеквартально в статистическом бюллетене ведомства и ежемесячно и ежегодно в отчетах о формировании и использовании Национального фонда [Министерство финансов Казахстана, 2018]. В этой статистике параметры Национального фонда, включая объемы активов, поступлений, расходования, а также инвестиционного дохода, приведены в тенге. Поскольку именно Министерство финансов является профильным ведомством бюджетной сферы, трактовка этим ведомством параметров Национального фонда (отличающаяся в некоторых аспектах от стандартной и используемой Национальным банком), средства которого широко используются в формировании доходной части республиканского бюджета, имеет значение в контексте влияния этих параметров на бюджетный процесс.

Отмеченная выше разница в показателях доходов, получаемых Национальным фондом, по версии Национального банка и Министерства финансов, объясняется тем, что в отчетности Министерства финансов инвестиционный доход отражается в тенге и на этот показатель очень большое влияние оказывает фактор курсовой разницы, возникающей из-за изменения курса тенге относительно базовой валюты Национального фонда — доллара США. Изменение курса тенге ведет к соответствующему изменению тенгового объема всех валютных активов Национального фонда, вне зависимости от того, были ли их вложения прибыльными или убыточными (что также нередко происходит) в отчетном году. Поэтому инвестиционный доход, отражаемый в отчетности Министерства финансов в тенге, практически всегда положителен в отличие от валютной доходности, так как курс тенге в последние годы снижается. За последние семь лет отчетность Национального фонда демонстрировала положительный инвестиционный доход в тенге на протяжении шести лет (исключением стал 2016 г. с очень незначительным отрицательным инвестиционным доходом), тогда как доходность в долларах США была отрицательной в течение трех лет (в 2014, 2015 и 2018 гг.).

При этом объем инвестиционного дохода в тенге и тенговая доходность практически никак не коррелированы с доходностью в долларах (рис. 4). Максимальный объем инвестиционного дохода в тенге был получен в 2015 г., когда долларовая доходность была отрицательной (-2,44 %), а в годы высокой валютной доходности (2017 и 2019 гг.) тенговый объем инвестиционного дохода не отличался высоким размером.

Рисунок 4

**Объем и уровень инвестиционного дохода
Национального фонда в 2014–2020 гг., тенге и долл. США /
Investment income of the National Fund indicators
in 2014–2020, tenge and US dollars**



Примечание: Данные по валютной доходности за 2020 г. не являются официальными и взяты из выступления председателя Национального банка в январе: Об активах Нацфонда рассказал Ерболат Досаев / Казинформ, 26.01.2021. URL: https://www.inform.kz/ru/ob-aktivah-nacfonda-rasskazal-erbolat-dosaev_a3745501 (данные по доходу в 2020 г. приведены за девять месяцев) / Note: The data on currency yields for 2020 are not official and are taken from the speech of the Chairman of the National Bank in January: Erbolat Dossayev spoke about the assets of the National Fund. Kazinform, 26.01.2021.

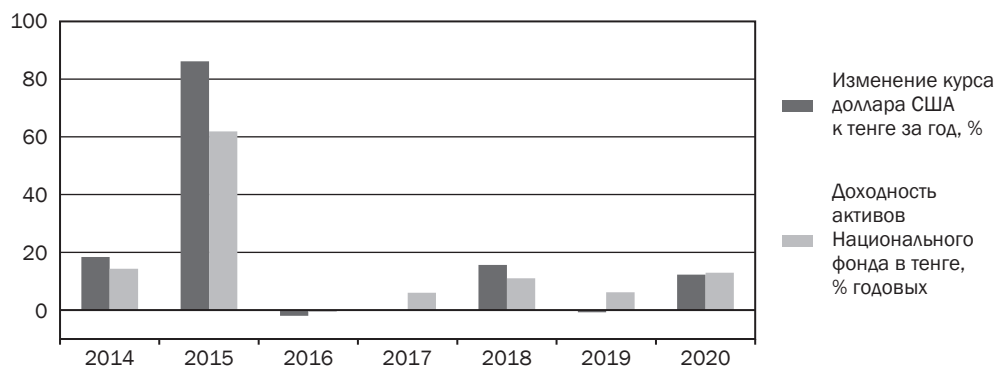
Источник: рассчитано автором по данным Министерства финансов Республики Казахстан (<https://www.gov.kz/memleket/entities/minfin/documents/1?lang=ru>) / Source: calculated by the author based on the data of the Republic of Kazakhstan Ministry of Finance.

