

**Экономическое обозрение**  
**Национального Банка Республики**  
**Казахстан**  
**№3-4, 2018**

# Содержание

## Проблемы и суждения

|                                                                                                                          |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>Джаржанов М.У. Проблемы оценки инфляционных ожиданий.....</i>                                                         | <i>3</i>  |
| <i>Шаяхмет Д.Ш., Ботабаев Ж.С. Подходы в создании и использовании суверенных фондов благосостояния .....</i>             | <i>12</i> |
| <i>Кизатов Г.Ф., Бойко Б.Б. Современные методы управления инвестиционным портфелем. Подход Reference portfolio .....</i> | <i>24</i> |
| <i>Осипов И.В., Керимхан Ж. Мировой опыт проведения мониторинга реального сектора центральными банками.....</i>          | <i>31</i> |
| <i>Кулшанова А.Б., Гильмудинова Р.Э. Депозитный рынок в Республике Казахстан: динамика и основные тенденции.....</i>     | <i>37</i> |

## Платежные системы

|                                                                               |           |
|-------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>Кайнарбаева Р. К. Основные тренды развития рынка платежных услуг .....</i> | <i>43</i> |
|-------------------------------------------------------------------------------|-----------|

## Методология надзора

|                                                                                                     |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>Нурманов Д.А. Риск-ориентированный надзор. Мотивированное надзорное суждение регулятора.....</i> | <i>52</i> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|

**Мнение авторов статей могут не совпадать с позицией Национального Банка Республики Казахстан**

## **Проблемы оценки инфляционных ожиданий**

*Джаржанов М.У. – главный специалист-аналитик управления монетарных исследований Департамента исследований и статистики Национального Банка Республики Казахстан.*

*Согласно современной экономической теории, в рыночных условиях ожидания населения и предприятий относительно текущей и будущей динамики цен на товары и услуги являются одним из основных факторов, оказывающих влияние на инфляцию [1]. Низкий и стабильный уровень инфляционных ожиданий способствует росту эффективности денежно-кредитной политики в условиях инфляционного таргетирования. По этой причине центральные банки многих стран придают большое значение оценке, анализу и контролю инфляционных ожиданий.*

*В данной статье будут рассмотрены основные проблемы, возникающие при оценке инфляционных ожиданий населения. Оценка ожидаемой населением инфляции, в первую очередь, связана с проведением опросов респондентов. Соответственно, полученные результаты будут напрямую влиять на конечное значение ожидаемой инфляции. В этом случае на первое место встает вопрос о выборе методики проведения опросов, которая должна соответствовать международным стандартам, но, при этом, учитывать опыт и социокультурную специфику той страны, в которой проводятся опросы населения. В ее основе должен лежать опросный инструментарий, технология сбора данных, адекватная выборка, инструкции и правила проведения опросов, а также методы обработки и анализа данных. Немаловажным моментом является постоянное совершенствование опросного инструментария, в основном добавлением в анкету новых вопросов и удалением старых по причине недостаточной показательности результатов.*

**Ключевые слова:** *инфляционные ожидания, воспринимаемая инфляция, методы оценки, вероятностный метод, форма распределения инфляционных ожиданий.*

**JEL-классификация:** *E31.*

Впервые опросы населения с включением вопросов по инфляции стал проводить Мичиганский университет в США в середине прошлого века. На основе полученных тогда результатов был сформирован необходимый инструментарий, который используется на данный момент центральными банками многих стран мира. Российский опыт проведения подобных опросов начинается с 2009 года. Именно он лег в основу опросов, проводимых в Казахстане с 2016 года.

На точность оценки инфляционных ожиданий влияет множество факторов, которые можно объединить в 3 условные группы:

1. Факторы, связанные с репрезентативностью выборки респондентов;
2. Факторы, связанные с трудностями в постановке вопросов по инфляции;
3. Факторы, касающиеся выбора адекватной методики количественной оценки инфляционных ожиданий.

В данной статье будут подробно рассмотрены две последние группы факторов при оценке инфляционных ожиданий населения, так как проблемы, связанные с репрезентативностью выборки, как правило, учитываются в достаточной мере. К примеру, компания GfK Kazakhstan, проводящая опросы для Национального Банка Республики Казахстан, использует выборку из 1500 респондентов, которая включает респондентов со всех областных центров страны, а также с городов Алматы, Астана и Семей. Параметры выборки учитывают не только пол, возраст, социальное и материальное положение опрошенных, но также включают проверку на адекватность полученных ответов. Соответственно, можно сделать вывод о достаточной репрезентативности конечной выборки респондентов.

### **Факторы, связанные с трудностями в постановке вопросов по инфляции.**

Существуют различные факторы, которые необходимо учитывать при постановке вопросов. Нужно понимать, что в зависимости от структуры вопроса могут разниться и ответы респондентов. Здесь необходимо добиться практически полного отсутствия влияния постановки вопроса на возможный ответ респондентов. Исследования, которые направлены на изучение влияния формулировки вопросов и ответов на результаты опросов по инфляции, в Казахстане еще не проводились. В этой связи можно воспользоваться результатами международного опыта. В частности, примечательным является опыт ЕС, США и России.

В Европейском Союзе сбор агрегированных данных по воспринимаемой и ожидаемой инфляции начинается с 2003 года. В 2007 году Европейская комиссия создала целевую группу для проверки понимания респондентами вопросов, анализа их ответов и тестирования альтернативных формулировок вопросов [5]. В этой связи дополнительные вопросы были включены в опросы потребителей Франции и Италии, а в 2008 году управлениями по статистике Нидерландов были проведены исследования для изучения той концепции цен, которая фактически используется потребителями при ответах на вопросы. Результаты показали, что потребители полагаются на различные корзины товаров при оценке прошлых ценовых изменений и при формировании своего мнения о будущем. Это означает, что ответы по воспринимаемой инфляции будут отличаться от ответов по инфляционным ожиданиям. Кроме того, выяснилось, что лишь небольшая доля респондентов использует более широкий набор продуктов, включающих нерегулярные покупки.

Голландские, французские и немецкие институты протестировали альтернативные формулировки количественных вопросов о предполагаемой и ожидаемой инфляции с целью выяснить, может ли вопрос, предполагающий ответ по изменению цен в интервальной форме вместо конкретных процентных изменений, обеспечить «лучшее» представление мнений потребителей об инфляции. С этой целью были протестированы различные вопросы с небольшой выборкой респондентов, но с более высокой степенью контроля. Опросы проводились среди потребителей Франции и Германии. В итоге эти тесты показали, что возможности улучшения результатов по инфляционным ожиданиям путем изменения формулировки вопросов практически отсутствуют. Скорее наоборот, изменение формулировки вопросов с целью получения от респондентов интервальной оценки вместо процентного изменения, привело к еще большей переоценке инфляции, особенно для инфляционных ожиданий. Примечательно, что в опроснике Национального Банка Республики Казахстан количественный вопрос по восприятию цен предполагает интервальную оценку (такие ответы как «цены выросли на 1-5%», «на 6-10%» и т.д.), тогда как такой же вопрос по будущему изменению цен является открытым и требует от респондентов предоставления конкретного значения изменения цен. Соответственно, опираясь на результаты европейских исследований, можно предположить, что результирующее значение ожидаемой инфляции будет более точным в сравнении со значением воспринимаемой инфляции.

Результаты исследования Мичиганского университета, касающегося потребительских предпочтений в США [7], показали, что респонденты реагируют по-разному, в зависимости от того, спрашивают ли их об изменениях цен вообще или об уровне инфляции. В частности, вопрос об инфляции дает результаты, которые ближе к индексу потребительских цен. Их интерпретация разницы заключается в том, что вопрос о ценах в целом приводит респондентов к сосредоточению на существенных изменениях цен товаров, которые имеют большую значимость для людей, например, по причине их частого приобретения, тогда как вопрос об инфляции приводит респондентов к сосредоточению на изменениях в общем уровне цен.

В ходе своей исследовательской работы российские специалисты провели методическую работу [8] по тестированию вопросов, которые будут включены в опросник. Изначально ими были протестированы исходные варианты вопросов с качественной и количественной шкалой ответов. Выяснилось, что респонденты гораздо лучше

воспринимают качественную градацию ответов. При этом, давая ответы в количественной форме, часть респондентов испытывает затруднения. Несмотря на это, вопрос с количественными вариантами ответов воспринимался респондентами адекватно, и его результаты могли быть использованы для построения числовой оценки инфляционных ожиданий. Далее в ходе методической работы было изучено восприятие двух вопросов с разными качественными формами ответов. Ответы на первый вопрос по изменению цен имели «масштабную» шкалу ответов (такие ответы как «вырастут умеренно», «очень сильно», «незначительно» и т.д.). Второй вопрос содержал ответы согласно «временной» шкале (такие ответы как «росли быстрее, чем раньше», «так же как раньше» и т.д.). Результаты показали, что респонденты легче воспринимают «масштабную» шкалу, но их ответы гораздо чувствительнее к изменениям в субъективных оценках инфляции и инфляционных ожиданиях, в то время как ответы по «временной» шкале были более стабильны и однородны. Соответственно, для количественной оценки инфляционных ожиданий были применены ответы респондентов согласно «временной» шкале распределения.

**Факторы, касающиеся выбора адекватной методики оценки инфляционных ожиданий.** Так как инфляционные ожидания – это ненаблюдаемая величина, они требуют применения специальных методов оценки. Множество исследовательских работ предлагает достаточно широкий выбор методик. Тем не менее, в зависимости от типа вопроса, все методы оценки инфляционных ожиданий населения можно разделить на две общие группы:

1. Оценка с использованием методов квантификации на основе качественного вопроса;
2. Оценка на основе результатов прямого количественного вопроса по будущей инфляции.

**Оценка на основе результатов качественного вопроса.** Существует несколько методик оценки инфляционных ожиданий населения на основе результатов качественных вопросов. Среди них можно выделить вероятностный, балансовый, регрессионный и логистический методы. Каждый из этих методов имеет свои преимущества и недостатки, описанные в таблице ниже (таблица 1). Тем не менее, основываясь на полученных оценках, большинство исследователей сходятся во мнении, что все методы дают примерно одинаковые оценки. Главная проблема некоторых методик заключается лишь в интерпретации полученной оценки инфляционных ожиданий.

Наиболее популярным является вероятностный подход. Он и используется Национальным Банком Республики Казахстан для расчета ожидаемой инфляции. Для того, чтобы выделить преимущества и недостатки данного подхода, необходимо его подробное описание, с выделением всех допущений и деталей, которые могут влиять на адекватность методики.

*Таблица 1*

**Методы оценки инфляционных ожиданий с приведением их преимуществ и недостатков**

| Методы        | Краткое описание                                                                                                                                                                                | Преимущества                             | Недостатки                                                                                         |
|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Вероятностный | Показатели инфляции сопоставляются с полученными ответами согласно выбранной форме распределения, затем вычисляется ожидаемая инфляция, которая является математическим ожиданием распределения | Легкость интерпретации полученной оценки | Жесткая привязка к текущей инфляции, необходимость выбора типа распределения инфляционных ожиданий |
| Балансовый    | Сумма долей ответов, указывающих на снижение                                                                                                                                                    | Простота расчета, популярность методики  | Ограниченность колебания результирующих данных,                                                    |

|               |                                                                                                                                                                                                          |                                                                         |                                                                                                                                                                           |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|               | инфляции, вычитается от суммы долей ответов, указывающих на ускорение и сохранение темпов инфляции                                                                                                       |                                                                         | сложность интерпретации полученной оценки                                                                                                                                 |
| Регрессионный | Строится уравнение регрессии воспринимаемой инфляции на основе результатов опроса, затем оценочные коэффициенты данного уравнения используются для построения уравнения регрессии для ожидаемой инфляции | Не требует предположения о типе распределения ожидаемой инфляции        | Необходимость дополнительного вопроса по воспринимаемой инфляции, необходимость достаточно длинных временных рядов, предположение о несмещенности воспринимаемой инфляции |
| Логистический | Ожидаемая инфляция является значением воспринимаемой текущей инфляции, взвешенной определенным образом на доли ответов респондентов                                                                      | Гибкость методики, основанная на включении дополнительных предположений | Сложность методики, сложность интерпретации полученной оценки, необходимость проверки истинности предположений, используемых в методике                                   |

*Источник: построено автором*

Методика квантификации Берка [3], являясь модификацией метода Карлсона-Паркина [4], заключается в сопоставлении качественных ответов с текущими показателями инфляции. Затем на основе этих цифр высчитывается математическое ожидание распределения, которое и выступает в качестве квантифицированных данных по ожидаемой инфляции. Для этого нулевая инфляция сопоставляется с ответом респондентов о неизменности цен, а показатель текущей инфляции сопоставляется с ответом респондентов, предполагающих сохранения темпов роста цен.

Для квантификации используются результаты следующего вопроса:

Как, по Вашему мнению, в целом изменятся цены на продукты питания, непродовольственные товары и на услуги в следующие 12 месяцев?

- Будут расти быстрее, чем сейчас
- Будут расти так же, как и сейчас
- Будут расти медленнее, чем сейчас
- Останутся на нынешнем уровне \ неизменными
- Будут снижаться
- Затрудняюсь ответить

Вероятностный метод, составленный на основе результатов этого вопроса, в общем виде можно представить в виде следующей системы уравнений:

$$a = \Pr(\pi^e > \pi + s) = \int_{\pi+s}^{\infty} f(\pi^e) d\pi^e, \quad (1)$$

$$b = \Pr(\pi - s < \pi^e < \pi + s) = \int_{\pi-s}^{\pi+s} f(\pi^e) d\pi^e, \quad (2)$$

$$c = \Pr(l < \pi^e < \pi - s) = \int_l^{\pi-s} f(\pi^e) d\pi^e, \quad (3)$$

$$d = \Pr(-l < \pi^e < l) = \int_{-l}^l f(\pi^e) d\pi^e, \quad (4)$$

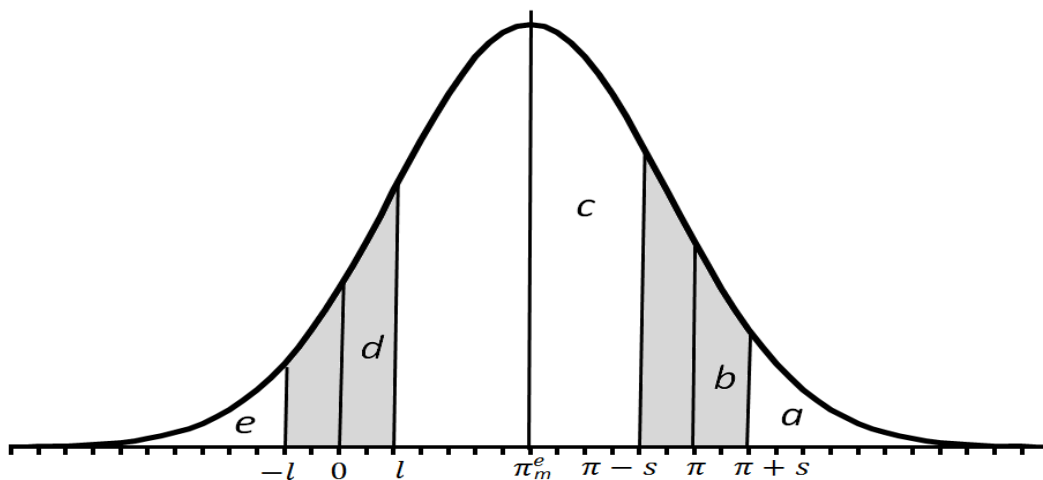
$$e = \Pr(\pi^e < -l) = \int_{-\infty}^{-l} f(\pi^e) d\pi^e, \quad (5)$$

где  $a$  – доля респондентов, ожидающих рост быстрее, чем сейчас,  
 $b$  – доля респондентов, ожидающих такой же рост, как и сейчас,  
 $c$  – доля респондентов, ожидающих рост ниже, чем сейчас,  
 $d$  – доля респондентов, не ожидающих изменения цен,  
 $e$  – доля респондентов, ожидающих снижения цен,  
 $\pi^e$  – инфляционные ожидания,  
 $\pi$  – текущая инфляция,  
 $l$  и  $s$  – интервалы чувствительности (рисунок 1).

Для проведения дальнейших расчетов требуется сделать важное предположение, которое касается вида распределения инфляционных ожиданий. Изначально Карлсон и Паркин в своем исследовании предполагали, что ожидания должны иметь форму нормального распределения. Это обосновывалось тем, что все респонденты обладают схожей исходной информацией, а значит, ожидания будут формироваться ближе к центру распределения [6]. Однако несложно догадаться, что в периоды высокой инфляции распределение ожиданий может существенно сместиться от центра и иметь положительный несимметричный вид. Тем не менее, в большинстве случаев расчеты показывают лишь незначительный спред инфляционных ожиданий при использовании разных типов распределений. Даже если взять равномерное и нормальное распределения, формы которых достаточно сильно отличаются друг от друга, мы наблюдаем лишь незначительное смещение полученных оценок ожидаемой инфляции (рисунок 2).

*Рисунок 1*

**График плотности распределения инфляционных ожиданий**



*Источник: построено автором*

При условии, что инфляционные ожидания  $\pi^e$  имеют нормальную форму распределения, вероятность попадания ожиданий в заданный интервал  $(x_1; x_2)$  будет иметь следующий вид:

$$\Pr(x_1 < \pi^e < x_2) = F\left(\frac{x_2 - \pi_m^e}{\sigma}\right) - F\left(\frac{x_1 - \pi_m^e}{\sigma}\right), \quad (6)$$

где  $\pi_m^e$  – математическое ожидание распределения инфляционных ожиданий, которое выступает в качестве результирующего значения ожидаемой инфляции,  $\sigma$  – стандартное отклонение.

Подставив необходимые переменные вместо  $x_1$  и  $x_2$  в формулу (6), можно получить уравнения (1-5) для  $a, b, c, d$  и  $e$ .

Для того, чтобы найти математическое ожидание и стандартное отклонение, достаточно построить систему из двух уравнений. Предполагая нормальный характер распределения ожиданий населения, воспользуемся формулой стандартизации случайной величины:

$$\begin{cases} Z_1 = \frac{X_1 - \mu}{\sigma} \\ Z_2 = \frac{X_2 - \mu}{\sigma} \end{cases} \quad (7)$$

Подставляя обратные функции нормального распределения<sup>1</sup>  $A = \pi + s = F^{-1}(1 - a)$ ,  $B = \pi - s = F^{-1}(1 - a - b)$ ,  $C = l = F^{-1}(1 - a - b - c)$ ,  $D = -l = F^{-1}(e)$  и значения двух переменных  $X_1 = 0$  и  $X_2 = \pi$  в формулу (7), получаем следующую систему уравнений:

$$\begin{cases} \frac{A + B}{2} = \frac{\pi - \pi_m^e}{\sigma} \\ \frac{C + D}{2} = \frac{0 - \pi_m^e}{\sigma} \end{cases} \quad (8)$$

Решая систему с двумя неизвестными, получаем конечные формулы количественной оценки ожидаемой инфляции ( $\pi_m^e$ ) и стандартного отклонения ( $\sigma$ ).

$$\pi_m^e = \frac{\pi(C + D)}{C + D - (A + B)} \quad (9)$$

$$\sigma = \frac{-2\pi}{C + D - (A + B)} \quad (10)$$

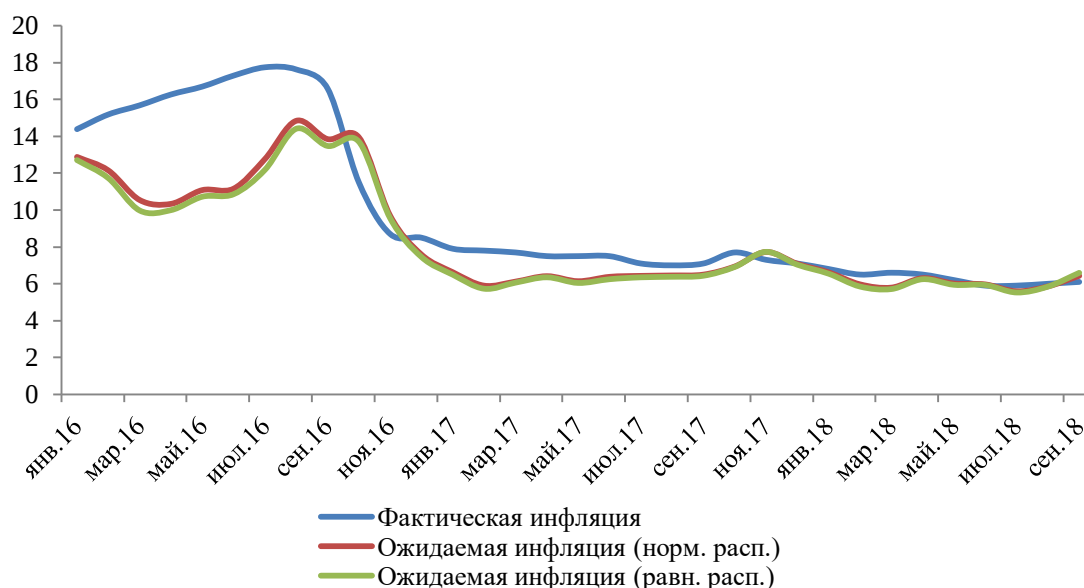
Затем подставляя необходимые данные в формулу (9), получаем значение ожидаемой инфляции (рисунок 2). На графике видно, что динамика ожидаемой инфляции повторяет динамику фактической инфляции с лагом в 1 месяц. Таким образом, можно сделать вывод о том, что сама методика квантификации инфляционных ожиданий на основе вероятностного подхода подразумевает зависимость ожиданий по будущей инфляции от ее текущего значения ( $\pi$ ), то есть изначально предполагает адаптивный характер ожиданий. Тогда как европейские исследования указывают на то, что адаптивная компонента в инфляционных ожиданиях должна рассчитываться лишь на основе конечных результатов [5]. Кроме того, умножение квантифицированных результатов опроса населения на значение текущей

<sup>1</sup> Необходимость вычисления обратной функции нормального распределения связана с тем, что искомое значение ожидаемой инфляции является аргументом этой функции.

инфляции имеет эффект «сглаживания» ожидаемой инфляции, что может в какой-то мере искажать реальные ожидания населения по будущему росту цен.

Рисунок 2

**График динамики ожидаемой инфляции в Казахстане  
на основе вероятностного подхода**



Источник: официальный сайт Национального Банка Республики Казахстан, построено автором

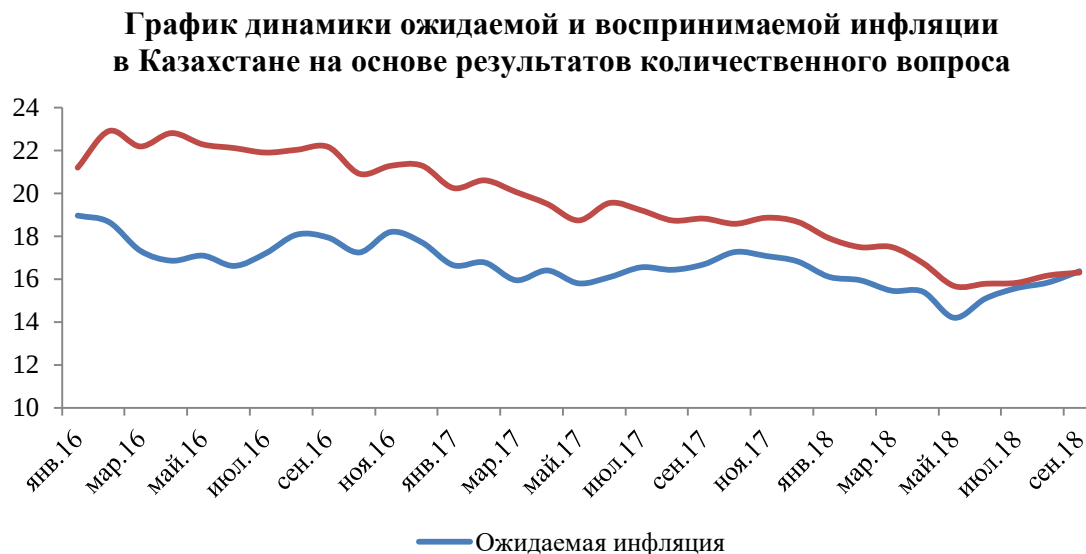
**Оценка на основе результатов количественного вопроса.** Расчет ожидаемой инфляции на основе результатов количественного вопроса является более простым в сравнении с вышеизложенным методом, так как в данном случае не требуется дополнительно квантифицировать качественные ответы респондентов. Ответы респондентов делятся на интервалы (например, рост цен составил «1-5%», «6-10%» и так далее), а результирующим показателем выступает сумма медиан полученных ответов в каждом интервале, умноженных на соответствующую этим интервалам долю. В результате получается средневзвешенная оценка медианных значений ответов респондентов.

Ниже представлены расчеты ожидаемой и воспринимаемой инфляции казахстанских респондентов, полученные на основе медианной оценки результатов вопроса с количественными вариантами ответов (рисунок 3). Как видно из графика, несмотря на снижающуюся динамику ожидаемой и воспринимаемой инфляции, полученные значения находятся гораздо выше уровня годовой инфляции. В сентябре 2018 года воспринимаемая инфляция составила 16,3%, ожидаемая инфляция – 16,4%, в то время как годовая инфляция находилась на уровне 6,1%. Это объясняется двумя причинами. Во-первых, у каждого человека имеется индивидуальная потребительская корзина, которая существенно отличается от той, которая сформирована агентством по статистике. Во-вторых, что более важно, люди зачастую замечают лишь удорожание определенных товаров, не замечая того, что цены на другие товары остались неизменными, либо снизились. В данном контексте становится понятной логика вероятностного подхода, который приближает завышенные результаты ответов населения к официальному уровню инфляции.

Также следует обратить внимание на то, что оценки на основе результатов количественного вопроса показывают «инертность» воспринимаемой и ожидаемой инфляции. Это значит, что динамика снижения оценок является более сглаженной в сравнении с оценками на основе вероятностного подхода. Данная особенность оценок на основе количественного вопроса согласуется с предположением о том, что население не может резко изменить свое восприятие инфляции и свои ожидания по будущей инфляции.

Изменение темпов инфляции будет замечаться людьми постепенно и зачастую с определенным временным лагом.

Рисунок 3



Источник: построено автором

Следует отметить, что в ЕС общие агрегированные значения воспринимаемой и ожидаемой инфляции также достаточно сильно превышают фактическую годовую инфляцию (в среднем на 7,7% и 3,6%, соответственно), тогда как в Великобритании и США их значения приближены к текущей инфляции. По мнению европейских исследователей, предоставление более высоких оценок инфляции их потребителями частично связано с дизайном опроса не только с точки зрения формулировки вопросов, но и с точки зрения методологии отбора выборки и проведения самого опроса [5].

Таким образом, в данной статье был проведен общий обзор тех факторов, на которые следует обратить внимание статистическим агентствам и центральным банкам при оценке инфляционных ожиданий, от правильной формулировки вопроса до формирования конечного значения ожидаемой инфляции. На основе всего вышесказанного можно сделать следующие выводы.

- При постановке вопросов необходимо добиться полного отсутствия влияния формулировки вопроса на ответы респондентов. Как показал опыт исследований, проведенных в Европе, изменение формулировки вопроса с целью получения более качественных ответов зачастую имеет обратный эффект.
- При расчете количественной оценки инфляционных ожиданий следует принимать во внимание все преимущества и недостатки выбранной методики с учетом всех имеющихся данных.
- Основным недостатком вероятностного подхода при оценке инфляционных ожиданий, является «сглаживание» ожидаемой инфляции, которое снижает аналитическую ценность полученной оценки.
- Медианная оценка воспринимаемой и ожидаемой инфляции на основе количественного вопроса, как правило, более точно отражает мнение населения касательно текущей и будущей инфляции, хотя и является более завышенной в сравнении с годовой инфляцией.

### Список литературы:

1. Karla Hoff Joseph E. Stiglitz, «Modern Economic Theory and Development», 1999;
2. Kozo Ueda, «Determinants of Households' Inflation Expectations», 2009;

3. Berk, J.M., «Measuring inflation expectations: a survey data approach», *Applied Economics* 31, 1999;
4. Carlson J.A., Parkin M. «Inflation expectations». *Economica*, 1975;
5. Arioli R., Bates C., «EU consumers' quantitative inflation perceptions and expectations: an evaluation», 2017;
6. Мирончик Н., Банцевич П., «Количественная оценка инфляционных ожиданий в республике Беларусь», 2014;
7. «University of Michigan survey of consumer attitudes for the United States», University of Michigan. Survey Research Center. Economic Behavior Program, 2008;
8. Публикация ЦБР «О методике исследования инфляционных ожиданий и потребительских настроений населения», 2009.

## Подходы в создании и использовании суверенных фондов благосостояния

*Шаяхмет Д.Ш., Ботабаев Ж.С. – главные специалисты Департамента монетарных операций Национального Банка Республики Казахстан.*

*На сегодняшний день в мировой финансовой среде накоплен значительный опыт в создании и управлении активами суверенных фондов благосостояния (англ. Sovereign wealth fund). Современные суверенные фонды входят в категорию влиятельнейших институциональных инвесторов и являются активными участниками мировых финансовых рынков. Понимание природы суверенных фондов позволяет эффективно распоряжаться и приумножать текущие доходы для будущих поколений.*

**Ключевые слова:** суверенный фонд благосостояния, Национальный фонд, управление активами, доходность фонда.

**JEL-классификация:** G11, G23, G24.

В широком понимании в число суверенных фондов принято причислять государственные фонды аккумуляции текущих доходов от добычи и продажи полезных ископаемых и их сбережения будущим поколениям; а также пенсионные фонды и фонды социального страхования; управляющие фонды частью международных резервов страны; фонды государственных активов, в том числе, активов реального сектора; буферные стабилизационные фонды для государственных финансов. Учитывая международный опыт накопления сверхдоходов от поступлений сырьевого сектора, в 2000 году создан Национальный фонд Республики Казахстан («Национальный фонд»). Основными его целями являются обеспечение стабильного социально-экономического развития страны и снижения подверженности экономики к внешним шокам.

Для сравнения был изучен опыт создания и управления активами Государственного пенсионного фонда Норвегии («Фонд Норвегии»), Фонда экономической и социальной стабилизации Чили («Фонд Чили»), Государственного нефтяного фонда Азербайджана («Фонд Азербайджана»), Постоянного нефтяного фонда Аляски (США) («Фонд Аляски»), Фонда национального благосостояния Российской Федерации («Фонд России») и Пенсионного фонда Новой Зеландии («Фонд Новой Зеландии»).

### Формирование суверенных фондов благосостояния

Поступления денежных средств от добычи нефти и газа являются основными источниками формирования Фондов Норвегии [1], Азербайджана, Аляски и России, а также доходы от экспорта меди – Фонда Чили [2]. Фонд Новой Зеландии не является сырьевым фондом и аккумулируется за счет средств государственного бюджета страны.

Накопление средств в Норвегии производится за счет поступлений от всех нефтегазовых доходов путем их перевода через государственный бюджет в **Фонд Норвегии** (создан в 1996 г.). Соответственно, активы Фонда Норвегии учитываются в консолидированном бюджете страны.

Механизм формирования **Фонда Чили** (создан в 1985 г.) основан на оценке динамики среднемировых цен на медь, которая ежегодно рассчитывается чилийским правительством. Объем новых поступлений в Фонд Чили определяется министерством финансов исходя из разницы экспортных текущих цен и среднемировых базовых цен за предшествующие периоды.

Нефтегазовые доходы в **Фонд Азербайджана** (создан в 1999 г.) поступают напрямую. Его активы обособлены и не учитываются в бюджетной системе страны [3].

**Фонд Аляски** генерируется за счет не менее чем 25% (но не более чем 50%) всех доходов от продажи минеральных ресурсов штата. Остальная часть направляется в бюджет Аляски на

покрытие текущих расходов. Являясь внебюджетным фондом, учет его активов осуществляется отдельно.

*Фонд Аляски имеет две части: нераспределяемый и распределяемый «доходы». Нераспределяемый доход – базовая часть фонда – может только инвестироваться повторно и не может тратиться. Цель нераспределяемого дохода – создать распределяемый доход для будущих поколений Аляски. Распределяемый доход – средства, заработанные от инвестиций и повторных инвестиций нераспределяемого дохода. Распределяемый доход может быть потрачен законодательным органом или снова инвестирован. Большинство распределяемого дохода, оставшегося после реализации дивидендной (см. в блоке об использовании средств) и антиинфляционной программ, возвращается обратно в нераспределяемый доход для повторных инвестиций [4].*

В России механизм поступления средств состоит из нескольких этапов. Определенная законом о федеральном бюджете часть нефтегазовых доходов сначала направляется в *федеральный бюджет* и называется нефтегазовым трансфертом. После этого нефтегазовый трансферт в полном объеме поступает в *Резервный фонд России*. Резервный фонд имеет определенную нормативную (целевую) величину (определялась как 10% от прогнозируемого ВВП), после ее достижения, оставшиеся нефтегазовые доходы направляются в **Фонд России** (создан в 2008 г.) [5]. Следует отметить, что Резервный фонд России с 1 января 2018 года был упразднен и присоединен в Фонд России. Нефтегазовые доходы теперь поступают напрямую.

В отличие от вышеупомянутых фондов **Фонд Новой Зеландии** (создан в 2001 г.) сформирован за счет бюджетных средств Новой Зеландии в течение 2001-2009 годов в суммарном объеме 14,88 млрд. новозеландских долларов (NZD) по инициативе Пятого Лейбористского правительства. Де-факто является несырьевым сберегательным пенсионным фондом. Фонд также имеет название как Фонд Каллена, по имени министра финансов 2000-х годов (Michael Cullen) [6].

*Фонд Новой Зеландии ориентирован на обеспечение лишь дополнительных пенсионных выплат быстро-стареющего населения, поскольку налогов работающего населения не будет хватать на покрытие пенсий в полном объеме в будущем. По расчетам, к концу 2050-х годов каждый четвертый новозеландец будет старше 65 лет (пенсионный возраст в Новой Зеландии). По прогнозам в 2035-2036 годах правительство начнет изымать деньги из Фонда Новой Зеландии для выплат части пенсий. Фонд Новой Зеландии достигнет своего максимального объема к 2070 году [6]. Следует отметить, что взносы правительства в пользу Фонда Новой Зеландии возобновились в декабре 2017 года, и планируется направить NZD500 млн. за 2018 год. Намечено также увеличение ежегодных взносов до NZD2,2 млрд. в течение следующих четырех лет (до 2021 г.). Справочно: на 29 декабря 2017 года стоимость одного доллара США составила 1,4086 новозеландских доллара.*

Таким образом, источниками формирования рассмотренных фондов, за исключением Фонда Новой Зеландии, являются доходы от сырьевого сектора экономики.

### **Предназначение и использование средств суверенных фондов благосостояния**

Основным предназначением суверенных фондов является сбережение текущих доходов от сырьевого сектора будущим поколениям, выполняя сберегательную функцию и в неопределенной степени для обеспечения выплаты пенсий. Нередко фонды также могут выступать стабилизатором государственных финансов во избежание признаков «голландской болезни».

В Норвегии существует бюджетное правило, по которому не более 3% ожидаемой доходности **Фонда Норвегии** (до 2016 года – 4%) может дополнительно направляться в

государственный бюджет по решению Парламента Норвегии (The Storting) с целью покрытия его ненефтяного дефицита [1].

Однако в будущем предполагается, что накопленные средства Фонда Норвегии будут использоваться для финансирования ожидаемого роста расходов на выплату государственных пенсий из-за повышения продолжительности жизни, хотя окончательное решение Парламентом Норвегии еще не принято. Такую возможность подчеркивает переименование в 2006 году в Государственный пенсионный фонд Глобальный (Government Pension Fund Global).

Средства **Фонда Чили** разрешено использовать в том случае, когда текущая цена на медь оказывается ниже базовой цены на медь, сложившейся за предыдущие года. Важная особенность функционирования чилийского фонда – это использование его средств для финансирования капитальных вложений в государственную медную компанию CODELCO (Corporación Nacional del Cobre de Chile) [2].

Средства **Фонда Азербайджана** могут использоваться для финансирования социально-значимых проектов, проектов по прокладке водо- и нефтепроводов, реконструкции оросительных систем по решению руководства страны.

Однако активы Фонда Азербайджана не могут использоваться для кредитования государственных органов, государственных и негосударственных организаций и в качестве гарантии по обязательствам любого субъекта. В отдельных случаях допускается направление трансферта в государственный бюджет. Трансферты определяются ежегодно [3].

Уникальностью использования средств выделяется **Фонд Аляски**, у которого в настоящее время действует прямая дивидендная программа, являющаяся неотъемлемым инструментом социально-экономической политики штата. Получателем дивиденда могут быть ранее не судимые резиденты, проживающие в штате Аляска не менее одного года. Среднегодовая сумма дивиденда за все время реализации программы составила \$1 145 на каждого резидента [4].

#### **Определение объема дивиденда Фондом Аляски**

*Согласно законодательству Аляски, размер дивиденда определяется на основе суммарного чистого дохода фонда за предыдущие пять лет. Совокупная сумма умножается на 21% и делится на 2. От полученной суммы вычитаются обязательства за предыдущий год, расходы на программу дивиденда и другие операционные расходы. Итоговая сумма распределяется среди всех резидентов (около 640 тыс.). Однако, в 2016-2017 годах сумма дивиденда по инициативе Губернатора Аляски, который утверждает итоговую сумму, была сокращена в 2 раза из-за уменьшения поступлений в Фонд Аляски на фоне падения цен на нефть. Следует отметить, что штат в настоящее время пересматривает механизм определения размера дивиденда.*

Из **Фонда Новой Зеландии** изъятия до настоящего времени не были произведены [6]. Средства **Фонда России** могут быть использованы на софинансирование добровольных пенсионных накоплений граждан России и обеспечение сбалансированности бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации. Использование и его размеры определяются федеральным законом о бюджете на предстоящий трехлетний период [5].

#### **Ответственность за управление суверенными фондами благосостояния**

Ответственность за стратегическое управление активами Фондов Норвегии, Чили и России лежит на министерствах финансов, которые регулярно представляют информацию о результатах управления парламенту своих стран. Соответственно, вопросы стратегического распределения активов по видам валют и финансовых инструментов находятся в ведении министерств финансов.

Вопросы стратегического управления и валютного распределения по Фондам Аляски и Новой Зеландии входят в компетенцию их Совета Попечителей. В Азербайджане данные вопросы решаются Президентом и Парламентом страны.

Во всех фондах стратегическое распределение подлежит пересмотру один раз в год. Существует запрет на инвестирование средств Фондов Норвегии, Аляски, Azerbaijan и Чили в финансовые инструменты внутреннего рынка во избежание его перегрева.

Суверенные фонды придерживаются высокой информационной открытости. У Фондов Норвегии, Аляски, Azerbaijan и Новой Зеландии функционируют отдельные веб-сайты. Информация и отчетность по Фондам Чили и России публикуются в отдельном разделе на сайте министерств финансов. При этом по Фондам Норвегии, Аляски, Новой Зеландии и Чили имеется максимальный объем информации.

### **Организационная форма суверенных фондов благосостояния**

Фонды Норвегии, Чили и России по своей форме являются счетом (депозитом) в центральном банке и не имеют статуса отдельного юридического лица. Центральные банки выступают фактическими инвестиционными управляющими активами данных фондов. Для этих задач в структуре Банка Норвегии создано специальное подразделение – Инвестиционный департамент (Norges Bank Investment Management). Следует также отметить, что активы Фонда России входят в международные резервы Центрального банка России.

В отличие от вышеуказанных фондов Фонды Azerbaijan, Аляски и Новой Зеландии по своей структуре юридические организации и являются независимыми в вопросах инвестиционного управления.

Что касается внешнего инвестиционного управления, все рассматриваемые фонды, кроме Фонда России, привлекают зарубежных управляющих активами компаний. Инвестициями Фонда Норвегии управляют по 91 мандату порядка 75 компаний, Чили – две компании (BlackRock и Bank of New York Mellon), Azerbaijan – три компании (Deutsche, UBS и SSGA), Аляски – порядка 20-30 компаний. Более половины объема Фонда Новой Зеландии управляется примерно 30 внутренними и внешними компаниями.

### **Цель и объемы активов суверенных фондов благосостояния**

Основной инвестиционной целью рассматриваемых фондов является получение максимально возможной доходности при соответствующе допустимом и приемлемом риске. Фонд Норвегии стремится получить доходность на уровне не менее 3% годовых. Фонды Чили, Azerbaijan и России нацелены на превышение доходности своих нормативных (эталонных) портфелей.

Перед Фондом Аляски поставлена задача по достижению реальной доходности в долгосрочной перспективе в размере 5%.

*Промежуточно целями Фонда Аляски в зависимости от временного горизонта являются: Среднесрочный (3 года): достижение топ-квартильной доходности других сопоставимых институциональных инвесторов; Краткосрочный (1 год): превышение доходности эталонных портфелей акций и облигаций пассивного управления.*

Перед Фондом Новой Зеландии требуется получить доходность выше доходности с учетом уровня риска нормативного портфеля по принципу «Reference портфеля», что является его отличительной особенностью в подходе инвестиционного управления.

*Reference портфель представляет собой легко настраиваемый композитный портфель ценных бумаг. Смысл данного подхода заключается в необходимости обеспечения соответствия среднего риска портфеля к риску нормативного Reference портфеля в долгосрочном горизонте. Reference портфель служит понятным определением риск-аппетита управляющего, но не предполагает пассивного повторения его состава при управлении портфелем управляющего.*

*С начала июля 2018 года осуществляется переход портфеля альтернативных инструментов золотовалютных активов Национального Банка Казахстана к подходу Reference портфеля.*

Фонд Норвегии, в первую очередь, известен тем, что по объему активов данный фонд занимает первое место среди всех суверенных фондов в широком определении. На конец марта 2018 года объем Фонда Норвегии превысил отметку в 8 124 млрд. норвежских крон или более \$1 трлн.

Таблица 1

**Объем суверенных фондов благосостояния**

| Фонд                | Объем, в \$ | Отношение за 2016 год к ВВП, в % | Примечание                         |
|---------------------|-------------|----------------------------------|------------------------------------|
| Фонд Норвегии       | 1 035 млрд. | 2,5 раза                         | 8 124 млрд. норвежских крон        |
| Фонд России         | 65,9 млрд.  | 18,4                             |                                    |
| Фонд Аляски         | 64,6 млрд.  | 104                              |                                    |
| Фонд Азербайджана   | 37,6 млрд.  | 87                               |                                    |
| Фонд Новой Зеландии | 27,3 млрд.  | 14                               | 37,8 млрд. новозеландских долларов |
| Фонда Чили          | 14,9 млрд.  | 5,6                              |                                    |

Источник: интернет-ресурсы фондов, министерств финансов России и Чили

**Доходность и базовая валюта суверенных фондов благосостояния**

Базовой валютой активов фондов, за исключением Норвегии и Новой Зеландии, является доллар США. В качестве базовой валютой Фонда Норвегии выступает корзина валют из 34 валют, однако, фонд намерен их количество сократить. Показатели доходности по данному фонду также рассчитываются в долларах США. Базовой валютой в Фонде Новой Зеландии является новозеландский доллар, доходность также считается в национальной валюте этой страны.