Оторванность показателей доходности активов Национального фонда в тенге от реальной доходности в базовой валюте фонда (долларах США) объясняется тем, что основным

фактором ее формирования является курсовая разница. Изменение курса национальной валюты к базовой валюте Национального фонда оказывает очень сильное влияние на объем активов фонда, исчисленный в тенге, так как этот объем велик и даже относительно незначительное изменение курса доллара, например, его укрепление всего на 10 тенге в год (при текущем курсе доллара к тенге это около 2,5 %) при объеме фонда в 60 млрд долл. означает увеличение его тенгового объема на 600 млрд тенге. Это изменение, никак не зависящее от реальной эффективности управления активами фонда, тем не менее находит отражение в отчетности Министерства финансов как часть инвестиционного дохода (в годовых отчетах о формировании и использовании Национального фонда начисленная сумма поступлений инвестиционного дохода дается с учетом курсовой корректировки)¹. И именно эта курсовая часть инвестиционного дохода в тенге формирует основной его объем в те годы, когда происходит значительная девальвация тенге. Соответственно, между тенговой доходностью и изменением курса тенге имеется сильная и явно выраженная корреляция (рис. 5).

Рисунок 5

**Сравнительная динамика доходности
Национального фонда (в тенге)
и изменения курса доллара к тенге в 2014–2020 гг. /
Comparative dynamics yield of the National Fund (in tenge)
and the USD/tenge exchange rate in 2014–2020**



Примечание: данные по доходности в 2020 г. приведены за девять месяцев / Note: yield data for 2020 is for 9 months.

Источники: рассчитано автором по данным Министерства финансов Республики Казахстан (<https://www.gov.kz/memleket/entities/minfin/documents/1?lang=ru>) и Национального банка Казахстана (<https://nationalbank.kz/ru/exchangerates/ezhednevnye-oficialnye-rynochnye-kursy-valyut/>) / Sources: calculated by the author based on the data of the Republic of Kazakhstan Ministry of Finance and the National Bank of Kazakhstan.

В отличие от доходов, полученных в базовой валюте Национального фонда (доллары США) и представленных реальными поступлениями в форме полученных процентных выплат по облигациям или дивидендов по акциям, та часть инвестиционного дохода, которая возникла вследствие изменения курса тенге, может быть охарактеризована как достаточно условная. Эта условность определяется тем, что данный компонент инвестиционного дохода существует только в тенговой отчетности, отсутствуя в отчетности в базовой валюте фонда

¹ Отчет о формировании и использовании Национального фонда Республики Казахстан за 2017 год. С. 3 / Министерство финансов Республики Казахстан. URL: http://www.minfin.gov.kz/irj/servlet/prt/portal/prtroot/pcd!Заportal_content!2fmf!2fkz.ecc.desktop!2fkz.ecc.KMNavigation?1536703874950&Uri=/documents/Минфин_пew/Бюджетный%20процесс/Национальный%20фонд/Отчеты%20о%20поступлениях%20и%20использовании%20Нацфонда%20РК/ru&layoutSetMode=exclusive&rndLayoutSet=ConsumerExplorer_ui.

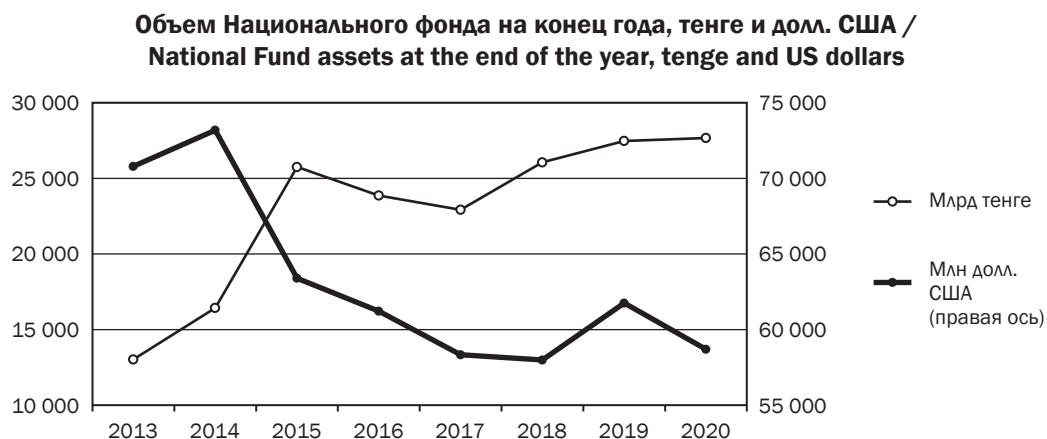
и не меняя фактический валютный объем фонда и объем его валютного инвестиционного дохода, поскольку представляет не реальные поступления денег в Национальный фонд от результатов его инвестиционной деятельности, а размер переоценки валютных вложений в результате снижения курса тенге. Тем не менее этот финансовый результат, получаемый за счет девальвации тенге, также может быть использован в системе операций государственной финансовой системы.

Можно выделить три направления этого использования. Во-первых, получение больших объемов инвестиционного дохода в тенге за счет курсовой разницы позволяет подерживать стабильность тенгового размера Национального фонда. Во-вторых, девальвация тенге обеспечивает большой объем тенговых поступлений при продаже валюты из Национального фонда для трансферта в республиканский бюджет. В-третьих, наличие высокого тенгового инвестиционного дохода позволяет покрывать этот трансферт преимущественно из данного источника, сохраняя на относительно стабильном уровне основную сумму активов фонда.

ВЛИЯНИЕ ДЕВАЛЬВАЦИИ ТЕНГЕ НА БЮДЖЕТНЫЙ ПРОЦЕСС ПО ЛИНИИ НАЦИОНАЛЬНОГО ФОНДА: НАПРАВЛЕНИЯ И ЭФФЕКТЫ

Первое направление влияния девальвации тенге на показатели Национального фонда позволяет демонстрировать стабильность и даже рост его размера в тенге, несмотря на сокращение в базовой валюте (рис. 6). Так, даже в очень сложном для государственных финансов 2020 г. тенговый объем активов Национального фонда увеличился на 200 млрд тенге, несмотря на сокращение их долларового объема на 3,1 млрд долл. Это стало возможным главным образом благодаря снижению курса тенге относительно доллара в 2020 г.

Рисунок 6



Источники: рассчитано автором по данным Министерства финансов Республики Казахстан (<https://www.gov.kz/memleket/entities/minfin/documents/1?lang=ru>) и Национального банка Казахстана (<https://nationalbank.kz/ru/exchangerates/ezhednevnye-oficialnye-rynochnye-kursy-valyut>) / Sources: calculated by the author based on the data of the Republic of Kazakhstan Ministry of Finance and the National Bank of Kazakhstan.

Это направление влияния девальвации на показатели Национального фонда можно расценивать как во многом условное и не имеющее практического значения, так как оценка размера фонда в контексте его состояния и ситуации в государственных финансах обычно проводится в долларах. Тем не менее существует как минимум один аспект, для которого имеет значение и тенговый размер Национального фонда. Этот аспект — необходимость поддержания так называемого неснижаемого остатка Национального фонда «в размере

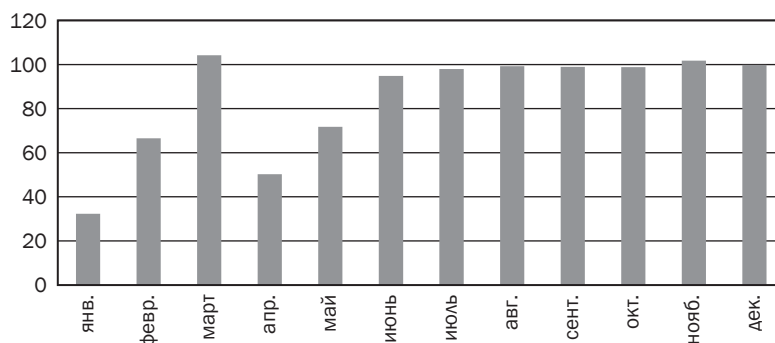
30 % от прогнозного значения ВВП на конец соответствующего года»². Данная норма установлена Концепцией формирования и использования средств Национального фонда Республики Казахстан и предусматривает, что при снижении его размера ниже 30 % ВВП объем трансфертов из фонда в бюджет должен быть сокращен таким образом, чтобы обеспечить данный норматив. То есть данная норма может оказывать прямое влияние на бюджетный процесс Казахстана в случае, если размер Национального фонда приближается к пороговому значению 30 % от ВВП. Но поскольку ВВП исчисляется в национальной валюте и менее зависим от курсового фактора, то и размер Национального фонда в тенге становится значимым показателем в данном контексте — девальвация тенге позволяет повысить тенговый размер активов фонда и улучшить соотношение их объема с ВВП, тем самым отодвинув перспективу задействования вышеуказанной нормы. Соответственно, снижается и угроза негативного влияния показателей Национального фонда на бюджетный процесс.

Второе направление, связанное с увеличением тенговых поступлений при продаже валюты из Национального фонда в процессе перечисления трансфертных платежей в бюджет, имеет значительно более конкретные эффекты, поддающиеся достаточно точной количественной оценке.