Более высокая доходность активов Фондов Новой Зеландии, Норвегии и Аляски за последние 10 лет обусловлена значительной долей акций в стратегическом распределении. При этом следует отметить существенную волатильность доходности указанных фондов.

Таблица 2

**Сравнительная доходность суверенных фондов, в % годовых**

| год        | Фонд Норвегии<br>(в USD) | Фонд Новой Зеландии<br>(в NZD) | Фонд Аляски<br>(в USD) | Фонд Азербайджана<br>(в USD) | Фонд Чили<br>(в USD) | Национальный фонд (в USD) |
|------------|--------------------------|--------------------------------|------------------------|------------------------------|----------------------|---------------------------|
| 2007       | 10,20                    | 14,58                          | 8,81                   | 4,49                         | 8,89                 | 9,92                      |
| 2008       | -27,62                   | -4,92                          | -24,67                 | 3,79                         | 7,63                 | -2,28                     |
| 2009       | 30,77                    | -22,14                         | 18,87                  | 3,29                         | 2,47                 | 7,31                      |
| 2010       | 8,81                     | 15,45                          | 11,92                  | 0,99                         | 1,83                 | 3,02                      |
| 2011       | -3,96                    | 25,05                          | 0,33                   | 0,83                         | 3,41                 | 1,37                      |
| 2012       | 14,42                    | 1,21                           | 12,58                  | 2,16                         | 1,02                 | 3,33                      |
| 2013       | 14,77                    | 25,83                          | 12,65                  | 1,77                         | -1,25                | 3,36                      |
| 2014       | 0,52                     | 19,36                          | 7,80                   | 1,52                         | -1,67                | -1,19                     |
| 2015       | -2,13                    | 14,64                          | 0,85                   | 1,24                         | -1,78                | -2,44                     |
| 2016       | 4,83                     | 1,89                           | 1,02                   | 1,92                         | 1,74                 | 0,84                      |
| год        | Фонд Норвегии<br>(в USD) | Фонд Новой Зеландии<br>(в NZD) | Фонд Аляски<br>(в USD) | Фонд Азербайджана<br>(в USD) | Фонд Чили<br>(в USD) | Национальный фонд (в USD) |
| 2017       | 19,92                    | 19,77                          | 12,57                  | 1,81                         | 7,00                 | 7,61                      |
| за 11 лет  | 77,0                     | 160,4                          | 71,5                   | 26,5                         | 32,6                 | 34,5                      |
| Среднегод. | 5,3                      | 9,1                            | 5,0                    | 2,2                          | 2,6                  | 2,7                       |

Источник: интернет-ресурсы фондов, министерств финансов России и Чили

Накопленная доходность активов Национального фонда с начала создания по 31 декабря 2017 года составила 81,0%, доходность в среднегодовом выражении сложилась на уровне 3,59%.

### Стратегическое распределение активов и нормативные (эталонные) портфели

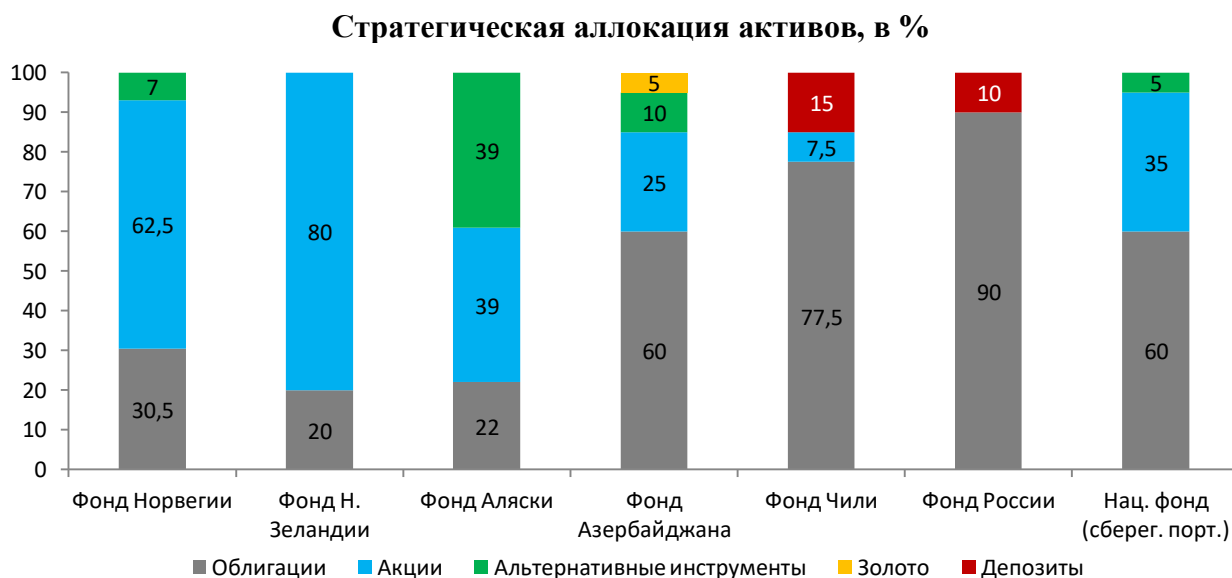
Активы суверенных фондов и международных резервов до 2000-х годов инвестировались преимущественно в традиционные финансовые инструменты, такие как акции и облигации. Это были государственные ценные бумаги, ценные бумаги государственных агентств, облигации и публичные акции крупных и надежных компаний (корпораций). Однако в период действия программы количественного смягчения мировых центральных банков и снижения ими ключевых ставок, слабые темпы развития экономики привели к низкой доходности указанных ценных бумаг.

В результате такой тенденции в целях увеличения долгосрочной доходности управляющие суверенными фондами благосостояния активно наращивают инвестиции в так называемые альтернативные классы активов. К их числу относятся прямые инвестиции, инвестиции в недвижимость и инфраструктурные объекты, хедж-фонды и фонды фондов, фонды абсолютной доходности, а также их разновидности.

В соответствии с Концепцией формирования и использования средств Национального фонда, стратегическое распределение активов сберегательного портфеля направлено на продолжение политики диверсификации активов и предполагает переход от консервативного распределения (80% облигаций и 20% акций) к сбалансированного распределению (60% облигаций, 35% акций и до 5% альтернативных инструментов), направленному на повышение долгосрочной доходности.

В зависимости от ключевых задач рассматриваемые фонды имеют различные вариации стратегического распределения активов:

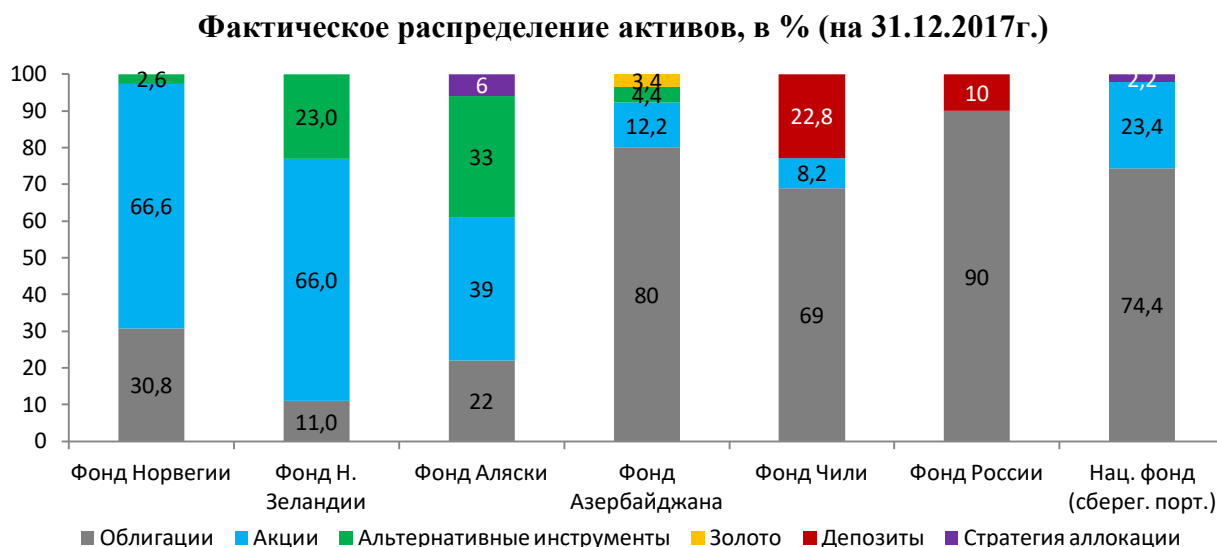
Рисунок 1



Источник: интернет-ресурсы фондов, министерств финансов России и Чили

Однако, фактическое распределение активов суверенных фондов может несколько отличаться от стратегической аллокации.

В Фонде Новой Зеландии акции включают также отдельные типы альтернативных инструментов в виду использования подхода Reference Portfolio.



Источник: интернет-ресурсы фондов, министерств финансов России и Чили

### Фактические изъятия средств из суверенных фондов благосостояния

В условиях снижения цен на нефть в 2014-2015 годах Правительство Норвегии в 2016-2017 годах впервые изъяло из средств **Фонда Норвегии** суммарно порядка \$19 млрд. для покрытия ненефтяного дефицита бюджета (3,2% и 1,8% к ВВП за 2016 и 2017 годы). С момента преобразования Медного фонда Чили в **Фонд Чили** – с 2007 по 2016 годы изъятия средств составили \$10,85 млрд., из которых \$9,3 млрд. (5,4% к ВВП) пришлось на 2009 год, когда цены на медь значительно снизились. В целом изъятия, за исключением 2009 года, не превышали в год 0,2% от годового ВВП.

Суммарные изъятия из **Фонда Азербайджана** за время его существования составили порядка \$10 млрд. Размер изъятий за 2016 год составил около 5% от годового ВВП Азербайджана.

Первый дивиденд из **Фонда Аляски** был выплачен в 1982 году каждому жителю штата Аляска в размере \$1 тыс., максимальный дивиденд был зафиксирован в 2015 году – \$2 072.



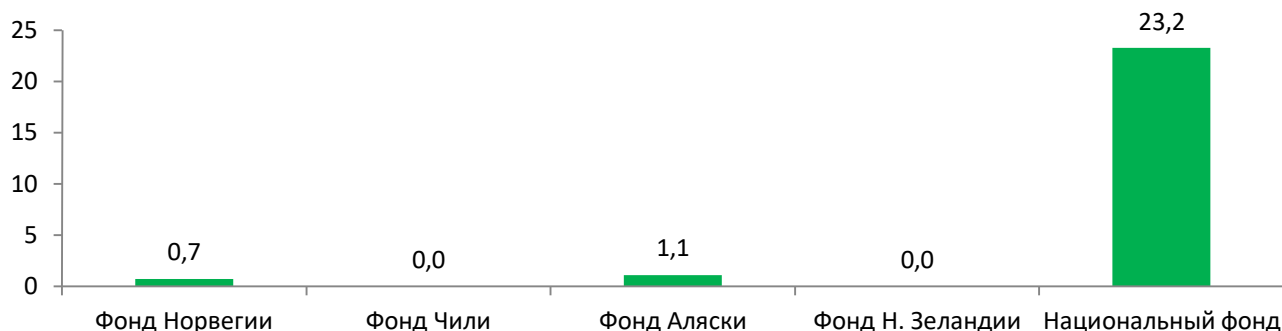
Источник: интернет-ресурс фонда Аляски

По расчетам, приблизительный размер изъятий в 2016 году составил около 2,5% по отношению к ВВП штата Аляски.

В целом, как видно на графике ниже относительный размер изъятий в 2017 году по всем фондам незначительный, за исключением Национального фонда. Точная информация по использованию средств Фондов Азербайджана и России недоступна.

Рисунок 4

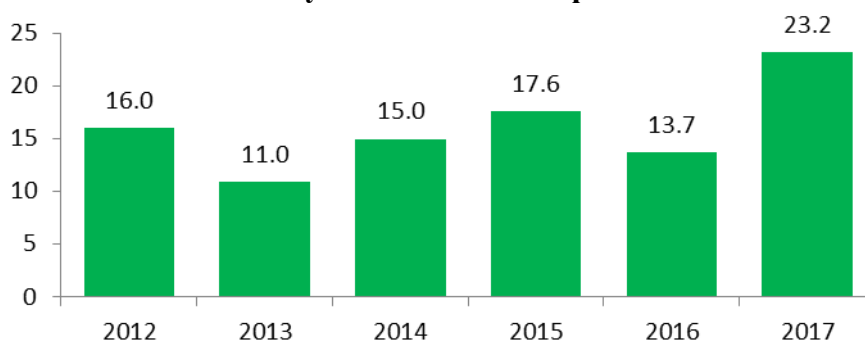
#### Размер изъятий к объему фондов за 2017 год, в %



Источник: интернет-ресурсы фондов, Министерства финансов Чили

Рисунок 5

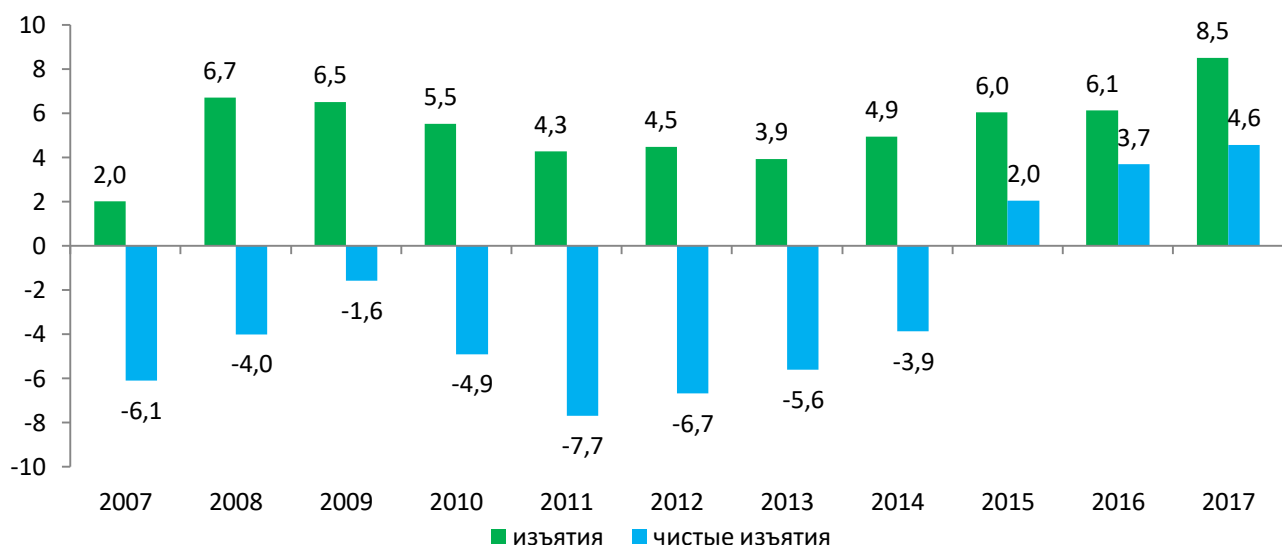
#### Динамика изъятий к объему Национального фонда за 2012-2017 годы, в %



Источник: НБРК, Министерство финансов Казахстана

Рисунок 6

#### Объем изъятий и чистых изъятий из Национального фонда, в % к ВВП



Источник: НБРК, Министерство финансов Казахстана

Как видно на приведенных графиках ежегодный размер изъятий из Национального фонда составил более 10% к объему его активов и в диапазоне 4 - 8,5% по отношению к ВВП Казахстана на соответствующий год. При этом максимальное изъятие средств зафиксировано в 2017 году.

В результате чистых изъятий впервые с 2015 года наметилась тенденция сокращения валютных активов Национального фонда, которые по итогам 2017 года составили 58,3 млрд. долларов США.

*В целях недопущения сокращения средств Национального фонда необходимо придерживаться политики использования его активов, изложенной в Концепции формирования и использования средств Национального фонда. Создание и модель развития Национального фонда в целом соответствуют передовому опыту управления суверенными фондами благосостояния.*

*Национальный Банк в качестве доверительного управляющего активами продолжит осуществлять постоянную работу над диверсификацией инвестиций Национального фонда и использовать различные классы финансовых инструментов, с учетом показателей риска и доходности.*

### **Список литературы:**

1. Интернет-ресурс Государственного пенсионного фонда Глобальный Норвегии ([www.nbim.no](http://www.nbim.no));
2. Интернет-ресурс Министерства финансов Чили ([www.hacienda.cl](http://www.hacienda.cl));
3. Интернет-ресурс Государственного нефтяного фонда Азербайджана ([www.oilfund.az](http://www.oilfund.az));
4. Интернет-ресурс Постоянного нефтяного фонда Аляски (США) ([apfc.org](http://apfc.org));
5. Интернет-ресурс Министерства финансов Российской Федерации ([www.minfin.ru](http://www.minfin.ru));
6. Интернет-ресурс Пенсионного (супер) фонда Новой Зеландии ([www.nzsuperfund.co.nz](http://www.nzsuperfund.co.nz)).

Стратегическое распределение и эталонные портфели фондов

Таблица 1

Целевое распределение и бенчмарки Фонда Норвегии

| Портфель                                             | Бенчмарк                                  | доля, % |
|------------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------|
| Портфель акций                                       | FTSE Global All Cap Index                 | 62,5    |
| Портфель облигаций, из них:                          |                                           | 30,5    |
| ГЦБ и ЦБ, связанные с государственными организациями | Bloomberg Barclays Indices                | 70      |
| Корпоративные ценные бумаги                          | Bloomberg Barclays Global Aggregate Index | 30      |
| Портфель недвижимости (нелистинговые)                | -                                         | до 7    |

Источник: [www.nbim.no](http://www.nbim.no)

Таблица 2

Целевое распределение и бенчмарки Фонда Чили

| Портфели                                          | Эталонные портфели                                         | доля, % |      |
|---------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|---------|------|
| Банковские активы (депозиты)                      | Merrill Lynch Libid 3 Month Average USD                    | 5,0     | 15,0 |
|                                                   | Merrill Lynch Libid 3 Month Average EUR                    | 6,0     |      |
|                                                   | Merrill Lynch Libid 3 Month Average JPY                    | 4,0     |      |
| Казначейские облигации и суверенные облигации     |                                                            |         | 74,0 |
| Казначейские облигации                            | Merrill Lynch Treasury Bills Index USD                     | 6,0     | 19,0 |
|                                                   | Merrill Lynch Treasury Bills Index EUR                     | 7,0     |      |
|                                                   | Merrill Lynch Treasury Bills Index JPY                     | 6,0     |      |
| Суверенные облигации                              | Barclays Capital Global Treasury: US 7-10 Yrs              | 26,5    | 55,0 |
|                                                   | Barclays Capital Global Treasury: Germany 7-10 Yrs         | 11,0    |      |
|                                                   | Barclays Capital Global Treasury: Japan 7-10 Yrs           | 10,0    |      |
|                                                   | Barclays Capital Global Treasury: Switzerland 7-10 Yrs     | 7,5     |      |
| Суверенные облигации, индексированные на инфляцию | Barclays Capital Global Inflation-Linked: US TIPS 1-10 Yrs | 2,5     | 3,5  |
|                                                   | Barclays Capital Global Inflation-Linked: Germany 1-10 Yrs | 1,0     |      |
| Акции                                             | MSCI All Country World Index (ex. Chile)                   |         | 7,5  |

Источник: Министерство финансов Чили ([www.hacienda.cl](http://www.hacienda.cl))

Таблица 3

Целевое распределение и бенчмарки Фонда Азербайджана

| Портфель                       | Эталон                       | доля, %                |
|--------------------------------|------------------------------|------------------------|
| Портфель долговых обязательств |                              | 60<br>(откл. $\pm 5$ ) |
| облигации в долларах США       | шестимесячный LIBOR (Лондон) | 50                     |
| облигации в евро               | шестимесячный EURIBOR        | 35                     |
| облигации в британский фунт    | шестимесячный LIBOR          | 5                      |

|                                  |                                    |                |
|----------------------------------|------------------------------------|----------------|
| <i>облигации в другие валюты</i> | <i>ставка на их денежном рынке</i> | <i>10</i>      |
| Портфель акций                   | MSCI World Index                   | 25             |
| Портфель недвижимости            | -                                  | 10 ( $\pm 2$ ) |
| Портфель золота                  | -                                  | 5 ( $\pm 3$ )  |

Источник: [www.oilfund.az](http://www.oilfund.az)

Таблица 4

**Целевое распределение и бенчмарки Фонда Аляски**

| <i>Портфель</i>                             | <i>Эталонные портфели (помандатно)</i>                                                                                                                                                                                                                                   | <i>доля, %</i> |
|---------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| Акции публичных компаний                    | MSCI ACWI IMI EX-US;<br>MSCI ACWI IMI;<br>Russel 2000 Index                                                                                                                                                                                                              | 39             |
| ЦБ с фиксированной доходностью «Плюс»       | Barclay's U.S. Aggregate Index; Barclays Global EX-U.S.;<br>Barclays Corporate Index;<br>Barclays High Yield 2% Issuer Cap Index;<br>Barclays EMD Hard Currency Index;<br>Barclays U.S. TIPS Index;<br>S&P Global REITS Index;<br>S&P Global Listed Infrastructure Index | 22             |
| Прямые инвестиции и специальные возможности | NCREIF Property Index                                                                                                                                                                                                                                                    | 11             |
| Недвижимость                                | -                                                                                                                                                                                                                                                                        | 11             |
| Инфраструктура                              | -                                                                                                                                                                                                                                                                        | 6              |
| Стратегия аллокация                         | -                                                                                                                                                                                                                                                                        | 6              |
| Стратегия абсолютной доходности             | -                                                                                                                                                                                                                                                                        | 5              |

Источник: [apfc.org](http://apfc.org)

Таблица 5

**Целевое распределение и бенчмарки Фонда Новой Зеландии**

| <i>Активы</i>                                         | <i>Бенчмарк</i>                                            | <i>доля, %</i>   |
|-------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|------------------|
| <b><i>Портфель акций</i></b>                          |                                                            | <b><i>80</i></b> |
| Глобальные акции – развитые экономики                 | MSCI World Investable Market Index hedged to NZD           | 65               |
| Глобальные акции – развивающиеся рынки                | MSCI Emerging market Investable Market Index hedged to NZD | 10               |
| Акции компаний Новой Зеландии                         | NZX 50 Gross Index                                         | 5                |
| <b><i>Портфель ЦБ с фиксированной доходностью</i></b> | Barclays Capital Global Aggregate Index hedged to NZD      | <b><i>20</i></b> |

Источник: [www.nzsuperfund.co.nz](http://www.nzsuperfund.co.nz)

Таблица 6

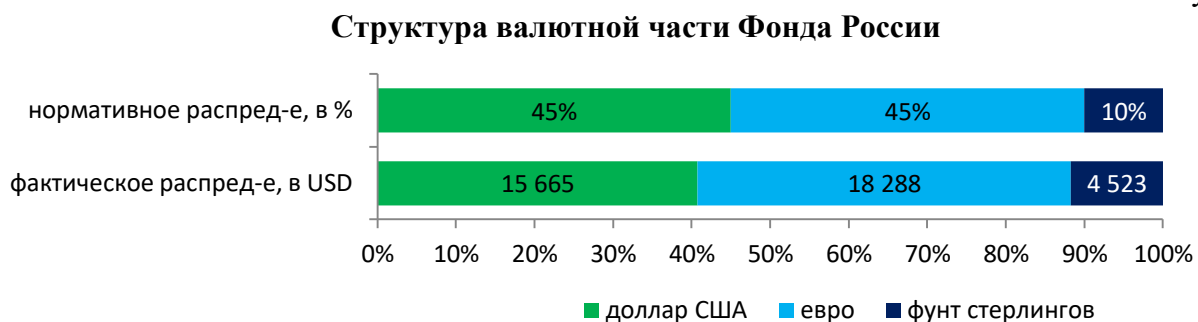
**Целевое распределение активов Фонда России**

| <i>Разрешенные активы</i>                          | <i>предельные доли, %</i> |
|----------------------------------------------------|---------------------------|
| Облигации иностранных государств                   | 0-100,                    |
| Облигации иностранных гос. агентств и центробанков | 0-30                      |
| Облигации МФО                                      | 0-15                      |
| Депозиты в банках                                  | 0-40                      |

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Депозиты во Внешэкономбанке | 0-40  |
| Депозиты в ЦБРФ             | 0-100 |
| Облигации юридических лиц   | 0-30  |
| Акции юридических ли        | 0-50  |

Источник: Министерство финансов России ([www.minfin.ru](http://www.minfin.ru))

Рисунок 1



Источник: Министерство финансов России ([www.minfin.ru](http://www.minfin.ru))

## Современные методы управления инвестиционным портфелем. Подход Reference portfolio

*Кизатов Г.Ф. – главный специалист-аналитик управления стратегии и риск менеджмента АО «Национальная инвестиционная корпорация Национального Банка Казахстана»*

*Бойко Б.Б. – ведущий специалист-аналитик управления стратегии и риск менеджмента АО «Национальная инвестиционная корпорация Национального Банка Казахстана»*

Управление инвестиционным портфелем, по своей сути, заключается в применении конкретных методов и подходов, направленных на сохранение первоначально инвестированных финансовых средств и обеспечения его максимальной доходности при допустимом уровне инвестиционных рисков. В данной статье рассматривается один из подходов к управлению активами - Reference portfolio, используемый на сегодняшний день многими ведущими институциональными инвесторами, в том числе АО «Национальная инвестиционная корпорация Национального Банка Казахстана». Цель управления портфелем, при данном подходе, заключается в обеспечении доходности, превышающей доходность Reference portfolio, при равном или более низком уровне риска. В сравнении с другими подходами к формированию инвестиционного портфеля, в частности с традиционным стратегическим распределением портфеля, подход Reference portfolio предполагает необходимость делегирования полномочий и, тем самым, добавляет инвестору большей инвестиционной гибкости при принятии решений.

**Ключевые слова:** риск аппетит, целевой уровень доходности, распределение активов, традиционное стратегическое распределение портфеля, институциональные инвесторы.

**Jel-классификация:** G110, G230

### 1. Введение

Согласно исследованию NZIRP<sup>2</sup> [1] на тему процессов инвестирования в суверенных фондах, одним из ключевых элементов успешного управления инвестиционными фондами является наличие точно определенного бенчмарка для инвестированных средств. Так, обоснованный выбор бенчмарка является одним из наиболее важных шагов в определении будущего профиля доходности и риска фонда. Исходя из принятого бенчмарка, для фонда, практически, определяются распределение инвестируемых активов по классам инструментов, ожидаемая доходность и ожидаемая волатильность доходности. Существует достаточно широкий спектр подходов к определению и выбору бенчмарка, в зависимости от таких факторов, как цель/предназначение фонда, размер активов под управлением, инвестиционная философия, наличие будущих обязательств и т.д. В итоге, можно принять, что правильно подобранный бенчмарк может и должен служить инструментом мониторинга инвестиционного процесса, помогая выстраивать приемлемый процесс управления фондом [2].

В целом, можно заключить, что бенчмарк портфеля выполняет две основные функции [3]. Во-первых, для формализации/представления цели фонда в виде осуществимой и понятной инвестиционной стратегии. В данном контексте, выбранный бенчмарк служит для экс-анте определения риск-профиля портфеля и планируемого распределения портфеля между классами активов, в первую очередь – между «growth» и «income» активами. При рассмотрении всего процесса управления активами, включающего в себя, как формирование инвестиционного портфеля, так и его дальнейшее управление, следует отметить его зависимость от краткосрочных и долгосрочных целей собственника активов, его предпочтений, инвестиционных ограничений и терпимости к риску, а также текущего и

<sup>2</sup> New Zealand Institute for Pacific Research.

ожидаемого экономического климата. Соответственно, в связи с тем, что каждый из вышеуказанных параметров оказывает существенное влияние на весь процесс управления активами, они должны быть определены и сформулированы заранее, т.е. до фактического начала формирования инвестиционного портфеля.

Во-вторых, бенчмарк необходим для постфактум оценки инвестиционных результатов деятельности фонда, которая, в свою очередь, может повлиять на развитие необходимых политик и процедур для лучшего управления средствами фонда в будущем.

Как правило, вышеуказанные параметры инвестиционного процесса определяются Инвестиционной стратегией или политикой управляющего. Кроме того, Инвестиционная стратегия также должна четко обозначать целевые параметры доходности и риск аппетит<sup>3</sup> инвестора [4]. При этом, инвестору следует убедиться в корректности определенных параметров, т.е. при их соотношении друг к другу, достижение целевого параметра доходности должно быть возможно при утвержденном риск аппетите и конъюнктуре рынков. Определение риск-аппетита, по большей части, диктуется заявленными целями инвестиционного фонда. Например, инвестиционные фонды, создающиеся для обеспечения макроэкономической стабильности, традиционно имеют меньшую долю активов, инвестируемых в рискованные инструменты, в отличие от долгосрочных структур, создаваемых для повышения благосостояния, развития, или выполнения пенсионных обязательств [3]. В свою очередь, выбор риск-профиля (аппетита) определяет распределение между «growth» и «income» активами. К income активам традиционно относят государственные и корпоративные долговые обязательства, в то время как к growth, помимо публичных долевых инструментов/акций, относятся также альтернативные инструменты, включая инвестиции в недвижимость и инфраструктуру, частный капитал и хедж-фонды.

## **2. Обзор подходов к управлению инвестиционным процессом.**

С точки зрения инвестиционного процесса, нахождение оптимального соотношения ожидаемой доходности к риску определяется установленными целями фонда. Значения доходности и толерантности к риску, которых необходимо придерживаться для достижения ранее обозначенных целей фонда, в свою очередь, должны послужить ориентирами для выбора подходящего бенчмарка. Традиционно, выбор требуемых параметров риска и доходности портфеля определяется двумя подходами.

При первом подходе, согласно инвестиционному плану/стратегии, определяется необходимый уровень доходности для инвестируемых средств. Исходя из этого, определяется уровень риска, который необходимо принять для зарабатывания данной доходности. Целевая доходность также может быть выражена в абсолютной или в относительной форме. И если, абсолютная целевая доходность обозначается в номинальном или реальном выражении (например, инфляция + 5%), то относительная целевая доходность рассчитывается относительно эталонного индекса либо портфелей других инвесторов.

При втором подходе, в первую очередь определяется приемлемый уровень риска, который можно принимать в соответствии с инвестиционным планом. Отсюда высчитывается потенциальная доходность, которую можно ожидать с подобным уровнем риска. В свою очередь, риск аппетит, выражаемый в абсолютной и относительной форме, зависит от способности и желания инвестора принимать риски. Так, абсолютная форма риск аппетита определяется как максимальный объем потери капитала в течение определенного периода времени при определенной вероятности, тогда как относительная форма предусматривает выбор бенчмарка в качестве ориентира по риску.

При этом, в связи с меняющейся макроэкономической конъюнктурой рынков, оказывающей непосредственное влияние на показатели риска и доходности инвестиционного портфеля, выбор абсолютного значения или доходности других инвесторов в качестве нормы собственной целевой доходности, далеко не всегда является оптимальным.

---

<sup>3</sup> Риск аппетит – уровень риска, который инвестор готов принять для достижения своих целей.

NZIPR отмечает, что оптимальным и разумным подходом в условиях современного инвестиционного рынка является комбинация двух подходов [1]. Таким образом, инвесторы, принимая решение по определению целевых параметров риска и доходности для собственного инвестиционного портфеля, чаще останавливают свой выбор на индексах/бенчмарках.

При определении оптимального бенчмарка, инвестору следует также убедиться в его соответствии следующим критериям:

- соответствие инвестиционному мандату инвестора;
- прозрачный состав и ясные критерии для построения бенчмарка;
- соответствие полному спектру инвестируемых инструментов (investable universe), отсутствие субъективно исключенных типов/классов активов;
- возможность измерения его доходности;
- стабильность и частота представления отчетности;
- возможность инвестирования непосредственно в данный бенчмарк [5].

В последующем, на основании утвержденных инвестиционных целей и ограничений формируется инвестиционный портфель. Существует несколько подходов к формированию инвестиционного портфеля. Помимо подхода Reference portfolio, рассматриваемого в данной статье, одним из наиболее применяемых подходов является формирование инвестиционного портфеля в соответствии со стратегическим распределением активов.

### **3. Сравнение подходов стратегического распределения активов и Reference portfolio**

Стратегическое распределение является статичной комбинацией классов активов в портфеле, как правило, устанавливаемой на календарной основе. Использование данного метода формирования инвестиционного портфеля предполагает определение конкретных максимальных лимитов для каждого из классов активов в инвестиционном портфеле, что ограничивает инвестиционного управляющего в гибкости при принятии инвестиционных решений в зависимости от меняющейся рыночной инвестиционной конъюнктуры.

В свою очередь, набирающий популярность среди крупных институциональных инвесторов Reference portfolio рассматривается инвесторами как более приемлемый, с точки зрения получения инвестиционной гибкости при принятии инвестиционных решений, подход по формированию и управлению инвестиционным портфелем. Концепция Reference portfolio, которая впервые была введена Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) и на сегодняшний день применяется другими крупными пенсионными и суверенными фондами, включая NZ<sup>4</sup> Superannuation Fund (Новая Зеландия), GIC<sup>5</sup> (Сингапур), CIC<sup>6</sup> (Китай), ADIA<sup>7</sup> (ОАЭ) и NBIM<sup>8</sup> (Норвегия) [6], [7], [8], [9], [10], [11].

Сам подход своевременно отражает фундаментальные изменения в рыночных условиях, тем самым давая инвестиционному управляющему возможность динамично реагировать на данные изменения. Также, в отличие от классического стратегического распределения активов, подход Reference portfolio не ограничивает инвестора в гибкости принятия решений по включению новых или исключению текущих, непривлекательных активов. По своей сути, Reference portfolio является простым, низко затратным и пассивным портфелем, который состоит только из традиционных классов активов – активы роста (фактор Growth) и активы фиксированного дохода (фактор Income). Активы Growth, как правило представлены глобальными индексами акций MSCI All Country World Index или FTSE All World Index, тогда как Income зачастую представляется индексами облигаций

<sup>4</sup> New Zealand Superannuation Fund

<sup>5</sup> GIC Private Limited (Government of Singapore Investment Corporation)

<sup>6</sup> China Investment Corporation

<sup>7</sup> Abu Dhabi Investment Authority

<sup>8</sup> Norges Bank Investment Management

Barclays. При этом, соотношение активов Growth и Income в Reference portfolio определяется в соответствии с инвестиционным мандатом управляющего. Также, наличие в составе бенчмарка индексов глобального рынка подразумевает построение инвестиционного портфеля с высоким уровнем диверсификации. Отсюда следует, что Reference portfolio в полной мере соответствует критериям для оптимального бенчмарка.

#### 4. Определение параметров Reference portfolio

При определении состава Reference portfolio, ключевым решением для инвестора является установление соотношения доли активов Growth к доле активов Income, что определяется риск аппетитом инвестора в соответствии с его мандатом. В зависимости от уровня риск аппетита инвестора, данное соотношение может варьироваться. Например, чем ниже терпимость инвестора к риску (консервативный подход), тем выше доля активов Income в его инвестиционном портфеле или наоборот, чем выше его риск аппетит, тем соответственно выше доля Growth в его инвестиционном портфеле.

Следовательно, будет справедливым отметить, что Reference portfolio является универсальным подходом при определении бенчмарка как для консервативных инвесторов, так и для инвесторов с высокой терпимостью к рискам.

Таблица 1

**Параметры Reference portfolio среди крупных институциональных инвесторов**

| Институциональный инвестор              | Reference portfolio<br>(соотношение Growth/Income) |
|-----------------------------------------|----------------------------------------------------|
| CPPIB (Канада)                          | 85/15                                              |
| GIC (Сингапур)                          | 65/35                                              |
| NBIM (Норвегия)                         | 70/30                                              |
| CIC (Китай)                             | 70/30                                              |
| NZ Superannuation Fund (Новая Зеландия) | 80/20                                              |

Источники: [6], [7], [8], [9], [10]

В вышеуказанной таблице представлены параметры Reference portfolio крупных институциональных инвесторов, с точки зрения соотношения активов Growth и Income.

Кроме этого, подход Reference portfolio является очень удобным и понятным инструментом оценки деятельности управляющего активами, так как сам факт его определения в качестве инвестиционного ориентира формирует достаточно четкие цели по доходности и ограничения по риску для инвестиционного управляющего. Так, если самостоятельное управление инвестиционным портфелем подразумевает дополнительные затраты (привлечение интеллектуального капитала, выплат повышенных комиссий за управление и доступ к информации), то подход Reference portfolio, который представляет из себя простой композитный портфель, управляемый пассивно при минимальных затратах, по своей сути является альтернативным вариантом (opportunity cost) инвестирования активов управляющего.

Таким образом, дополнительные ресурсы, необходимые для самостоятельного управления инвестиционным портфелем, оправдываются только в том случае, если доходность от самостоятельного управления инвестиционным портфелем (за вычетом расходов) превосходит доходность Reference portfolio, при аналогичном или меньшем уровне риска портфеля управляющего.

##### 4.1 Формирование инвестиционного портфеля по принципу Reference portfolio

Как было описано выше, целью управления портфелем при данном подходе является получение доходности, превышающей доходность Reference portfolio, при равном или более низком уровне риска. На практике, в связи с наличием цели по обеспечению доходности,

превышающей доходность Reference portfolio, фактический портфель инвестора может и, как правило, отличается от его Reference portfolio.

Существует три источника создания добавочной стоимости выше Reference portfolio (активное управление):

- диверсификация;
- тактические отклонения;
- выбор инвестиций.

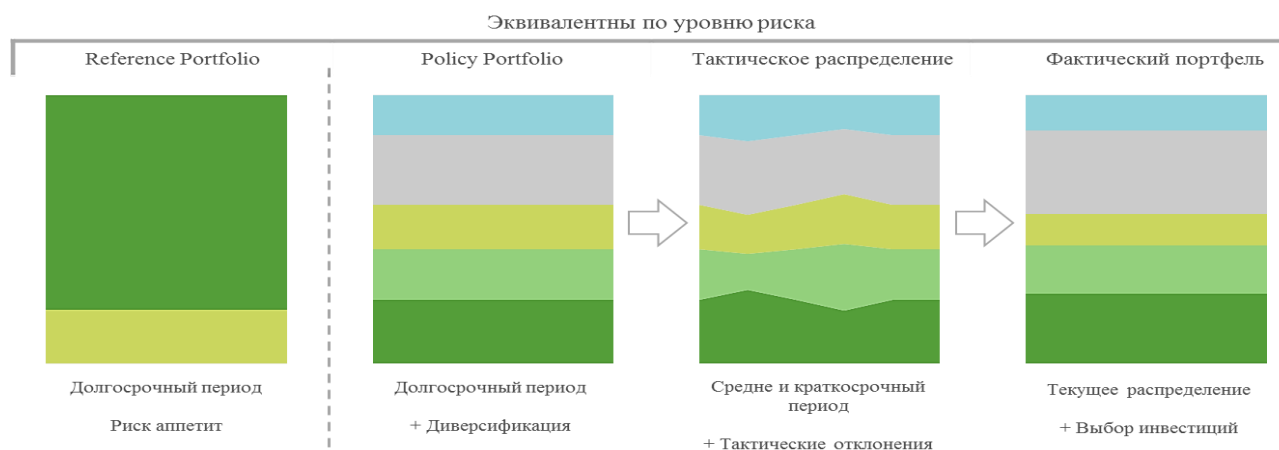
Концентрация на основных экономических драйверах риска и доходности при формировании инвестиционного портфеля – факторах Growth и Income, используемых в подходе Reference portfolio, а не на классах активов, как при традиционном стратегическом распределении активов, может значительно улучшить уровень диверсификации портфеля. Кроме того, фактический портфель может быть инвестирован в инструменты, не входящие в Reference portfolio, например, альтернативные классы активов, характеризующиеся меньшей, в сравнении с традиционными инструментами ликвидностью и более длительным горизонтом инвестирования. В связи с этим, корреляция альтернативных классов активов с традиционными инструментами является низкой. Диверсификация портфеля путем добавления таких менее ликвидных активов создает источник дополнительной долгосрочной доходности без увеличения риска портфеля. Так, портфели таких институциональных инвесторов, как, например, GIC, включают в себя инвестиции в альтернативные классы активов, которые включают в себя инвестиции в частный капитал, хедж-фонды, недвижимость и инфраструктурные объекты.

Тактические отклонения осуществляются в случаях, когда инвестор имеет определенные убеждения касательно различия между текущим рыночным ценообразованием и долгосрочными фундаментальными факторами для конкретных классов активов, секторов, географий или определенных инвестиций. Осуществление тактических отклонений представляет из себя преднамеренные временные отклонения портфеля от установленного долгосрочного распределения в целях получения дополнительной доходности, при условии исчезновения данных различий в будущем. Потенциальный размер добавленной стоимости от выбора инвестиций (в разумно диверсифицированном портфеле) – альфа – сопоставим с добавленной стоимостью от диверсификации. Как правило, наибольшая возможность генерирования альфы свойственна инвестициям на частных рынках.

Таким образом, увеличение диверсификации портфеля путем добавления в него новых классов активов, не входящих в состав Reference portfolio и осуществление тактических отклонений, делает фактический портфель более динамичным по структуре и приводит к значительному его отклонению от состава Reference portfolio, при этом, не увеличивая совокупный риск портфеля.

*Рисунок 1*

### Формирование инвестиционного портфеля по принципу Reference portfolio



Источник: расчеты НИК

Целевое распределение (policy portfolio) – диверсифицированный портфель, состоящий из нескольких классов активов, включая альтернативные инструменты, которые дают более высокую диверсификацию, а, следовательно, и доходность. При этом, риск данного портфеля соответствует риску Reference portfolio. Тактическое распределение – распределение портфеля, которые отображает тактические отклонения от его целевого распределения, формируемое за счет средне- и краткосрочных убеждений инвестора для получения доходности сверх целевого распределения.

#### 4.2 Прокси-система

При определении целевого распределения активов формируется своего рода прокси-система, цель которой заключается в упрощении процесса принятия решений по инвестированию в активы, не входящие в структуру Reference portfolio. Формирование прокси-системы осуществляется за счет разложения каждого из классов активов, не входящих в Reference portfolio, на факторы Growth и Income, которые являются основными экономическими драйверами доходности и риска.

Ввиду того, что инвестиции в частный капитал схожи с инвестициями в публичные акции (фактор Growth), но при этом имеют высокий уровень левиреджа (долга) и, следовательно, риска, имеет смысл рассматривать данные инвестиции как более подверженные риску замедления роста на рынке акций. Так, например, согласно прокси-системе NZ Superannuation Fund, инвестиции в частный капитал по риск характеристикам состоят на 110% из фактора Growth и на - 10% фактора Income.