В процессе перечисления трансферта из Национального фонда в республиканский бюджет средства поступают в тенге. Часть этих средств изначально имеется в фонде в тенге и перечисляется в бюджет напрямую, но основной объем трансферта формируется из предварительно конвертированной валюты. На протяжении большей части 2020 г. доля таких конвертированных из валюты поступлений в ежемесячном перечислении трансферта была близка к 100 % (рис. 7), а в целом за год она составила 78,2 %.

Рисунок 7

Доля средств, полученных за счет продажи валюты, в трансфертах из Национального фонда в республиканский бюджет, % / Share of the funds received through the sale of foreign currency in transfers from the National Fund to the republican budget, %



Источник: рассчитано автором по данным Национального банка Казахстана (<https://nationalbank.kz/ru/page/operacii-nacionalnogo-fonda/>) / Source: calculated by the author based on the data of the National Bank of Kazakhstan.

Абсолютные объемы продаваемой для трансфертов валюты из Национального фонда также достаточно велики: так, в 2020 г. годовой объем проданной валюты превысил

² О Концепции формирования и использования средств Национального фонда Республики Казахстан. Указ Президента Республики Казахстан от 8 декабря 2016 г. № 385 / Информационно-правовая система нормативных правовых актов Республики Казахстан. URL: <http://adilet.zan.kz/rus/docs/U1600000385#z14>.

9 млрд долл. США. Очевидно, что при столь значительных объемах продаж курс, по которому они осуществляются, оказывает заметное влияние на объем получаемой в результате тенговой массы. Сопоставление курса доллара США к тенге, объемов продаж валюты из Национального фонда и полученного в результате этих продаж объема тенге позволяет оценить выручку от продажи валютных активов фонда (табл. 1).

Таблица 1

**Объемы трансферта из Национального фонда
в бюджет в течение 2020 г. /
Transfers from the National Fund to the government budget in 2020**

	Трансферт из Национального фонда, всего, млрд тенге	В том числе объем продажи валюты, млн долл. США	Эквивалент проданной валюты, млрд тенге	Среднемесячный курс доллара США, тенге	Выручка от продажи 1 млн долл. США, млн тенге
Январь	575	489,4	185,9	378,7	380
Февраль	263	462,5	175	377,7	378
Март	341	872,7	355,3	412,3	407
Апрель	706	817,5	354,8	433,8	434
Май	650	1115,3	466,2	418,1	418
Июнь	608	1434,9	576,7	402,4	402
Июль	455	1085,6	445,6	411,4	410
Август	287	681,2	284,8	418,6	418
Сентябрь	230	550,6	227,5	423,9	413
Октябрь	230	534,4	227,3	429,2	425
Ноябрь	230	540,9	234	428,8	433
Декабрь	195	463,3	194,7	420,7	420
2020 год	4770	9048,3	3727,8	413	412

Источник: рассчитано автором по данным Национального банка Казахстана (<https://nationalbank.kz/ru/page/operacii-nacionalnogo-fonda/>) / Source: calculated by the author based on the data of the National Bank of Kazakhstan.

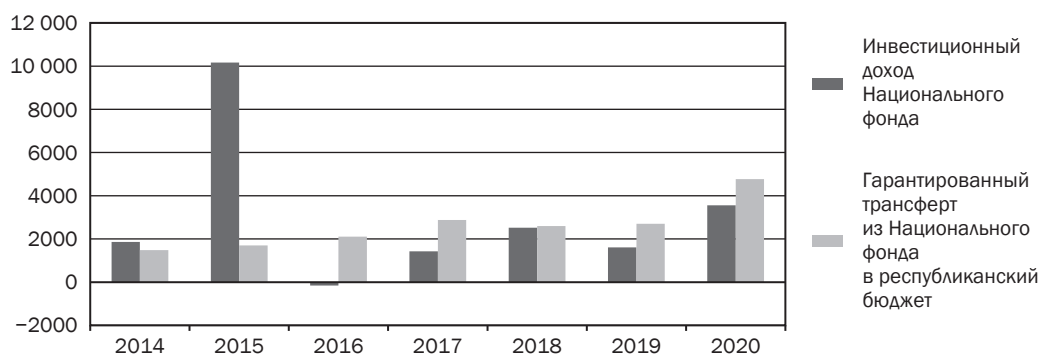
Данные, приведенные в таблице, наглядно демонстрируют, что в периоды снижения курса тенге за то же количество проданных из Национального фонда долларов (в частности, в апреле, октябре, ноябре) государство получало значительно большие объемы тенге, чем в периоды стабильности валютного курса. Соответственно, на перечисление трансферта в республиканский бюджет требовалось меньшее количество валюты Национального фонда, что замедляло скорость его расходования. В целом за год при среднегодовом курсе доллара 413 тенге за счет конвертации валюты в объеме 9048 млн долл. США было получено 3728 млрд тенге. В том случае, если бы в 2020 г. курс сохранился на докризисном уровне начала года в размере 377 тенге за доллар, эта же сумма конвертированной валюты Национального фонда принесла бы 3411 млрд тенге, то есть на 317 млрд тенге меньше. Либо, наоборот, на получение тех же 3728 млрд тенге потребовалось бы потратить не 9048 млн долл., а 9889 млн, на 841 млн больше. Таким образом, девальвация тенге в процессе формирования доходной части республиканского бюджета за счет трансфертов из Национального фонда оказывает существенное влияние на сохранность активов данного института и поддержание его размера на уровне, достаточном для дальнейшего выполнения стабилизирующей функции.