В свою очередь, инвестиции в недвижимость приносят стабильные ежегодные денежные потоки, аналогичные купонным выплатам облигаций, при этом стоимость самого объекта недвижимости подвержена переоценке, которая коррелирует с фактором Growth. Так, по прокси-системе NZ Superannuation Fund, инвестиции в недвижимость по риск характеристикам состоят на 40% из фактора Growth и на 60% фактора Income.

Тем самым, при инвестировании в частный капитал в размере \$100 необходимо продать акции на \$110 и купить облигаций на \$10. Инвестируя в недвижимость в размере \$100, необходимо уменьшить позицию в акциях на \$40 и в облигациях на \$60. В таком случае, если прокси-система была составлена корректно, параметры фактического портфеля, с точки зрения распределения активов Growth к активам Income, останутся относительно нейтральными по отношению к Reference portfolio.

Таблица 2

#### Пример прокси для альтернативных классов активов

| Класс активов   | Соотношение Growth/Income |
|-----------------|---------------------------|
| Частный капитал | 110/-10                   |
| Недвижимость    | 40/60                     |
| Инфраструктура  | 60/40                     |

Источник: [12]

#### 4.3 Структура корпоративного управления при Reference portfolio

Одним из важных условий для успешной имплементации подхода Reference portfolio, как отмечается институциональными инвесторами, является улучшение корпоративного управления (enhanced governance). Подход Reference portfolio требует более эффективного делегирования полномочий и обязанностей между собственником активов, советом директоров и управляющим портфелем.

Так, использование подхода Reference portfolio хорошо вписывается в систему управления, в которой собственник активов устанавливает риск аппетит, Совет директоров устанавливает стратегические цели, а управляющий активами выполняет непосредственное осуществление мероприятий по увеличению добавленной стоимости портфеля. Подобное разделение, в свою очередь, позволяет более точно определить уровень добавленной

стоимости от каждого из вышеописанных действий. В соответствии с уровнем принятия корпоративного решения утверждаются целевой и тактические портфели, при этом Reference portfolio задается инвестором.

## 5. Заключение

*В целом, подход Reference portfolio отвечает описанным критериям для оптимального бенчмарка и служит понятным ориентиром по риску и доходности для инвестиционного портфеля. Кроме этого, он соответствует требованиям институциональных инвесторов с точки зрения получения гибкости при принятии инвестиционных решений в зависимости от рыночной конъюнктуры и является инструментом для объективной оценки деятельности инвестиционного управляющего.*

## Список литературы:

1. Drew, A. & Frijns, B. (2016) “Reference Portfolios for Sovereign Funds in Pacific Island Nations”. NZIPR, Auckland, New Zealand;
2. Drew, A., Frijns, B., and Fowler, R. (2016). “Assessment Framework for Sovereign Funds in Pacific Island Nations”. NZIPR, Auckland, New Zealand;
3. Drew, A. (2016). “The role of sovereign funds in the Pacific Island Nations”. NZIPR, Auckland, New Zealand;
4. CFA Institute (2010). “Investment, Return, and Risk Objectives”. *Elements of an Investment Policy Statement for Individual Investors*, pp. 9-14;
5. CFA Institute (2017). “Exposure Draft on GIPS: Guidance Statement on Benchmarks”. *Global Investment Performance Standards*, pp. 10-16;
6. CPPIB (2018). “2018 Annual Report: Investing for Contributors & Beneficiaries”. CPP Investment Board;
7. Brake, S., Iverson, D., Cheung, J. and Worthington, C. (2015). “How We Invest” White Paper: 2015 Reference Portfolio”. New Zealand Superannuation Fund;
8. GIC (2013). “GIC’s New Investment Framework”. Report on the Management of the Government’s Portfolio for the Year 2012/13;
9. CIC (2017). “CIC Annual Report 2017”;
10. ADIA (2018). “2017 Review: Prudent Global Growth”. Abu-Dhabi Investment Authority;
11. NBIM (2018). “Government Pension Fund Global: Quarterly Report 2Q2018”. Norges Bank Investment Management;
12. Whineray, M. (2012). “New Zealand Superannuation Fund's Investment Approach: Adapting to an Unanchored World”. II Roundtable, Quebec, October 2012.

## **Мировой опыт проведения мониторинга реального сектора центральными банками**

*Осипов И. В. – заместитель начальника управления макроэкономического прогнозирования и мониторинга Департамента исследований и статистики.*

*Керимхан Ж. – главный специалист-аналитик управления макроэкономического прогнозирования и мониторинга Департамента исследований и статистики.*

*Опросы предприятий реального сектора проводятся для постоянного наблюдения за состоянием экономики с целью своевременного выявления происходящих в ней негативных процессов, но имеют свои особенности в каждой стране. В статье описывается опыт проведения выборочных опросов центральными банками 9 стран: Банк Японии, Банк Италии, Центральный Банк Российской Федерации, Национальный Банк Польши, Центральный Банк Бразилии, Центральный Банк Армении, Банк Англии, Бундесбанк, Национальный Банк Республики Казахстан.*

**Ключевые слова:** *реальный сектор, бизнес циклы, мониторинг предприятий, ожидания рынка.*

**JEL-классификация:** *C81, C83.*

Выборочные опросы реального сектора экономики проводятся для оценки состояния экономики, деловой конъюнктуры и направления движения бизнес-циклов. На основе данных, полученных непосредственно от предприятий, центральные банки рассчитывают опережающие индикаторы, которые сигнализируют о возникновении негативных или позитивных процессов в отдельных отраслях реального сектора и экономике в целом. Такие индикаторы регулярно публикуются во всех промышленно развитых странах.

### **Банк Японии**

Одним из широко используемых индикаторов, отражающих настроение бизнеса, является индекс Танкан Банка Японии, используемый в качестве косвенного ориентира для принятия решений в области денежно-кредитной политики.

Tankan является аббревиатурой от «Tanki Keizai Kansoku Chousa» («Краткосрочное экономическое исследование предприятий в Японии»). Танкан - это общенациональный бизнес-опрос, проводимый регулярно с 1957 года с целью получения информации о тенденциях ведения бизнеса предприятиями в Японии. Это один из важных источников информации для оценки Банком Японии складывающихся экономических условий, однако денежно-кредитная политика не формируется исключительно на основе результатов Танкана.

Анкеты содержат качественные и количественные вопросы, касающиеся общей корпоративной деятельности, в том числе оценок предприятий относительно условий ведения бизнеса, как на момент опроса, так и на три месяца вперед, а также фактических результатов и прогнозов по финансовой отчетности и инфляции. В опросах участвует более 10 тысяч предприятий (10020 в марте 2018г.), в следующих примерных пропорциях: 40% предприятий производственной сферы (17 отраслей) и 60% предприятий сферы услуг (14 отраслей) [1].

Предприятия подразделяются на крупные предприятия (с капиталом в 1 млрд. йен и более), средние предприятия (от 100 млн. йен до 1 млрд. йен) и малые предприятия (от 20 млн. йен до 100 млн. йен). До марта 2004 года для градации предприятий по размерности использовались данные о количестве сотрудников. Из более чем 10 тысяч предприятий, участвующих в опросах, доля крупных занимает около 20%, средних – 28%, малых – 52%. Чтобы не исказить показатели ответами крупных предприятий, веса предприятий не используются при расчете диффузионных индексов.

Обследования Танкан проводятся в соответствии с Законом о статистике (Закон № 53 от 2007 года). При этом с юридической точки зрения предприятия не обязаны отвечать на

анкеты, сотрудничество происходит на добровольной основе. Банк Японии, в свою очередь, обязуется сохранить конфиденциальность полученной информации.

Опрос проводится Департаментом исследований и статистики Банка Японии ежеквартально в марте, июне, сентябре и декабре. Анкеты направляются по почте или посредством интернета и включают от 37 до 40 вопросов. Предприятиям дается две недели для заполнения анкет. Опросы состоят из следующих четырех категорий: «Обследование суждений», «Ежегодные прогнозы», «Взгляд на инфляцию предприятий» и «Число новых выпускников, нанятых» (только в июне и декабре). Ответы на качественные вопросы предлагается выбрать из трех вариантов ответов – улучшение, без изменений, ухудшение. Интересно, что в анкетах есть такие вопросы как: «Затраты на приобретение земли»; «Инвестиции в программное обеспечение»; «Инвестиции в НИОКР (научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы)».

Результаты опроса публикуются на сайте банка в апреле, июле, октябре и декабре в заранее объявленные даты в 8:50 утра, за 10 минут до открытия торгов на биржах. Даты выпуска на следующий год объявляются заранее в июне и декабре. В дополнение к результатам опросов, выпущенных головным офисом, филиалы Банка Японии также составляют и выпускают региональные обзоры.

Надо отметить, что по результатам опросов Банк Японии публикует только статистику, не добавляя от себя никаких интерпретаций. Банк считает, что результаты опроса должны быть опубликованы сразу после агрегации, и что добавление любого анализа приведет к задержке публикации, а также может оказать влияние на экономических агентов в части принятия ими решений, касающихся их хозяйственной деятельности.

#### **Банк Италии**

Банк Италии - один из первых центральных банков, внедривших выборочные опросы. Если опросы предприятий проводятся с 1970х годов, то опросы домохозяйств проводятся с 1960-х годов. В настоящее время респондентами Банка Италии являются около 5000 предприятий и 8000 домохозяйств. Опросы домохозяйств проводятся каждые два года в целях обследования изменения уровня доходов населения, их благосостояния (финансовые активы, недвижимость во владении, долги), для отслеживания уровня бедности, уровня занятости, потребления и распределения богатства, а также для анализа поведения людей и их реакции на политические меры.

Кроме того, отслеживание количества финансово уязвимых домохозяйств позволяет Банку Италии прогнозировать возможные риски финансовой стабильности. Как показывает практика, динамика доли «плохих» кредитов в Италии повторяет динамику изменения доли уязвимых домохозяйств, которая оценивается путем расчета долговой нагрузки на домохозяйство. Таким образом, используя опросы, проецируется динамика некачественных займов в экономике.

Если для проведения опросов домохозяйств привлекаются посторонние организации, то опросы предприятий проводятся самим Банком Италии по электронной почте. Перед началом опросов Банк Италии готовит респондентов к приходу опросников, направляя им письма за подписью Председателя банка, а также брошюры с информацией о цели проводимых опросов, о необходимости этой работы, о конфиденциальности представляемой информации и т.д. После окончания опросов каждому участнику направляют благодарственное письмо с некоторыми результатами. Для мотивации участия предприятий в опросах Банк Италии направляет своим участникам аналитическую информацию по узкому кругу подобных ему предприятий (той же отрасли, того же региона, такого же размера). По их оценкам 80% предприятий отмечают полезность направляемой им информации. Необходимо также отметить, что в целях расширения практического применения результатов проводимых опросов в исследовательской работе и распространения данных Банк Италии намерен разработать «Research Data center», из которого исследователи из разных институтов смогут получить необходимые им данные по специальному запросу.

### **Центральный Банк Российской Федерации**

Центральный Банк Российской Федерации (далее – ЦБ) начал проводить мониторинг нефинансовых организаций с 2000 года. Участие в опросах является добровольным.

Мониторинг предприятий проводится для информационно-аналитического обеспечения ЦБ при реализации возложенных на него задач и осуществлении функций, предусмотренных законом о ЦБ<sup>9</sup>[2].

В мониторинге используется три вида анкет: конъюнктурные, инвестиционные, финансовые. Финансовая анкета соответствует структуре обязательной формы бухгалтерской отчетности предприятий. Ежемесячные опросы предприятий проводятся на основе конъюнктурных анкет, ежеквартальные – на основе финансовых и инвестиционных анкет.

В 2006 году ЦБ определил, что практическое использование результатов мониторинга предприятий будет направлено на удовлетворение нужд надзорного блока ЦБ и банковского сообщества в части информационно-аналитического содействия выполнению кредитными организациями надзорных требований ЦБ, и ввел дополнительно анкету по спросу на банковские услуги (периодичность – квартальная). В целом все анкеты содержат 103 вопроса.

Ранее данные мониторинга использовались для подготовки ежеквартального обзора «Финансовое положение крупнейших предприятий», который публиковался на веб-портале ЦБ. С 2015 года публикация данных обзоров прекращена. По результатам мониторинга готовится Конъюнктурный обзор (ежемесячно), Инвестиционный обзор (ежеквартально), Финансовый обзор (ежеквартально), Обзор «Спрос предприятий нефинансового сектора экономики на банковские услуги» (ежеквартально), Аналитическое обозрение «Темп-информ» (ежеквартально). Однако вся эта аналитическая информация по мониторингу размещается на корпоративном интернет портале ЦБ, недоступном для внешних пользователей.

Вместе с тем, в конце 2017 года и в начале 2018 года Департамент исследований и прогнозирования ЦБ опубликовал результаты экономических исследований, основанных на данных опросов предприятий, проведенных департаментом. В первой записке «Факторы ценовой инерции: результаты опроса предприятий» представлены результаты опроса 554 предприятий, проведенного для исследования факторов, влияющих на изменение цен производителей [3]. Второй материал представляет собой ожидания предприятий на 2018 год в части инфляции, выпуска продукции, инвестиций, рентабельности, занятости. В опросе приняли участие 236 респондентов, производителей промышленной и сельскохозяйственной продукции [4].

### **Национальный банк Польши**

Национальный банк Польши (далее - НБП) начал исследования сектора нефинансовых корпораций с 1995 года [5]. Участие в исследовании является бесплатным, добровольным и основано на долгосрочном сотрудничестве респондентов и НБП. С 1995 года по 2017 год количество участников выросло с 200 до 2609 предприятий. Опросы являются ежеквартальными и состоят из фиксированного набора вопросов (37 вопросов) и небольшого количества одноразовых вопросов. Финансовая анкета отсутствует.

По итогам мониторинга ежеквартально готовится обзор на английском и польском языках: «Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw» и «Quick Monitoring Survey. Economic climate in the enterprise sector».

Поскольку финансовые данные у предприятий не запрашиваются, то при подготовке обзоров используются данные отчетов о доходах и расходах, финансовых результатах, предоставляемые Центральным статистическим управлением (далее - ЦСУ). Эти данные представляют собой отчеты, которые предприятия должны отправлять в ЦСУ в конце

---

<sup>9</sup> Положение о проведении мониторинга предприятий Банком России (утв. ЦБ РФ 19-03-2002 186-П) (ред от 24-12-2004)

каждого квартала. Обязательство по представлению отчетности возникает в отношении предприятий, в которых работало более 49 человек к концу года, предшествующего отчетному периоду. Отчеты охватывают почти все сектора экономики, за исключением финансового сектора, сельского хозяйства, лесного хозяйства и рыболовства, поэтому предприятия этих секторов в мониторинге не участвуют. Результаты исследования сначала направляются руководству НБП и Совету по денежно-кредитной политике, затем публикуются на веб-сайте.

Помимо квартальных, существует и годовой опрос, каждый раз посвященный разным явлениям, доминирующим в определенные годы. Например, опрос о последствиях вступления Польши в ЕС, о последствиях финансового кризиса.

В 2014 году НБП в сотрудничестве с ЦСУ провел обследование домашних хозяйств, что является новаторским исследованием в отношении сбора широкого спектра микроданных по активам и обязательствам домашних хозяйств в Польше. Результаты опроса имели ключевое значение для понимания процессов сбережения, накопления долговых обязательств и принятия рисков домохозяйствами, а также способствовали изучению вопроса богатства и неравенства доходов.

### **Центральный Банк Бразилии**

Интересным является опыт Центрального Банка Бразилии (далее – ЦББ), который для оценки ожиданий рынка по основным макроэкономическим индикаторам объявляет конкурс на лучшие прогнозы. Свои прогнозы, полученные на основе эконометрических моделей, представляют коммерческие банки, дилерские, брокерские, консалтинговые и управляющие компании, исследовательские институты и иногда компании реального сектора экономики. Таким образом, в опросах участвуют профессиональные институты и участники рынка. Мотивацией для участников является объявление ЦББ списка топ лучших прогнозистов, а также победителя по номинации «Лучший прогнозист месяца». Такая система оценки ожиданий рынка была внедрена в 1999 году в связи переходом на инфляционное таргетирование. С 2001 года была разработана веб-страница системы ожиданий рынка, которая обеспечила быстроту сбора данных и минимизировала возможность допущения ошибок. В настоящее время таким способом ЦББ собирает от 140 участников рынка ожидания по 24 показателям (ИПШ, ВВП, обменные курсы, экспорт, импорт, торговый баланс и т. д.) и публикует на веб-странице консолидированную статистику – средние значения, медианы, стандартные отклонения, коэффициенты вариации, минимальные и максимальные значения ожиданий. ЦББ проводит эту работу для усиления прозрачности проводимой денежно-кредитной политики и усиления эффективности их коммуникационной политики. Частота представления прогнозов и период проецирования зависит от прогнозируемого показателя. Например, по индексам цен и изменению выпуска, базовой ставке и обменному курсу представляются ежемесячные прогнозы на 18 месяцев и ежегодные на 5 лет. Государственные финансы и показатели внешнего сектора на 5 лет. Такой способ сбора данных по ожиданиям рынка требует функционирования информационной системы на сайте или портале банка, через который экономические агенты могут представлять свои оценки.

### **Центральный Банк Армении**

Центральный Банк Армении (далее – ЦБА) во время проведения опросов, также как и Банк Италии, нанимает по контракту посторонних людей. Результаты опросов используют в своей работе разные подразделения ЦБА, например, подразделение платежного баланса (мониторинг денежных переводов, мониторинг сезонных рабочих) и подразделение экономических исследований (обследование бизнес-климата, инфляционных ожиданий и т.д.). В отличие от Национального Банка Республики Казахстан, ЦБА, кроме Индекса деловой активности и Индекса бизнес-условий, рассчитывает также Индекс доверия потребителей (Consumer confidence index), который используется для оценки уровня потребительского доверия в экономике, который, в свою очередь, отражается на совокупном потреблении и совокупном сбережении. Для построения данного индекса используются

результаты опросов домохозяйств относительно их финансового положения, затрат (больших покупок) в текущем и будущем квартале и намерений относительно их работы в будущем квартале.

Необходимо также отметить, что выборка респондентов ежемесячных опросов ЦБА не является постоянной. То есть выборка, по которой проведено обследование в одном месяце, отличается от выборки следующего месяца, чтобы респондентам не приходилось принимать участие в опросах ежемесячно. Данный способ опросов внедрен в связи с добровольностью участия предприятий в опросах.

#### **Банк Англии**

Банк Англии с помощью своих двенадцати региональных агентств делает количественные оценки экономических условий для 25 переменных, охватывающих спрос, выпуск, условия рынка труда, емкость, затраты и цены. Затем оценки объединяются в национальные баллы, взвешенные по региональным взносам в валовую добавленную стоимость Великобритании. Опросы охватывают все сектора экономики, от малого бизнеса до крупнейших глобальных компаний.

В целом вопросы соответствуют анкетам Национального Банка Республики Казахстан, с небольшим преобладанием в сторону инфляционного фактора и рынка жилья. Опросы проводятся для целей реализации денежно-кредитной политики и обеспечения финансовой стабильности. Результаты опросов публикуются восемь раз в год, используются в аналитических работах банка и в Отчете об инфляции. При этом оценки достаточно хорошо коррелируют с официальными данными статистики и соответствуют британским экономическим тенденциям.

Помимо периодических опросов, проводятся и специальные (тематические) исследования. Так в 2012 - 2014 гг. проводились опросы по условиям кредитования, а также о ситуации на рынке жилья.

#### **Бундесбанк**

Бундесбанк проводит мониторинг предприятий в основном для обеспечения переучета векселей предприятий реального сектора экономики, сферы услуг, а также для рефинансирования (дисконтный кредит, ломбардный кредит, операции РЕПО). В этой связи анкеты ориентированы на финансовое состояние предприятий и базируются на балансовых данных (прибыль, амортизация, задолженность по платежам и др.). Также может запрашиваться дополнительная информация, характеризующая портфель заказов, инвестиционные проекты [6].

Своеобразно реализован принцип добровольности – у предприятий, не предоставивших информацию, возникают проблемы при переучете векселей.

Полученная информация анализируется с использованием метода дискриминантного анализа в разрезе отдельных отраслей, а также с учетом разделения предприятий по объемам оборота (крупные, средние, малые).

#### **Национальный Банк Республики Казахстан**

Национальный Банк Республики Казахстан (далее – Национальный Банк РК) с 2000 года внедрил систему мониторинга предприятий реального сектора экономики и на регулярной основе проводит опросы предприятий путем их анкетирования, участие в которых для предприятий является добровольным, также как и в мировой практике. Результаты мониторинга реального сектора используются Национальным Банком РК в процессе анализа и оценки развития отдельных отраслей и экономики Казахстана в целом, разработки краткосрочных прогнозов основных тенденций в экономике. На основе конъюнктурных опросов рассчитываются опережающие индикаторы изменения бизнес-циклов в экономике Казахстана.

По результатам опросов готовятся два обзора (конъюнктурный и отраслевой), которые публикуются на интернет-ресурсе Национального Банка РК.

Начиная с конца 2016 года на основе изученного мирового опыта были внедрены ежемесячные опросы предприятий реального сектора, и начата работа по расчету индекса

деловой активности и индекса бизнес-условий предприятий сферы услуг, торговли и промышленности. В настоящее время в ежеквартальных опросах Национального Банка участвуют 3116 предприятий, в ежемесячных опросах – 430 предприятий.

Дальнейшее совершенствование мониторинга предприятий реального сектора в Национальном Банке РК связано с совершенствованием аналитических обзоров, возвратной информации для предприятий-участников мониторинга, логического контроля с соответствующей доработкой АИП МПРСЭ<sup>10</sup> и веб-портала Национального Банка РК в соответствии с утвержденной Концепцией развития мониторинга предприятий реального сектора экономики в Национальном Банке РК на 2018-2020 годы [7].

*В целом, принципы проведения мониторинга в других странах не отличаются от принципов мониторинга в Национальном Банке РК. Содержания опросных анкет центральных банков других стран, в основном схожи с вопросами анкет Национального Банка РК, но отличаются спецификой экономической структуры и степенью развития финансового рынка. В заключение хотелось бы отметить, что изучение опыта других стран имеет важное значение для совершенствования системы мониторинга: опросных анкет, возвратной информации, механизма проведения опросов, методов обработки данных, аналитических материалов по результатам ежеквартального и ежемесячного мониторинга Национального Банка РК.*

### **Список литературы:**

1. «Explanation of TANKAN» на сайте Банка Японии по ссылке: <https://www.boj.or.jp/en/statistics/outline/exp/tk/faqtk03.htm/>;
2. Положение о проведении мониторинга предприятий Банком России (утв. ЦБ РФ 19-03-2002 186-П) (ред. от 24-12-2004);
3. Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России «Факторы ценовой инерции: результаты опроса предприятий», ноябрь 2017г;
4. Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России «Предприятия смотрят на 2018 год с оптимизмом: результаты опроса», Январь 2018г;
5. Публикация на сайте Национального Банка Польши «20-летие обследования предпринимательского сектора», Июль 2015г. по ссылке: [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/koniunktura/koniunktura\\_prezentacja/koniunktura\\_prezentacja\\_inf.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/koniunktura/koniunktura_prezentacja/koniunktura_prezentacja_inf.html);
6. Балдина Е., Организация мониторинга предприятий в зарубежных странах, Банковский вестник Национального Банка Республики Беларусь, червень 2003г;
7. Концепция развития мониторинга предприятий реального сектора экономики в Национальном Банке Республики Казахстан на 2018-2020 годы, утвержденная постановлением Совета директоров Национального Банка Республики Казахстан от 10 августа 2018 года №119.

---

<sup>10</sup> Автоматизированная информационная подсистема «Мониторинг предприятий реального сектора экономики»

## **Депозитный рынок в Республике Казахстан: динамика и основные тенденции**

*Кулишанова А.Б. – главный эксперт управления методологии и анализа АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов».*

*Гильмудинова Р.Э. – главный эксперт управления методологии и анализа АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов».*

*Стабильная база фондирования является одной из основополагающих факторов успешного функционирования банковского сектора [1]. На сегодняшний день фондирование банков второго уровня Республики Казахстан преимущественно представлено депозитами физических и юридических лиц, доля которых в обязательствах банков по состоянию на 1 декабря 2018 года составляет 77,4%.*

*В последние годы доля розничных депозитов выросла, и достигла паритета с долей депозитов корпоративного сектора. При этом, если депозиты корпоративного сектора размещаются с учетом проведения оценки финансового состояния банков менеджментом компаний, то главным критерием для населения в выборе депозитного продукта зачастую является высокая ставка вознаграждения [1]. Однако физические лица часто пренебрегают главной характеристикой любых инвестиций – «чем выше доходность, тем выше риск». Как результат недостаточной грамотности и осведомленности, вклады населения являются менее защищенными и подвержены риску потери накопленных сбережений. В этой связи, в целях защиты вкладов населения в стране вот уже 20 лет успешно функционирует система гарантирования депозитов.*

*При этом последние тенденции показали, что имеются проблемы в розничном секторе депозитного рынка. В условиях режима плавающего обменного курса, а также участившихся информационных атак и дезинформации на депозитном рынке, вклады населения имеют свойство быстро конвертироваться из национальной в иностранную валюту или перетекать из одного банка в другой. Это впоследствии негативно отражается на финансовой стабильности банков. Неурегулированные проблемы рынка банковских вкладов привели к тому, что срочный рынок депозитов утратил свое значение.*

*В 2018 году Национальным Банком Республики Казахстан (далее – Национальный Банк) и АО «Казахстанский Фонд гарантирования депозитов» (далее – Фонд) был принят ряд мер по формированию долгосрочного устойчивого фондирования банков и срочного рынка депозитов. В данной статье авторами будут обсуждены и проанализированы данные меры Национального Банка и Фонда и их первоначальные результаты, а также динамика и текущая ситуация розничного депозитного рынка.*

**Ключевые слова:** депозитный рынок, срочные вклады, предельные ставки, гарантирование депозитов.

**Jel – классификация:** G21, E43, E44

### **Динамика и основные показатели рынка депозитов физических лиц**

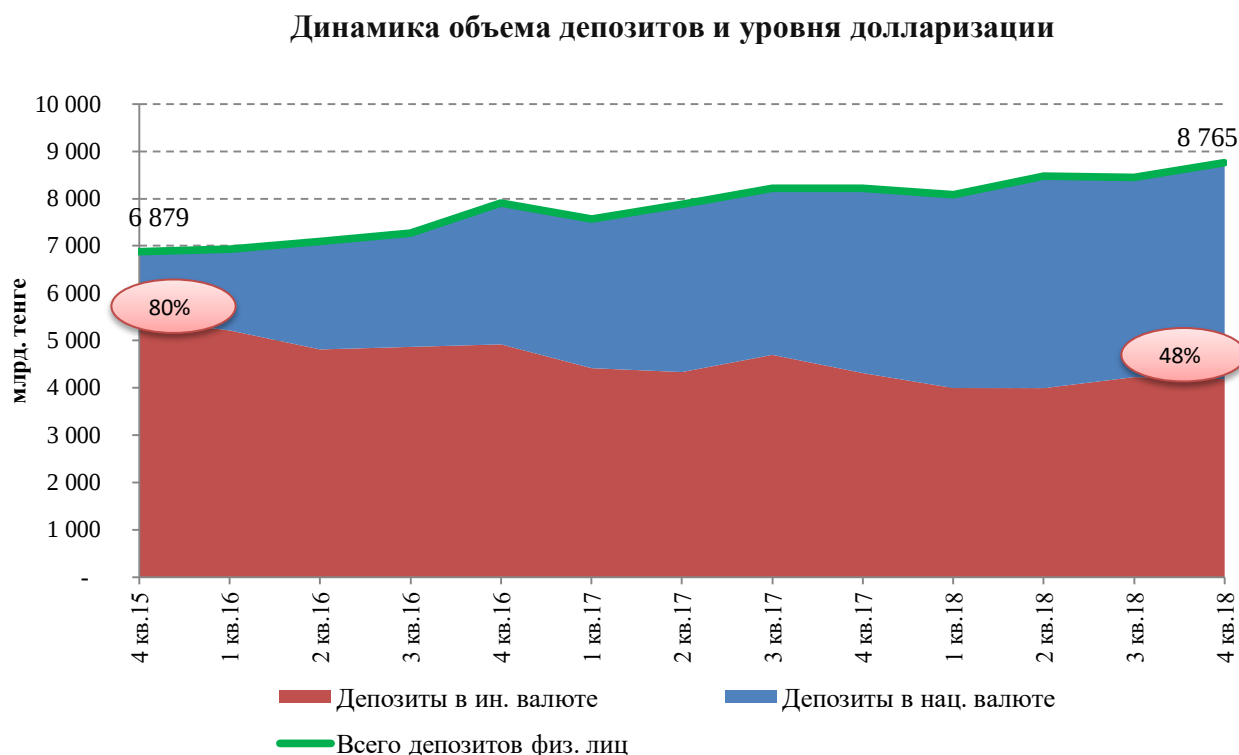
Банковские депозиты сегодня являются не только главным источником фондирования банков, но и самым популярным финансовым инструментом для населения, гарантирующим высокий доход и сохранность средств. За последние годы наблюдается неуклонная тенденция роста интереса к данным инструментам инвестирования. Тенденция обусловлена рядом факторов, таких как понятность и удобство депозитных продуктов, привлекательные ставки вознаграждения и предоставляемые гарантии Фонда по депозитам. По состоянию на 01 декабря 2018 года доля депозитов физических лиц составила 50% в структуре депозитов, открытых юридическими и физическими лицами в банках.

За последние три года объем депозитов физических лиц увеличился на 27,4%, составив на конец 2018 года 8,8 трлн. тенге<sup>11</sup>, при этом главным драйвером роста являются тенговые вклады, которые выросли более чем в 3 раза – с 1,4 трлн. тенге до 4,6 трлн. тенге. Валютная часть депозитов населения сократилась на 23,2% (без учета валютной переоценки – на 32%).

По количеству открытых счетов депозиты в тенге превышают депозиты в иностранной валюте в 18 раз. По состоянию на конец 2018 года количество счетов, открытых в национальной валюте, составляло 55 363 тыс. ед., при этом количество счетов, открытых в иностранной валюте – 3 089 тыс. ед. С 2016 года счета в тенге увеличились на 33 029 тыс., в иностранной валюте – на 1 566 тыс.

Рост депозитов в тенге обусловили принятые меры по повышению привлекательности и обеспечению сохранности тенговых инструментов после перехода на режим инфляционного таргетирования и плавающего обменного курса тенге. В результате, долларизация депозитов населения снизилась до 47,7% в декабре 2018 года со своего исторического максимума в 80,4% в январе 2016 года.

Рисунок 1



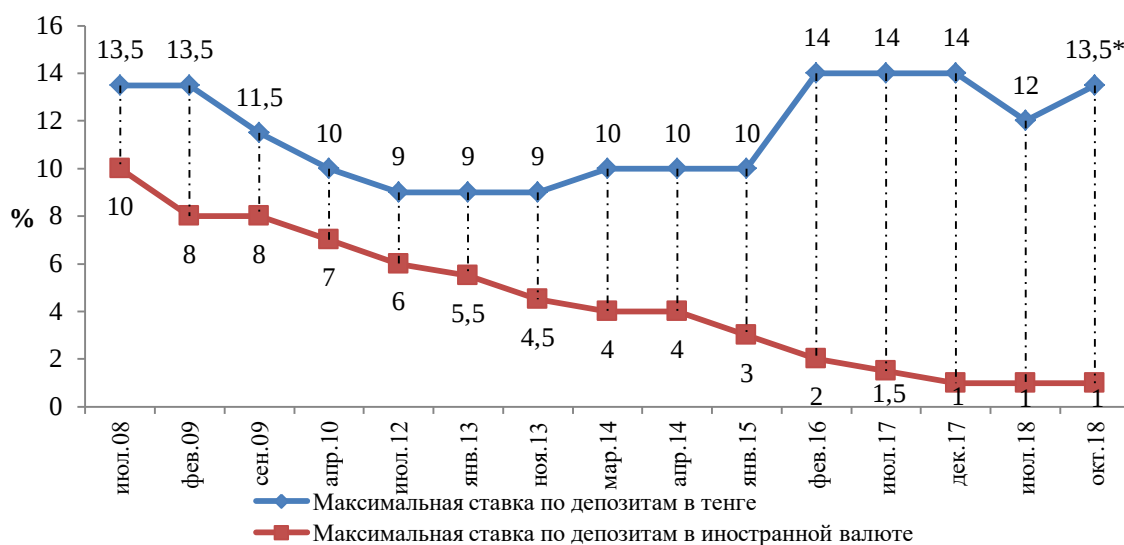
Источник: данные Фонда

Привлекательность тенговых вкладов была повышена посредством расширения спреда по дифференцированным предельным ставкам в тенге и иностранной валюте, который на сегодняшний день составляет 12,5 п.п. Сохранность вкладов в тенге была обеспечена путем повышения гарантируемой суммы с 5 млн. тенге до 10 млн. тенге (по сберегательным вкладам до 15 млн. тенге).

Таким образом, наблюдается положительная зависимость объема депозитов и счетов физических лиц от доходности депозитов. В последнее время тенденция по увеличению депозитов в национальной валюте сохраняется, и в дальнейшем, при соблюдении политики Национального Банка и Фонда по формированию срочного рынка депозитов в тенге, ожидается дальнейшая дедолларизация сбережений населения.

<sup>11</sup> По предварительным данным банков за декабрь 2018 года без учета заключительных оборотов

### Спред между предельными ставками по депозитам в тенге и иностранной валюте

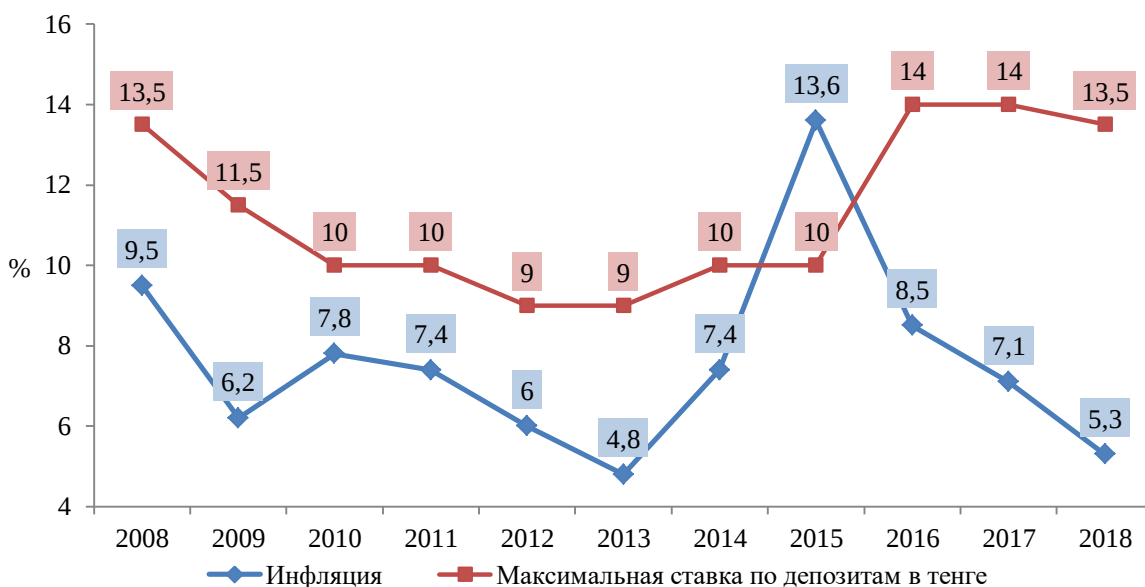


\*предельная ставка по сберегательным депозитам без права пополнения

Источник: данные Фонда

Привлекательность тенговых вкладов населения растет также на фоне снижающейся инфляции. Уровень предельной ставки вознаграждения депозитов в тенге покрывает уровень инфляции в 2,5 раза (годовая инфляция в 2018 году составила 5,3%). Реальная доходность по вкладам в тенге при нынешнем уровне инфляции составляет 8,2%, которая является историческим максимумом за последнее десятилетие.

### Инфляция и предельные ставки по вкладам физических лиц в тенге



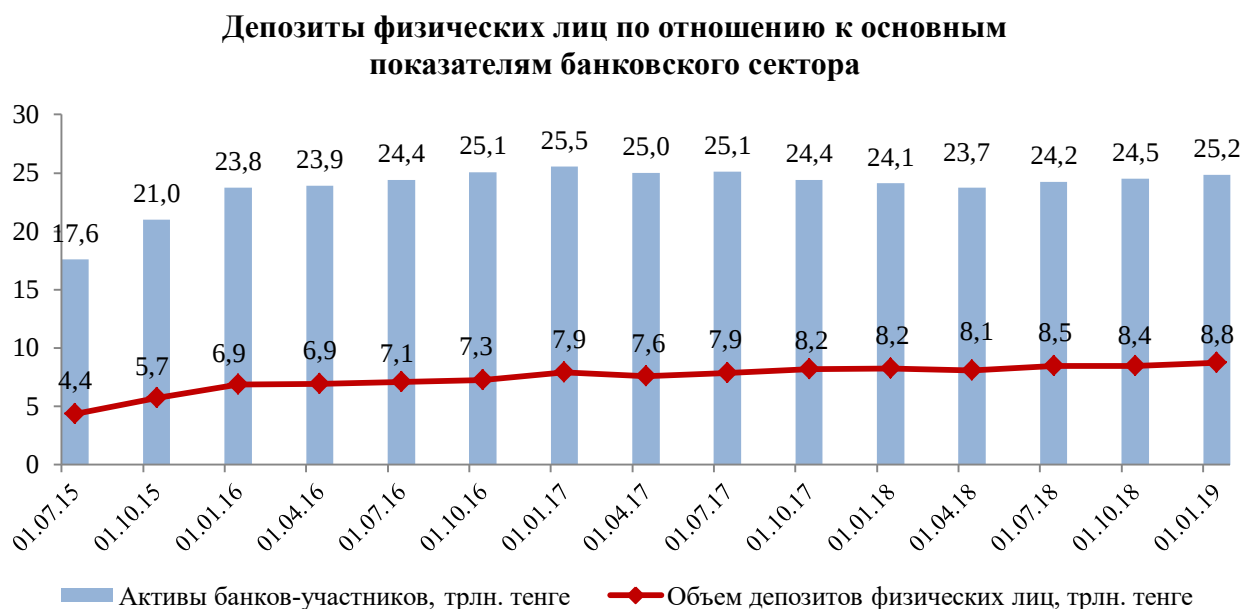
Источник: данные Фонда

В свою очередь, на 99,9% банковских счетов размещены депозиты населения до 20 миллионов тенге – это массовый сегмент депозитного рынка. Эти тенденции объясняют причину увеличения Национальным Банком в прошлом году тенговой гарантии до 15 миллионов тенге, которая покрывает сумму депозита и накопленное по нему вознаграждение. Тенговая часть массового сегмента составляет 74%, а по количеству счетов – 95%. Можно утверждать, что дедолларизация в массовом сегменте уже произошла.

На 0,002% всех депозитных счетов размещены крупные депозиты с остатком на одном счете более 500 млн. тенге. В совокупной депозитной базе физических лиц крупные депозиты занимают более 20%. В данном секторе депозитов преобладают депозиты в иностранной валюте. Тенговая часть крупных депозитов составляет не более 15%.

Наблюдается положительная тенденция роста рынка депозитов физических лиц и в относительном выражении к основным показателям банковского сектора. Так, если в начале 2016 года соотношение депозитов физических лиц к совокупным активам банков-участников составляли 29%, то к концу 2018 года оно составило практически 35%.

Рисунок 4



Источник: данные Национального Банка, данные Фонда

Рост рынка депозитов физических лиц произошел и по отношению к размерам экономики Казахстана. Так, если в 2015 году депозиты физических лиц по отношению к ВВП составляли 11%, то в 2018 году депозиты физических лиц по отношению к ВВП составили более 15%.

### Формирование срочного рынка и переход на установление предельных ставок на основе рыночных ставок

До октября 2018 года на фоне конкуренции большинство банков предлагали максимальные ставки по депозитам, условия которых для физических лиц становились более гибкими: срочные депозиты можно было изъять по первому требованию клиента без каких-либо ограничений. В погоне за увеличением клиентской базы, создания более привлекательных условий по депозитам, срочный рынок банковских вкладов утратил свое значение, и срочные вклады фактически трансформировались во вклады «до востребования».

Первым шагом регулятора в решении проблемы отсутствия срочного рынка стало создание нового вида вкладов – сберегательных депозитов. Данный продукт является менее гибким по сравнению с привычными вкладами, предусматривает ограничения при досрочном изъятии, однако обеспечивает высокую доходность вкладчику при выполнении условий договора. Кроме того, по сберегательным вкладам в тенге предусмотрена повышенная сумма гарантии Фонда – 15 миллионов тенге.

Наряду со сберегательными вкладами на рынке появился другой депозитный продукт – депозиты с плавающей процентной ставкой, где доходность банковского вклада в тенге будет зависеть от величины базового показателя (базовая ставка Национального Банка, уровень инфляции, ставки TONIA и TWINA) [2].

Также для создания срочного рынка в 2018 году Национальным Банком совместно с Фондом были изменены условия по вновь привлекаемым депозитам и создана новая депозитная линейка. С 1 октября 2018 года вклады физических лиц в тенге стали классифицироваться как срочные, несрочные и сберегательные вклады. Предельные ставки Фонда, согласно новой Методике определения и установления размера максимальной ставки вознаграждения по вновь привлекаемым депозитам физических лиц, также устанавливаются отдельно для каждого вида депозитов [3].

**Несрочные вклады** характеризуются низкой доходностью, но в то же время позволяют вкладчику беспрепятственно изъять свой депозит в любое время. **Срочные вклады** менее ликвидны, но дают более высокую доходность. Максимальную доходность вкладчики могут получить, разместив деньги на **сберегательный вклад**, по которому предусмотрены повышенные требования к досрочному изъятию денег.

**Срок вклада** также влияет на уровень ставок вознаграждения. Так, самые низкие предельные ставки вознаграждения устанавливаются по краткосрочным вкладам, по долгосрочным вкладам предусмотрены наибольшие предельные ставки. Разбивка по срокам мотивирует вкладчиков выбирать долгосрочные вклады, которые позволяют вкладчику больше заработать, а банкам лучше планировать свою ликвидность и в дальнейшем предоставлять долгосрочные кредиты.

**Наличие права на пополнение** депозита обуславливает более низкие значения предельных ставок по нему, чем по аналогичному депозиту с отсутствием такого права. Другими словами, стандартный тенговый вклад на 12 месяцев будет ограничен предельной ставкой 12%, тогда как вклад с дополнительной опцией пополнения депозита снизит ставку до 11% [4]. При этом, чем больше срок депозита с правом пополнения, тем ниже ставка вознаграждения. Корректировка на право пополнения предусмотрена с целью снижения процентного риска банков.