Третье направление влияния девальвации тенге на бюджетный процесс через Национальный фонд также связано с поддержкой относительно стабильного его размера, хотя бы в тенговом исчислении, в годы увеличения объема трансфертов. В такие периоды для поддержания объема фонда особое значение приобретает увеличение инвестиционного дохода, в том числе за счет курсового фактора. Высокий инвестиционный доход в тенге позволяет обеспечить значительную долю трансфертов из Национального фонда

в республиканский бюджет. На протяжении последних семи лет суммарный тенговый объем инвестиционных доходов почти в полтора раза превысил суммарный объем гарантированного трансферта из фонда в бюджет, и этот результат стал следствием главным образом девальвации тенге, происходившей в этот период (в течение которого курс доллара вырос почти в три раза, со 154 до 429 тенге). Основной вклад в суммарный объем инвестиционного дохода за семь лет, который составил 20 990 млрд тенге, внес результат 2015 г., когда этот показатель достиг 10 163 млрд тенге на фоне почти двукратного роста курса доллара в том году. Однако даже без учета аномально высокого объема инвестиционного дохода 2015 г. этот показатель и в другие годы (за исключением 2016 г.) также был велик, превышая большую часть гарантированного трансферта в бюджет (рис. 8).

Рисунок 8

Сравнительная динамика объемов инвестиционного дохода Национального фонда и гарантированного трансферта из фонда в республиканский бюджет, млрд тенге / Comparative dynamics of the investment income of the National Fund in tenge and the guaranteed transfer from the fund to the republican budget, billion tenge



Источник: рассчитано автором по данным Министерства финансов Республики Казахстан (<https://www.gov.kz/memleket/entities/minfin/documents/1?lang=ru>) / Source: calculated by the author based on the data of the Republic of Kazakhstan Ministry of Finance.

Соответственно, повышенные объемы трансфертов в бюджет из Национального фонда компенсировались значительным инвестиционным доходом в тенговой отчетности Министерства финансов, в результате чего размер фонда в тенге даже в проблемные годы снижался несущественно или увеличивался, несмотря на значительные потери валютного объема. Соответственно, стабильный и тем более растущий тенговый объем Национального фонда позволяет, во-первых, удерживать нормативно установленное соотношение его активов с ВВП на уровне 30 % и, во-вторых, продолжать перечисление в республиканский бюджет значительных объемов трансфертов без сокращения тенгового размера фонда.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, девальвация тенге в период активизации данного процесса с 2014 г. стала значимым фактором формирования доходной части государственного бюджета за счет ее непосредственного влияния на объем инвестиционного дохода Национального фонда, роль трансфертов из которого росла в этот период. В связи с формированием устойчивой взаимосвязи между изменением курса тенге, инвестиционным доходом Национального фонда и уровнем покрытия этим доходом трансферта в республиканский бюджет можно

констатировать возникновение зависимости бюджетного процесса от девальвации национальной валюты. Эта зависимость проявляется в виде необходимости поддержания нормативного значения объема Национального фонда в размере 30 % ВВП, выход за которое грозит сокращением объема трансфертов из фонда в бюджет и выпадением значительных доходов. Иными словами, поступления в республиканский бюджет из Национального фонда в настоящее время в значительной степени обуславливаются девальвацией тенге, которая позволяет декларировать значительный объем инвестиционного дохода и обеспечивать стабильность размера активов фонда в национальной валюте.