### Предварительные результаты принятых мер за 4 квартал 2018 года

Несмотря на то, что сберегательный вклад стал абсолютно новым для казахстанского рынка финансовым инструментом, первые месяцы действия новой классификации вкладов показали, что сберегательные вклады востребованы среди населения. Так, за первый месяц запуска нового продукта казахстанцы разместили в сберегательные вклады 5,1 млрд. тенге. Всего в октябре сберегательные вклады стали доступны в восьми банках второго уровня.

В ноябре 2018 года сберегательные вклады предлагали уже 11 банков, которые в совокупности привлекли 7 млрд. тенге в сберегательные вклады, что на 38% больше, чем в октябре. А в декабре банки привлекли почти вдвое больше сберегательных вкладов – 13,3 млрд. тенге.

Итого за первые 3 месяца запуска сберегательных вкладов 11 311 вкладчиков открыли данный вклад на общую сумму 26,5 млрд. тенге. 79% сберегательных вкладов составляют долгосрочные депозиты свыше 6 месяцев. Наиболее популярен сберегательный вклад без права пополнения, по которому рыночные ставки банков находятся на уровне предельных

ставок Фонда, и которые являются наивысшими ставками депозитного рынка (13,5%). 86% всей суммы объема сберегательных вкладов покрываются гарантией Фонда.

На выбор вкладчиков сегодня в депозитной линейке доступно 18 продуктов по сберегательным вкладам в 11 банках второго уровня.

Формирование срочного рынка положительно сказывается и на деятельности банков второго уровня. Постепенно формируется стабильная база фондирования, все больше банков заинтересованы в создании и продвижении новых депозитных продуктов, отличающихся от прежних стабильностью, качеством обслуживания и низкими рисками.

*В 2018 году как банковский сектор в целом, так и депозитный рынок, претерпели множество позитивных изменений и нововведений. На рынке появилось множество новых финансовых инструментов, предельные ставки стали ориентированными на рынок, которые, в свою очередь, должны улучшить процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Национального Банка.*

*Рост объема тенговых вкладов говорит об изменении сберегательного поведения казахстанцев и об адаптации вкладчиков к новым реалиям. Наблюдается снижение значимости обменного курса как определяющего фактора при выборе валюты сбережения. Люди стали отдавать предпочтение сбережениям в тенге, постепенно повышается интерес к новым депозитным продуктам в национальной валюте.*

*Действующие предельные ставки и классификация вкладов обеспечивают новые возможности для сбережений населения, стимулируют накопление в национальной валюте на длительные сроки и создают условия финансовой стабильности на банковском рынке.*

*Предварительная оценка принятых мер и новых финансовых инструментов показывает, что данные меры оказались своевременными и эффективными.*

### **Список литературы:**

1. Батракова Л.Г. Экономический анализ деятельности коммерческого банка. М.: Издательство Логос, 2005 год;
2. Постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан от 27 августа 2018 года № 194 «Об утверждении Правил исчисления, условий действия плавающей ставки вознаграждения по договорам банковского вклада»;
3. Методика определения и установления размера максимальной ставки вознаграждения по вновь привлекаемым депозитам физических лиц, утвержденная решением Совета директоров АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов» (протокол от 12 июля 2018 года № 12);
4. Решение Совета директоров АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов» от 06 сентября 2018 года № 16, Решение Совета директоров АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов» от 23 ноября 2018 года № 21.

## Основные тренды развития рынка платежных услуг

*Кайнарбаева Р.К. – главный специалист-экономист управления надзора платежных систем Департамента платежных систем Национального Банка Республики Казахстан*

*Целью статьи является обзор основных направлений развития рынка платежных услуг в современных условиях. Особое внимание уделено международному опыту в области совершенствования рынка платежных услуг и использования инновационных технологий, а также перспективам его применения в Казахстане. К тенденциям дальнейшего развития платежного рынка отнесены направления развития дистанционных цифровых сервисов, предлагаемых клиентам банками второго уровня, развитие сегмента электронных денег, расширение деятельности платежных организаций, внедрение системы мгновенных платежей и удаленной идентификации клиентов в финансовой сфере. Также в статье рассмотрены тренды развития и инновации, предлагаемые лидерами рынка карточных платежных систем.*

**Ключевые слова:** «рынок платежных услуг», «цифровые технологии», «дистанционные услуги», «удаленная идентификация», «мгновенные платежи», «системы платежных карточек».

**Jel- классификация:** F24, O31, O33.

В последние годы платежный рынок Казахстана претерпевает значительные изменения. Функционирующая на сегодня нормативная правовая база в области регулирования платежных систем и платежного рынка создает необходимые условия для динамичного развития и совершенствования инфраструктуры платежного рынка с учетом потребностей его участников, общества и государства.

Согласно докладу Банка Международных Расчетов (БМР) «Инновации в области розничных платежей» («Innovations in retail payments») рабочей группой Комитета по платежным и расчётным инфраструктурам было проведено исследование по инновациям и инициативам стран-членов БМР в области платежей. Центральными банками тридцати стран-участниц Комитета по платежным и расчётным инфраструктурам было представлено более ста инициатив. В целом, инновации, предложенные центральными банками – участниками рабочей группы, включают в себя:

- бесконтактные технологии платежных карточек (NFC-технологии, VisapayWave и MasterCardPayPass);
- расширение сферы применения интернет-платежей (в том числе, в части использования виртуальных платежных карточек);
- мобильные платежи (внедрение систем быстрых платежей, использование QR-кодов);
- совершенствование инфраструктуры при осуществлении платежей (идентификация и аутентификация клиентов при дистанционном обслуживании) и вопросы безопасности [1].

Казахстанский платежный рынок и его участники также внедряют инновационные платежные технологии. Благодаря цифровым технологиям меняется и модель банковского обслуживания клиентов. С внедрением и применением инновационных технологических решений наблюдается переход от консервативных методов проведения платежей к использованию банками альтернативных способов осуществления платежей посредством дистанционных каналов.

С учетом этого, основные тренды развития платежного рынка Казахстана могут быть рассмотрены в трех сегментах:

- в сфере банковского сектора;
- в небанковском секторе;
- в секторе систем платежных карточек.

В сфере банковского сектора перспективными тенденциями являются расширение дистанционных цифровых сервисов, предлагаемых банками своим клиентам, внедрение механизма удаленной идентификации клиентов в финансовой сфере, а также внедрение системы мгновенных платежей.

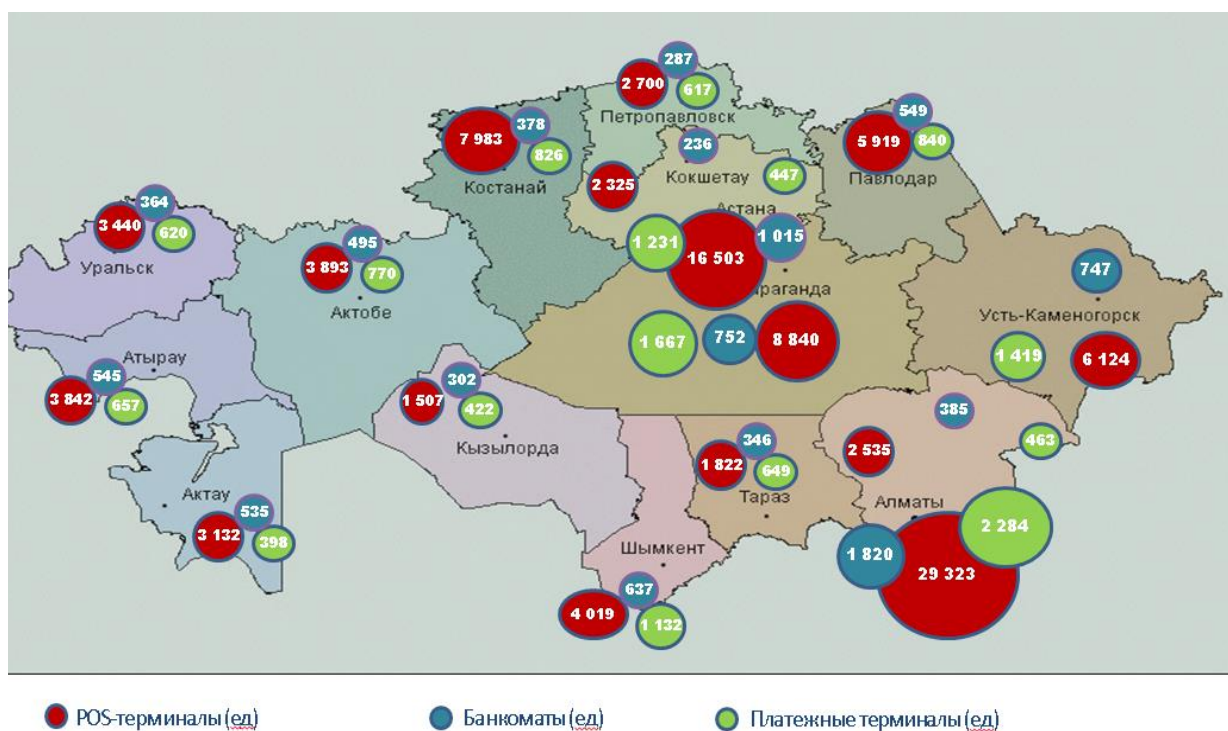
### **Расширение дистанционных цифровых сервисов**

Одним из актуальных трендов развития рынка платежных услуг в Казахстане является увеличение числа финансовых организаций, предоставляющих инновационные электронные платежные услуги и альтернативные платежные сервисы. За последние годы казахстанские банки достигли большого прогресса в развитии дистанционных финансовых сервисов, перейдя на цифровой формат взаимоотношений с клиентами. Для осуществления дистанционных электронных платежей банками предоставляются услуги интернет и мобильного банкинга и устройств удаленного доступа, таких как POS-терминалы, банковские киоски и терминалы моментальной оплаты, банкоматы. С учетом потребностей рынка и требований клиентов на рынке появляются как новые платежные инструменты, так и новое оборудование и устройства. К примеру, сегодня большая часть POS-терминалов поддерживает стандарты сотовой связи и способна обслуживать бесконтактные платежные инструменты. Для удобства предпринимателей банками предлагается возможность использования mPOS (торговый терминал, подключенное к смартфону или планшету, позволяющее осуществлять безналичные расчеты с помощью платежной карточки).

На сегодняшний день ввиду динамичного развития дистанционного обслуживания для проведения платежей, населением активно используется интернет и мобильный банкинг. К примеру, в системах интернет и мобильного банкинга (по состоянию на начало ноября 2018 года) зарегистрировано около 12 млн. пользователей, из которых порядка 34% (4,0 млн.) регулярно проводят операции. Каждая вторая безналичная операция проводится через дистанционные каналы связи. Ежедневно населением посредством цифрового банкинга осуществляется около 460 тысяч транзакций на сумму более 7 млрд. тенге [2].

Вместе с тем, доступ населения к платежным услугам, оказываемым банками, распределен неравномерно, что обусловлено как социально-экономическими, так и географическими факторами. Исходя из представленных ниже сведений (Рисунок 1), наиболее развитая инфраструктура электронных терминалов банков в городах Алматы и Астана (совокупная доля 44% – POS-терминалов, 30% – банкоматов и 24% – платежных терминалов), а также в Карагандинской и Восточно-Казахстанской областях. Наименее развитая сеть в Северо-Казахстанской, Кызылординской и Акмолинской областях [3]. Жители городов республиканского значения и областных центров, как правило, имеют доступ к более широкому спектру банковских услуг, тогда как для жителей сельской местности и отделенных регионов доступен лишь ограниченный перечень платежных услуг.

### Сведения о наличии платежной инфраструктуры в регионах



Источник: Обзор результатов надзора (оверсайта) платежных систем и развития рынка платежных услуг за 2017 год.

В целом, активное расширение в последние годы цифровых сервисов, интернет/мобильных технологий и их внедрение в финансовой сфере, в том числе, для дистанционного банковского обслуживания, способствуют значительному прогрессу в росте безналичных платежей.

#### Внедрение механизма удаленной идентификации клиентов в финансовой сфере

Построение целостной цифровой платежной экосистемы невозможно без реализации комплексных подходов в решении данных задач с использованием новых инновационных решений. В связи с чем, в качестве одного из перспективных трендов развития платежного рынка рассматривается внедрение механизма удаленной идентификации клиентов.

Финансовая отрасль традиционно является лидером в применении инноваций и современных технологий для предоставления сервисов. Стремительное развитие новых технологий, появление новых инновационных решений и новых сервисов разрушает привычные схемы взаимоотношений между участниками платежного рынка. При этом, ключевыми факторами успеха являются высокий уровень доступности предлагаемых платежных услуг, их быстрота, качество и удобство. Внедрение механизма удаленной идентификации клиентов является прогрессивным шагом навстречу дистанционным услугам, что чрезвычайно актуально в век цифровых технологий и способно обеспечить новыми быстрыми сервисами и продуктами различные категории клиентов, охватить население страны, проживающее в отдаленных регионах и маломобильных граждан (людей с ограниченными возможностями).

Удаленная идентификация клиента уже реализована в таких странах, как Швеция, Австрия, Индия, Российская Федерация, Республика Беларусь. Национальный Банк Казахстана в рамках реализации проекта совместно с банковским сообществом планирует в

ближайшее время приступить к пилотному проекту для апробации механизма удаленной идентификации. Внедрение проекта станет стимулом для дальнейшего развития всего финансового рынка (кредитование, страхование, рынок ценных бумаг и т.д.) посредством создания целостной цифровой экосистемы на национальном уровне.

При внедрении данного механизма граждане, в том числе проживающие в отдаленных регионах (вне зависимости от географического расположения), смогут получать услуги дистанционным способом (используя любое оборудование - смартфоны, планшеты, компьютеры) при первичном обращении в финансовую организацию, а также в последующем при пользовании их услугами. В целом, внедрение механизма удаленной идентификации клиентов позволит устранить барьеры для входа в финансовую систему, создаст значительные удобства клиентам, окажет мультипликативный эффект на развитие дистанционных сервисов, в том числе, безналичных платежей.

Проект Национального Банка «Удаленная идентификация личности» направлен на внедрение в Казахстане механизма удаленной идентификации клиентов финансовых организаций, основанного на биометрии и сведений из государственных баз данных. Проект позволит обеспечить удаленную идентификацию клиентов финансовыми и иными институтами, что создаст значительные удобства клиентам, повысит уровень и эффективность оказания финансовых и других услуг и будет способствовать дальнейшему развитию дистанционных сервисов. Реализация и успешное внедрение проекта позволит достичь следующих результатов:

- обеспечит территориальный охват населения страны финансовыми услугами и повышение их доступности (в частности, в отдаленных регионах республики), а также расширит географические барьеры для доступа жителей отдаленных регионов (где присутствует всего один или два филиала банков) к услугам всех финансовых и платежных организаций;

- позволит увеличить скорость обслуживания клиентов финансовыми организациями (при внедрении удаленной идентификации клиентов время получения услуги составит минуты);

- расширит перечень дистанционных банковских услуг путем перевода оказываемых сервисов на онлайн-платформу и рост безналичных платежей;

- будет стимулом для роста конкуренции среди банков по дистанционным банковским услугам и, соответственно, приведет к снижению комиссий и повышению качества предоставляемых услуг. Кроме того, снижение и оптимизация расходов банков на обслуживание клиентов, в том числе, на создание и поддержку филиальной сети, оснащение рабочих мест работников, поддержание работы оборудования, позволит банкам за счет сэкономленных денег инвестировать деньги в иные сферы бизнеса и экономики.

Идентификация клиентов будет осуществляться на основании его биометрических показателей (основной метод – распознавание лица, дополнительный – голос) и персональных данных из государственной базы данных «Физические лица». Предполагается, что проект принесет выгоду для каждой целевой аудитории. Для населения Казахстана – это экономия временных и финансовых затрат и возможность использования любого удобного девайса. Для государства и финансового сектора – повышение доступности финансовых услуг, в том числе, в рамках кредитования малого и среднего бизнеса, повышение уровня инвестиционной привлекательности страны, а также сокращение банковских расходов на обслуживание клиентов с возможностью инвестирования сэкономленных средств в развитие инновационных сервисов и новых технологических решений.

Говоря о перспективах проекта, можно отметить, что в последующем планируется использование дополнительных биометрических параметров при проведении удаленной идентификации физических лиц. Успешная реализация проекта «Удаленная идентификация личности» станет фундаментом для построения цифровой финансовой экосистемы и перевода в будущем всех финансовых услуг в онлайн-режим.

### **Внедрение системы мгновенных платежей**

В числе одного из значимых трендов в области платежного рынка можно отметить появление в последние годы новых платежных систем, посредством которых розничные платежи и переводы клиентов проводятся практически в режиме реального времени (без использования платежных карточек). В целом ряде стран уже запущены национальные схемы моментальных платежей и переводов денег с банковского счета клиента (Великобритания, Индия, Швеция, Сингапур, Швейцария, Мексика, Дания, ЮАР). В мире насчитывается около 30 систем быстрых платежей и около 20 систем находятся на стадии запуска [4]. В Казахстане такая система мгновенных платежей была разработана Национальным Банком и запущена 7 сентября 2018 года. Пока она функционирует в пилотном режиме, то есть проходит ряд тестовых испытаний с отдельными банками. Основной целью создания системы является предоставление возможности населению и малому и среднему бизнесу быстро и удобно переводить деньги в любом месте, в любое время, с использованием любых инструментов (банковский счет, платежная карточка, электронный кошелек).

В целом, быстрые платежи являются инновационной услугой в сравнении с электронными розничными платежами, в связи с чем, их внедрение требует значительные вложения и инвестиции в инфраструктуру. Скорость и более широкая доступность услуг посредством систем быстрых платежей, а также сопутствующие новые функциональные характеристики отвечают потребностям конечного потребителя.

Как следствие, потребность банковского сектора в использовании альтернативной платежной инфраструктуры, функционирующей в режиме реального времени, будет только возрастать при осуществлении повседневных платежей как физических, так и юридических лиц. Международный опыт показывает, что внедрение мгновенных платежей в режиме реального времени является закономерной тенденцией, следующим шагом в области развития безналичных розничных платежей. С учетом того, что весь мир движется к переходу на цифровую экономику (в 2016 году количество безналичных платежей в мире выросло на 10,1% по сравнению с 2015 годом и составило 482,6 млрд. транзакций), мгновенные платежи имеют стратегическое значение для модернизации инфраструктуры платежного рынка [4].

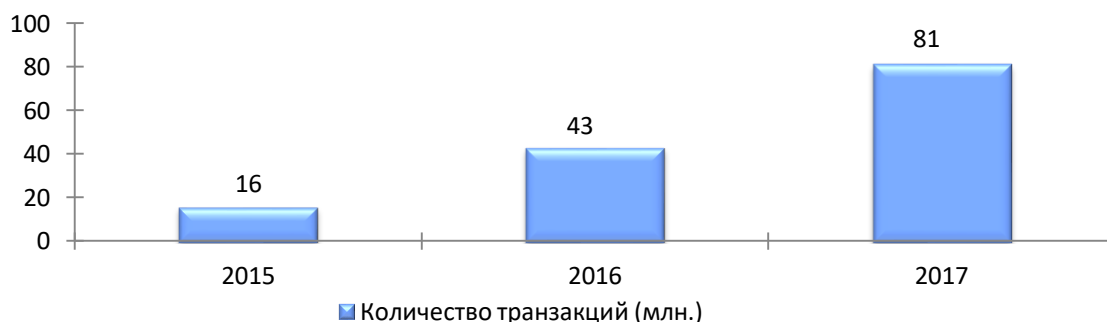
В небанковском секторе дальнейшее развитие платежных услуг представляется в следующих направлениях:

- развитие сегмента электронных денег;
- расширение сети терминального обслуживания платежных организаций.

### **Развитие сегмента электронных денег**

В настоящее время достаточно быстрыми темпами развивается и сегмент электронных денег. В 2018 году услуги по выпуску электронных денег оказывали 11 банков, которыми за 3 квартала 2018 года эмитированы электронные деньги на сумму 375,7 млрд. тенге (за аналогичный период 2017 года - 217,5 млрд. тенге). В Казахстане функционируют и развиваются 18 систем электронных денег: «Visa Qiwi Wallet», «E-KZT», «Paypoint», «Woopay», «Kaspi Bank», «Homebank Wallet», «Личная Касса», «Homepay», «AllPay», «Халык», «Wallet One», «Dar», «MyBonus», «TengriWallet», «Казпочта», «РПС», «Indigo24», «Пейтех». По результатам 2017 года услуги по выпуску электронных денег оказывали 13 банков, которыми за 2017 год эмитированы электронные деньги на сумму 331,6 млрд. тенге. [3].

**Количество транзакций с использованием электронных денег  
за период 2015-2017 годы**



*Источник: Обзор результатов надзора (оверсайта) платежных систем и развития рынка платежных услуг за 2017 год.*

В период январь – сентябрь 2018 года в Казахстане было совершено более 94 млн. операций на сумму 421 млрд. тенге с использованием электронных денег казахстанских эмитентов. При этом, в 2017 году было совершено более 80 млн. транзакций на сумму 361,5 млрд. тенге. Таким образом, наблюдается тенденция роста использования электронных денег [3].

В дальнейшем использование электронных денег имеет все предпосылки для стабильного роста, поскольку, таким образом, значительно повышается доступность финансовых услуг для потребителей с использованием возможностей современных технологий.

**Расширение сети терминального обслуживания платежных организаций**

Как ранее неоднократно отмечалось, динамичное развитие деятельности небанковских игроков на платежном рынке способствует переходу к многоуровневой структуре платежного рынка, что создает предпосылки для расширения его институциональной базы. Население Казахстана в настоящее время активно пользуется услугами платежных организаций ввиду их простоты и удобства (как правило, в основном посредством платежных терминалов).