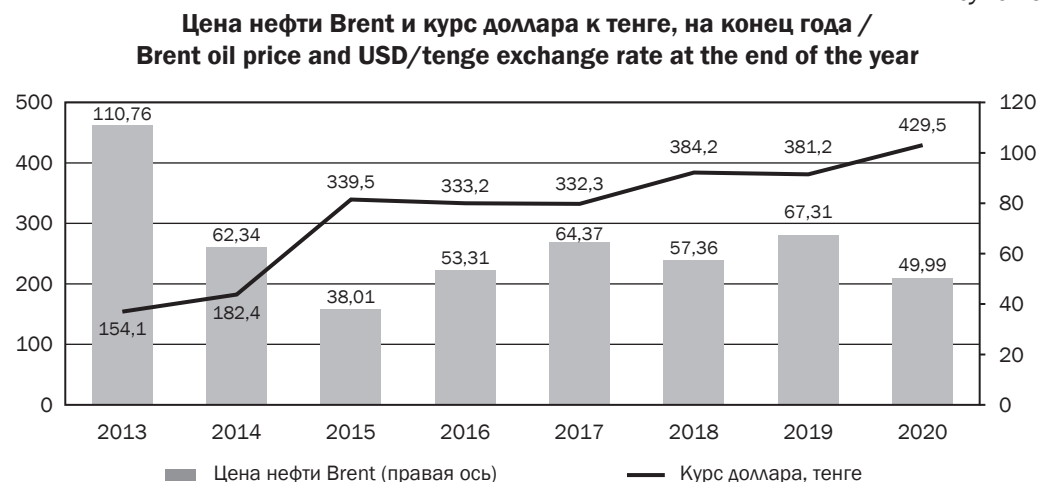
Также можно отметить, что если ослабление тенге позволяет Национальному фонду демонстрировать положительный инвестиционный доход в тенге, то укрепление казахстанской валюты ведет к обратному результату. В течение последних семи лет укрепление тенге происходило в 2016, 2017 и 2019 гг., но оно было крайне незначительным, исчисляясь долями процента в 2017 и 2019 гг. В 2016 г. тенге укрепился к доллару на 2 %, но даже этого минимального роста оказалось достаточно для того, чтобы тенговый инвестиционный доход Национального фонда оказался отрицательным (–155 млрд тенге). Гипотетическое укрепление тенге на 10 %, которое может стать следствием таких факторов, как значительный рост цены нефти, крупный приток иностранных инвестиций или увеличение положительного сальдо внешней торговли при размере Национального фонда 27,7 трлн тенге (показатель на конец 2020 г.), приведет к отрицательному инвестиционному доходу в размере 2,6–2,8 трлн тенге. Такой инвестиционный убыток может создать дополнительные проблемы для бюджетного процесса, затруднив выделение трансфертов в требуемых объемах, поскольку в этом случае тенговый размер фонда может опуститься ниже норматива в 30 % ВВП. Таким образом, и размер Национального фонда, и объемы трансфертов из него в бюджет, и сам бюджетный процесс в части формирования доходной части фактически становятся заложниками ситуации на внутреннем валютном рынке и курса тенге. То есть в настоящее время успешное формирование доходной части республиканского бюджета через трансферты Национального фонда и его доходность непосредственно обусловлены снижением курса тенге.

Эта ситуация создает проблемы не только для устойчивости бюджетного процесса в части обеспечения стабильности доходов, получаемых от трансфертов из Национального фонда, но и для макрофинансовой стабильности. Необходимость обеспечения высокого инвестиционного дохода Национальным фондом в условиях сокращения традиционного источника его пополнения — налогов с предприятий нефтяного сектора — гипотетически создает для Национального банка, который управляет активами фонда, конфликт интересов. С одной стороны, регулятор должен обеспечивать на внутреннем валютном рынке адекватность курса складывающимся условиям и предотвращать искажение курсообразования, с другой же стороны, как управляющий активами Национального фонда, от доходности которых в немалой степени зависит пополнение государственного бюджета, он вынужден принимать во внимание ситуацию с влиянием доходности фонда на бюджетный процесс и ролью в этом процессе девальвации. В условиях сокращения налоговых поступлений от сырьевого сектора и при объеме Национального фонда, балансирующем на грани норматива в 30 % ВВП, которые ставят под угрозу перечисление трансферта в бюджет в требуемых объемах, единственным средством решения возникающих проблем является получение инвестиционного дохода за счет курсового фактора (девальвации тенге), что теоретически может оказывать деформирующее влияние на валютную политику регулятора.

Следует отметить, что курсовой фактор является весьма значимым в контексте рассмотренных выше проблем на протяжении уже ряда лет, а также влияет на другие важные аспекты инвестиционной деятельности государственных институтов (в частности, на доходность Единого накопительного пенсионного фонда). Нельзя исключить, что это влияние

зависимости показателей инвестиционной деятельности различных фондов, управляемых Национальным банком, от курсового фактора уже на протяжении ряда лет вносит искажения в формирование курса тенге, поскольку традиционная для Казахстана взаимосвязь между курсом и ценами на нефть в последнее время нарушена (рис. 9).

Рисунок 9



Источники: рассчитано автором по данным Национального банка Казахстана (<https://nationalbank.kz/ru/exchangerates/ezhednevnyye-oficialnye-rynochnye-kursy-valyut>) и Управления энергетической информации США (https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_a.htm) / Sources: calculated by the author based on the data of the National Bank of Kazakhstan and U.S. Energy Information Administration.

Курс доллара растет в течение последних лет не только в периоды снижения нефтяных цен (которые являются основным фактором формирования платежного баланса страны), но и в годы стабильности и даже роста цен. Это может являться свидетельством искажений на валютном рынке Казахстана, в том числе и по причине необходимости обеспечения доходности Национального фонда и стабильности бюджетного процесса.

Таким образом, обеспечение сохранности Национального фонда в условиях растущих трансфертов в бюджет может являться фактором, способствующим снижению курса тенге и, как следствие, порождающим широкий спектр макроэкономических проблем, включая ускорение инфляции, снижение покупательной способности населения, стагнацию реальных доходов и пр. На наш взгляд, такая цена обеспечения сохранности Национального фонда, причем сохранности достаточно условной, исчисленной в национальной валюте при продолжающемся его сокращении в базовой валюте, является чрезмерной. Внутренний валютный рынок Казахстана должен более адекватно отражать экономическую ситуацию и действующие на курс факторы независимо от вектора движения, который может подвергаться корректировке в обе стороны в зависимости от текущих потребностей. Объективизация курсообразования повысит его предсказуемость для субъектов бизнеса и станет фактором балансирования макроэкономических процессов.

Список источников

- Минакир П. А. Девальвация рубля: внешние шоки и внутренние проблемы // *Пространственная экономика*. 2018. № 3. С. 7–18. URL: <https://doi.org/10.14530/se.2018.3.007-018>.
- Отчет Национального Банка Республики Казахстан за 2019 год / Национальный банк Казахстана, 2020. URL: <https://nationalbank.kz/ru/page/o-nacionalnom-banke>.
- Отчет о формировании и использовании Национального фонда Республики Казахстан за 2017 год / Министерство финансов Республики Казахстан, 2018.
- Полтораднева Н. Л., Латыпова М. В. Курсовая разница как источник финансирования дефицита бюджета Российской Федерации // *Национальные интересы: приоритеты и безопасность*. 2016. Т. 12. № 10 (343). С. 98–111.
- Прилепский И. В. Влияние бюджетных правил на волатильность обменного курса // *Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал*. 2018. № 6 (46). С. 9–20. URL: <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-9-20>.
- Холопов А. В. Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования // *Мировая экономика и международные отношения*. 2004. № 12. С. 25–33.
- Якунин С. В., Андронов И. И. Теория и практика девальвации валют // *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2015. № 47 (281). С. 2–12.
- Beckington J. S., Amon M. R. Competitive Currency Depreciation: The Need for a More Effective International Legal Regime // *Journal of International Business and Law*. 2011. Vol. 10. Iss. 2. Article 2. URL: <http://scholarlycommons.law.hofstra.edu/jibl/vol10/iss2/2>.
- Dreher A., Herz B., Karb V. Is There a Causal Link between Currency and Debt Crises? // *Thurgauer Wirtschaftsinstitut Research Paper Series*. 2005. No. 3. P. 1–40.
- Funke N. Vulnerability of Fixed Exchange Rate Regimes: The Role of Economic Fundamentals / *OECD Economic Studies*. 1996. No. 26. P. 157–176.
- Gardner W., Tsiang S. Competitive Depreciation / *IMF Staff Papers*. 1952. Vol. 2 (3). P. 399–406.
- Devaluation and Monetary Policy in Developing Countries: A General Equilibrium Model for Economies Facing Financial Constraints / *IMF*, 1987. URL: <https://doi.org/10.5089/9781451923926.001>.
- Khan J., Lizondo S. Devaluation, Fiscal Deficits, and the Real Exchange Rate // *World Bank Economic Review*. 1987. Vol. 1. Iss. 2. P. 357–374.
- Melvin M., Norrbin S. Chapter 12 — Determinants of the Balance of Trade / *International Money and Finance* (Ninth Edition). P. 233–250. Academic Press, 2017.
- Purica I. Chapter 2 — Evolution of Financial Crises / *Nonlinear Dynamics of Financial Crises*. Academic Press, 2015. P. 9–21. URL: <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-803275-6.00002-1>.
- Su Y., Su T.-M. The Impact of Budget Deficits on Currency Value: A Comparison of Asian and European Countries // *Multinational Business Review*. 2003. Vol. 11. No. 3. P. 94–112. URL: <https://doi.org/10.1108/1525383X200300018>.

References

- Beckington J.S., Amon M.R. (2011). Competitive Currency Depreciation: The Need for a More Effective International Legal Regime. *Journal of International Business and Law*, vol. 10, iss. 2, article 2. Available at: <http://scholarlycommons.law.hofstra.edu/jibl/vol10/iss2/2>.
- Dreher A., Herz B., Karb V. (2005). Is There a Causal Link between Currency and Debt Crises? *Thurgauer Wirtschaftsinstitut Research Paper Series*, no. 3, pp. 1–40.
- Funke N. (1996). Vulnerability of Fixed Exchange Rate Regimes: The Role of Economic Fundamentals. *OECD Economic Studies*, no. 26, pp. 157–176.
- Gardner W., Tsiang S. (1952). Competitive Depreciation. *IMF Staff Papers*, 2 (3), pp. 399–406.
- Prilepskiy I.V. (2018). Impact of Fiscal Rules on Exchange Rate Volatility. *Finansovyi zhurnal — Financial Journal*, no. 6 (46), pp. 9–20 (In Russ.). Available at: <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-9-20>.
- IMF (1987). Devaluation and Monetary Policy in Developing Countries: A General Equilibrium Model for Economies Facing Financial Constraints. Available at: <https://doi.org/10.5089/9781451923926.001>.
- Khan J., Lizondo S. (1987). Devaluation, Fiscal Deficits, and the Real Exchange Rate. *World Bank Economic Review*, vol. 1, iss. 2, pp. 357–374.
- Kholopov A.V. (2004). Exchange Rate as an Instrument of Macroeconomic Regulation. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnyye otnosheniya — World Economy and International Relations*, no. 12, pp. 25–33 (In Russ.).
- Melvin M., Norrbin S. (2017). Chapter 12 — Determinants of the Balance of Trade. In *International Money and Finance* (Ninth Edition). Academic Press, pp. 233–250.
- Ministry of Finance of the Republic of Kazakhstan (2018). Report on the Formation and Use of the National Fund of the Republic of Kazakhstan for 2017 (In Russ.).
- Minakir P.A. (2018). Devaluation of the Ruble: External Shocks and Internal Problems. *Prostranstvennaya Ekonomika — Spatial Economics*, no. 3, pp. 7–18 (In Russ.). Available at: <https://doi.org/10.14530/se.2018.3.007-018>.

National Bank of Kazakhstan (2020). 2019 Annual Report (In Russ.). Available at: <https://nationalbank.kz/en/news/godovoy-otchet-nbk>.

Poltoradneva N.L., Latypova M.V. (2016). Foreign Exchange Difference as a Source of Finance for Fiscal Deficit of the Russian Federation. *Natsional'nyye interesy: priority i bezopasnost' – National Interests: Priorities and Security*, vol. 12, no. 10 (343), pp. 98–111 (In Russ.).

Purica I. (2015). Chapter 2 – Evolution of Financial Crises. In *Nonlinear Dynamics of Financial Crises*. Academic Press, pp. 9–21. Available at: <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-803275-6.00002-1>.

Su Y., Su T.-M. (2003). The Impact of Budget Deficits on Currency Value: A Comparison of Asian and European Countries. *Multinational Business Review*, vol. 11, no. 3, pp. 94–112. Available at: <https://doi.org/10.1108/1525383X200300018>.

Yakunin S.V., Andronov I.I. (2015). The Theory and Practice of Devaluation of Currencies. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya – Financial Analytics: Problems and Solutions*, no. 47 (281), pp. 2–12 (In Russ.).

Информация об авторе

Вячеслав Юрьевич Додонов, доктор экономических наук, главный научный сотрудник Казахстанского института стратегических исследований при Президенте Республики Казахстан, г. Алма-Ата

Information about the author

Vyacheslav Yu. Dodonov, Doctor of Economics Sciences, Chief Researcher, Kazakhstan Institute for Strategic Studies under the President of the Republic of Kazakhstan, Almaty

Статья поступила в редакцию 19.03.2021

Одобрена после рецензирования 26.05.2021

Принята к публикации 16.06.2021

Article submitted March 19, 2021

Approved after reviewing May 26, 2021

Accepted for publication June 16, 2021