Платежные организации в рамках действующего правового поля предоставляют отдельные виды платежных услуг, среди которых наиболее популярными видами услуг являются прием платежей, в том числе наличным способом (доля данной услуги в общем обороте платежных организаций составляет 80%), и услуги по обработке платежей с использованием платежных карточек и операций с электронными деньгами. За период январь - сентябрь 2018 года посредством платежных организаций было осуществлено 350,4 млн. транзакций, суммарный объем предоставленных платежных услуг составил 943,1 млрд. тенге (за исключением платежной услуги по реализации (распространению) электронных денег). За аналогичный период 2017 года было совершено 231,9 млн. транзакций на сумму 456,6 млрд. тенге. В целом, по результатам 2017 года посредством платежных организаций было осуществлено 346,7 млн. транзакций, суммарный объем предоставленных платежных услуг составил 732,5 млрд. тенге [3].

По состоянию на начало ноября 2018 года в Казахстане функционировало более 40 платежных организаций. Национальным Банком в рамках своих полномочий осуществляется контроль и надзор за деятельностью указанных субъектов платежного рынка. Кроме того,

регулятором проводится анализ отчетности, на регулярной основе предоставляемой платежными организациями в рамках существующей нормативной правовой базы.

По результатам анализа сведений платежных организаций следует отметить, что основная часть сети терминального обслуживания платежных организаций сосредоточена в городах Алматы, Астане и областных центрах. В связи с чем, на сегодняшний день имеется определённый потенциал для увеличения доступности платежных услуг, оказываемых платежными организациями, для жителей отдаленных регионов.

### **Сектор систем платежных карточек**

В последние годы лидерами рынка карточных платежных систем разрабатываются новые технологии, которые позволяют сформировать новую экосистему платежей посредством платежных карточек.

В качестве одной из инноваций платежными системами Visa и MasterCard была внедрена технология бесконтактных платежей (VisapayWave и MasterCardPayPass) с использованием технологии NFC (Near Field Communications). Бесконтактная платежная карточка внешне почти не отличается от обычной платежной карточки, ключевой элемент – микропроцессорный чип, к которому подсоединена антенна, которая позволяет обмениваться данными между чипом карточки и специальным устройством, находящимися на небольшом расстоянии друг от друга. В платежных карточках Visa данная технология реализована под брендом payWave, в платежных карточках MasterCard – PayPass.

Также одним из популярных нововведений является переход на виртуальные карты, интегрированные в мобильное приложение на смартфоне с использованием технологии NFC, позволяющей осуществлять бесконтактные платежи при помощи смартфона. Данная технология не только представляет удобства для клиентов, поскольку клиенту нет необходимости носить с собой платежную карточку, но и более безопасный способ оплаты. Благодаря технологии данные платежной карточки зашифровываются и хранятся в виде токена – защищённой цифровой копии платежной карточки. Кроме того, помимо шифрования данных самой платежной карточки, также зашифровывается информация при проведении платежа, что делает практически невозможным считывание данных о проводимой транзакции. С начала 2018 года отдельные казахстанские банки уже приступили к реализации проектов по внедрению технологии NFC с использованием мобильных устройств.

Вместе с тем, крупнейшими платежными системами разрабатываются все новые технологии, обеспечивающие высокий уровень защиты владельцев платежных карточек от мошенников.

Одной из таких технологий является динамическая верификация кода (Dynamic Code Verification или DCV), которая позволяет изменять CVV/CVC код на платежных карточках через определенный интервал времени. Данная технология позволяет значительно уменьшить количество фрода, поскольку код авторизации меняется каждый час.

Кроме этого, банками активно используется технология верификации владельца карты при совершении интернет-платежей (3-D Secure). При проведении платежа с использованием технологии 3-D Secure код подтверждения транзакции генерируется и сообщается владельцу платежной карточки в процессе обработки платежа, что практически снижает до минимума вероятность мошеннических действий.

Еще одно нововведение Mastercard, когда на платежную карточку вставляется дактилоскопический сканер. Для авторизации покупки с использованием платежной карточки с данной технологией пользователю необходимо приложить палец к сенсору. Впоследствии данная технология позволит заменить PIN-коды, которые являются наиболее уязвимым местом в безопасности платежей с использованием платежных карточек [5].

Еще одним перспективным направлением является использование QR-кодов в финансовом секторе. Для оплаты товаров и услуг в предприятиях торговли и сервиса вместо использования наличности или платежных карточек покупатели могут отсканировать

QR-код. При этом деньги с платежной карточки, привязанной к такому сервису, списываются посредством мобильного приложения. Широкое распространение получило осуществление платежей с использованием QR-кода в Китае. Национальная платежная система Китая UnionPay совместно с 40 коммерческими банками анонсировала официальный запуск платежного сервиса на основе QR-кодов UnionPay Cloud Quick Pass QR [6].

Распространение QR-кодов в Индии позволяет увеличить долю безналичных платежей в стране за счет сокращения затрат представителей малого бизнеса на покупку POS-терминалов и их обслуживание. В Российской Федерации также несколько банков предоставляют возможность проведения платежей посредством QR-кодов в свои мобильные приложения. Разрабатываемая в настоящее время Банком России система быстрых платежей предоставляет возможность использования QR-кодов для проведения платежей [7].

В Казахстане в конце 2017 года одним из банков второго уровня был анонсирован запуск инновационного платежного сервиса, который делает возможной оплату покупок с использованием QR-кода [8].

Таким образом, операторы платежных карточных систем наращивают темпы инноваций, которые принесут новые стандарты удобства и безопасности для всех участников платежного рынка.

Вместе с тем, необходимо отметить, что использование инновационных технологий и рост масштабов дистанционного обслуживания клиентов как банками, так и небанковскими платежными организациями, с последующими переходом всех бизнес-процессов в цифровой формат, несут в себе определенные риски, связанные с вопросами информационной безопасности и защиты персональных данных клиентов. К примеру, информация, передаваемая путем радиобмена при использовании NFC технологии, может быть считана в случае отсутствия на считывающем устройстве или платежной карточке высокотехнологичных алгоритмов шифрования и аутентификации. В связи с этим, поставщики платежных услуг должны в полной мере осознавать, что создание надежной системы кибербезопасности в условиях применения цифрового банкинга является залогом доверия клиентов не только к конкретному поставщику платежных услуг, но и ко всему платежному рынку страны в целом.

*Внедрение инноваций на платежном рынке, в целом, преследует две основные задачи: совершенствование эффективности осуществления платежей и переводов денег и совершенствование вопросов безопасности. Международный опыт показывает, что не все предлагаемые к внедрению инновации имеют мультипликативный эффект от внедрения. Кроме того, при реализации инновационных проектов и трендов необходимо оценивать готовность потребителя и инфраструктурную готовность участников рынка принять данную инновацию. Вместе с тем, основными драйверами для внедрения инноваций на платежном рынке являются прозрачность и скорость осуществления платежей, проводимых банками второго уровня, и все возрастающая роль небанковских участников платежного рынка. В связи с этим, реализация Национальным Банком совместно с банковским сообществом перспективных проектов по удаленной идентификации клиентов, внедрения системы моментальных платежей, и дальнейшее совершенствование дистанционных сервисов обслуживания клиентов станет стимулом для создания в Казахстане целостной платежной экосистемы.*

### **Список литературы:**

1. «Innovations in retail payments» (Report of the Working group of Bank for International Settlements), May 2012 (Отчет Рабочей группы Банка международных расчетов «Инновации розничных платежей», май 2012г.);
2. Статистическая информация Департамента платежных систем Национального Банка. Официальный Интернет-ресурс Национального Банка Республики Казахстан;

3. Обзор результатов надзора (оверсайта) платежных систем и развития рынка платежных услуг за 2017 год в Республике Казахстан;
4. «World Payments Report 2018» report by Capgemini in collaboration with BNP Paribas, 2018 («Глобальный отчет по платежной отрасли 2018» отчет Capgemini в сотрудничестве с BNP Paribas, 2018г.);
5. 5 инновационных идей платежных систем, которые изменят будущее электронной коммерции. Интернет-ресурс: <https://regularpay.com/ru/blog/innovations-in-cards/>;
6. Китайская платежная система запускает платежи по QR-кодам. Интернет-ресурс: <https://prodengi.kz>;
7. Обзор международного опыта использования QR-кодов в финансовом секторе. Официальный Интернет-ресурс Центрального банка Российской Федерации, январь 2018 года;
8. Интернет-ресурс: <https://profit.kz/news/42705/V-Kazahstane-zapuscheni-mobilnie-platezhi-posredstvom-QR-kodov/>.

## **Риск-ориентированный надзор. Мотивированное надзорное суждение регулятора**

*Нурманов Д.А. – заместитель начальника управления методологии Департамента надзора за банками Национального Банка Республики Казахстан.*

*Динамичное развитие финансового сектора, внедрение новых информационных технологий на рынке финансовых услуг и происходящие изменения моделей ведения бизнеса на казахстанском финансовом рынке требуют от финансового регулятора Казахстана совершенствования подходов регулирования и надзора за деятельностью финансовых организаций. При этом регуляторный и надзорный режим, основанный на императивных и формальных требованиях, не позволяет регулятору своевременно реагировать на возникающие риски, а в некоторых случаях становится препятствием для дальнейшего развития финансового сектора (до внесения соответствующих изменений в финансовое законодательство).*

*В статье рассмотрены проблемы надзорного процесса, основанного на формализованном подходе, приведены причины слабости и недостатков такого надзорного режима, которые стали ключевым основанием внедрения в надзорную практику Национального Банка риск-ориентированного подхода (risk-based approach) с элементом мотивированного суждения. Приведен международный опыт стран, использующих институт суждения, широту их полномочий и области применения мотивированного суждения. В статье также раскрываются законодательные особенности казахстанской практики и визуальная «схема» применения института суждения.*

**Ключевые слова:** *риск-ориентированный надзор, мотивированное суждение, надзорный процесс, связанные лица, система управления рисками и внутреннего контроля.*

**JEL-классификация:** *D53, E58, G28*

Финансовый рынок Казахстана – один из крупных и динамично развивающихся секторов экономики, который обладает такими особенностями, как выполнение функции перераспределения денег в экономике, трансформация на изменяющиеся условия в экономике и мире, высокая подверженность внутренним и внешним факторам и потенциальные возможности по дальнейшему развитию в условиях усиливающейся конкуренции.

В начале двухтысячных годов, финансовый сектор демонстрировал стремительный рост на фоне роста экономики и мировых цен на энергоресурсы. В этот период, значительный рывок в своем развитии показал банковский сектор Казахстана, который стал доминирующим сегментом рынка финансовых услуг и играл важную роль в структуре экономики<sup>12</sup>.

Безусловно, в успешном и быстром росте финансового сектора сыграла роль финансового регулятора, усилиями которого была создана продвинутая законодательная база функционирования финансовых организаций, внедрены международные принципы регулирования и надзора, введена система обязательного гарантирования (страхования) депозитов населения в банках, развивалась добросовестная конкуренция на финансовом рынке. В результате масштабной и скрупулёзной работы укрепилось доверие граждан Казахстана и иностранных инвесторов к финансовой системе.

Тем не менее, последствия глобального финансового кризиса, произошедшего в 2007-2009 годах, оказали свое негативное влияние в той или иной степени на состояние практически всех сегментов отечественного финансового сектора. При этом основным сегментом отечественного финансового сектора, испытывавшим существенное давление кризиса, стал банковский сектор. Волна негативного фона на мировых рынках, по сути, обнажила структурные проблемы банковского сектора, заключавшиеся в высокой

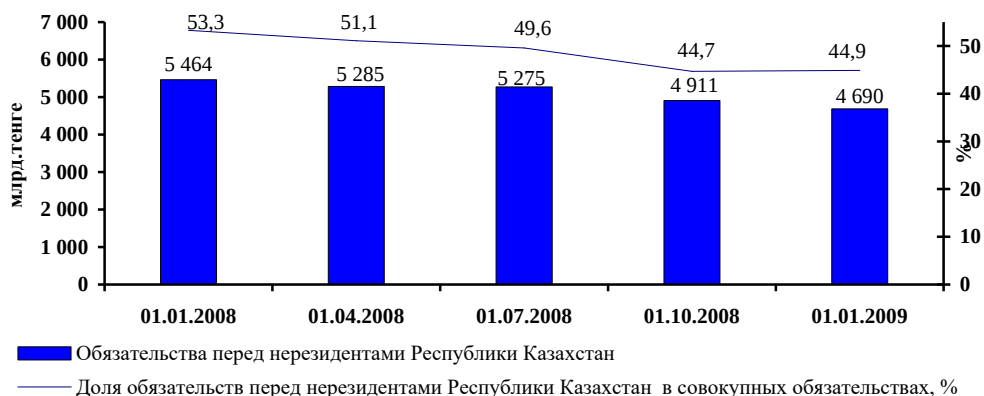
---

<sup>12</sup> По состоянию на 1 января 2008 года отношение активы банков к ВВП составляло 87,8%

зависимости банков от внешнего оптового фондирования и слабости депозитной базы для поддержания кредитной деятельности (доля внешних обязательств банков достигала 44,9%) (Рисунок 1).

Рисунок 1

### Обязательства банков перед нерезидентами Республики Казахстан

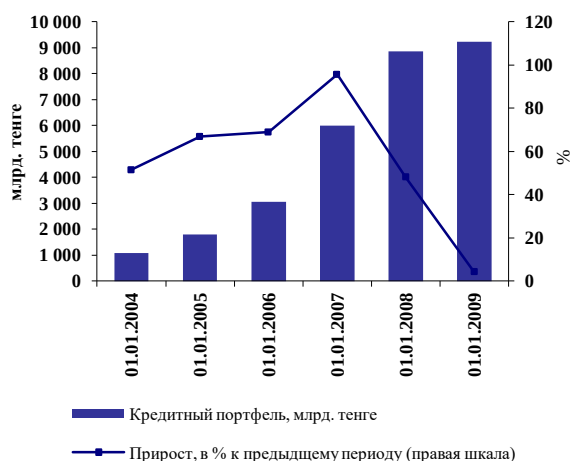


Источник: Годовой отчет АФН за 2008 год

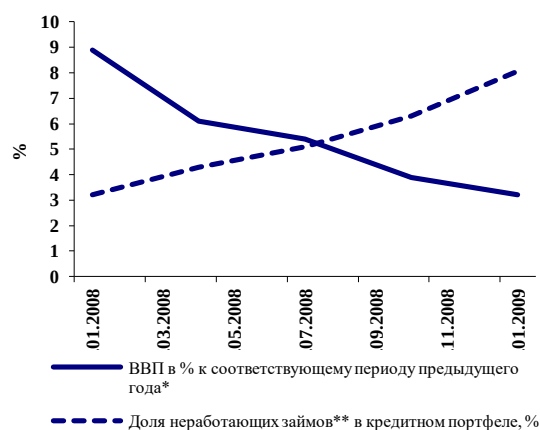
В результате этого, заметно снизились объемы кредитования реального сектора экономики, и ухудшилось качество ссудного портфеля банков, являющегося основным фактором, влияющим на стабильное функционирование банковского сектора.

Рисунок 2

### Динамика кредитного портфеля БВУ



### Замедление темпов экономического роста и качество кредитного портфеля БВУ



\* Показатели ВВП по состоянию на 01.01.2009 года — оперативные данные (Агентство Республики Казахстан по статистике)  
 \*\* Займы 5-й категории сомнительные и безнадежные. По портфелю однородных кредитов учитывается только сумма фактически сформированных провизий

Источник: Годовой отчет АФН за 2008 год

Тенденция к сжатию маржи и повышению уровня провизирования в ответ на плохое качество ссудного портфеля стали ключевыми факторами снижения рентабельности банков и создания давления на капитализацию банковского сектора.

В целом, глобальные изменения в мировой экономике поставили финансовых регуляторов многих стран мира перед большими вызовами, связанными с необходимостью принятия мер по преодолению кризиса и предотвращению повторения негативных событий. Основными документами по решению последствий глобального финансового кризиса стало принятие итогового Коммюнике и Декларации по усилению финансовой системы, подписанные лидерами стран G20 на лондонском саммите 2 апреля 2009 года [1]. Согласно рекомендациям этих документов, участникам стран G20 и другим странам необходимо принять меры по снижению процикличности регулирования, усилению качества инструментов капитала, снижению леввереджа, усилению надзорного режима. Как минимум, антикризисный пакет реформ должен был включать:

1) принятие стандартов Basel III по капиталу и ликвидности, включая введение буферов капитала, новых инструментов управления и прогнозирования ликвидности (LCR, NSFR);

2) усиление надзора за системообразующими финансовыми организациями (дефиниция, повышенные требования к капиталу, более интенсивный надзор);

3) введение макропруденциального надзора, в первую очередь, за системообразующими финансовыми организациями;

4) введение принципов «разумного» управления рисками, в том числе в части оплаты вознаграждений топ-менеджерам и введения отсрочки оплаты вознаграждений в целях снижения стимулов по принятию высоких и краткосрочных рисков;

5) введение регулирования «теневого» банкинга;

6) усиление надзора за сделками с производными финансовыми инструментами на внебиржевом рынке, в том числе введение центрального контрапартнера, торгового репозитария;

7) совершенствование инструментов урегулирования (resolution) проблемных банков;

8) усиление кооперации между надзорными органами посредством создания надзорных коллегий.

Определенно, все вышеперечисленные рекомендации были имплементированы многими развитыми странами в свои регуляторные и надзорные практики, которые позволили выстроить абсолютно новую архитектуру регулирования и надзора за финансовыми организациями. Так, например, в Европейском Союзе был введен Единый надзорный механизм (Single Supervisory Mechanism, SSM), предусматривающий разделение полномочий между Европейским Центральным Банком и надзорными органами, действующими на национальном уровне.

### **Недостатки надзорного процесса, основанного на формализованном подходе**

Несмотря на глобальный финансовый кризис и его последствия, существенное изменение структуры финансовых организаций и финансовых рынков и соответственное изменение мировых трендов в области надзорной деятельности, действующие подходы к системе надзора за банками в Казахстане не претерпели значительных изменений. Система надзорного реагирования, выстроенная в Казахстане консультантами Всемирного Банка в 2002-2004 гг. на базе системы оценки финансовой устойчивости CAMELS (Capital, Asset, Management, Equity, Liquidity and Sensitivity to risk) незначительно модернизировалась и использовалась в качестве основы надзорного процесса. Однако, система CAMELS в рамках дистанционного надзора (off-site) активно не использовалась и не рассматривалась в качестве инструмента надзорной оценки финансового состояния банка, за исключением инспекции (on-site), которая на базе нее полностью оценивала финансовое состояние банка по каждому компоненту CAMELS.

Тем не менее, система CAMELS не прижилась в надзорный процесс Национального Банка, что вероятно было обусловлено следующими причинами.

Во-первых, отсутствием превентивности, то есть система не позволяла выявлять риски и проблемы банков на ранних этапах и, соответственно, применять своевременные и необходимые надзорные меры.

Во-вторых, система не содержала прогностические инструменты и не учитывала индивидуальность бизнес-модели отдельного банка вкупе с качественными параметрами, что делало итоговый рейтинг банка нерелевантным и не позволяло адекватно оценить финансовое состояние банка. Кроме того, особенность правовой системы и правоприменительной практики в Республике Казахстан стала основополагающим фактором формализованного подхода в надзорном процессе в целом, который предполагает принятие надзорных мер со стороны регулятора только в случае нарушения банками пруденциальных нормативов или предписанных законодательством требований. Несомненно, формализованность в надзорном процессе имела множество недостатков, которые стали одними из причин нарастания системных рисков в деятельности отдельных банков. К таким недостаткам можно отнести следующее:

1) пост-фактум реагирование, то есть выявление проблемы в банке только после того, как они свершились, реализованы и признаны руководством/акционерами банка. Отсутствие прогностических инструментов, неприменение стресс тестирования, неучет специфики индивидуальной бизнес-модели отдельного банка;

2) решение текущих вопросов финансовой устойчивости банков посредством изменения законодательства, то есть регулирование подменяло собой надзорные действия. При этом, регуляторные действия через изменение законодательства (учитывая длительный срок внесения поправок) всегда запаздывают от текущих бизнес-процессов банков, которые постоянно совершенствуются и усложняются.

3) несоответствие системы надзорного реагирования масштабу, сложности и последствиям нарушения;

4) невозможность проведения адекватной, полномасштабной и своевременной калибровки количественных параметров, ввиду отсутствия необходимого ряда статистических данных. Отсутствие качественных параметров, отсутствие права применения надзорного суждения делают итоговый рейтинг по системе CAMELS не отражающим действительное финансовое состояние и платежеспособность банка.

В результате, Национальный Банк, выявляя высокорисковые операции банков, которые могли потенциально ухудшить их финансовое состояние, или несли признаки вывода активов, не имел возможности остановить указанные операции, если банки формально не нарушали требования банковского законодательства Республики Казахстан.

Существующая схема надзора не устраивала регулятора, поскольку пробелы в надзорном процессе привели к проведению отдельными банками достаточно либеральной кредитной политики, позволявшей отдельным банкам осуществлять вывод активов путем кредитования связанных с акционерами лиц и под нематериальные залоги (деньги и имущество, поступающие в будущем). В результате такой кредитной политики средние банки столкнулись с большими финансовыми проблемами, связанными со значительной долей плохих кредитов в ссудном портфеле (до 80%) и дефицитом капитала на их покрытие. Несомненно, эти выявленные проблемы в деятельности банков копились годами, и не были покрыты соответствующим капиталом.

### **Переход на риск-ориентированный надзор с элементом мотивированного суждения**

Пробелы в надзорной практике требовали модернизацию подходов в надзорном процессе для предотвращения повторения негативных банковских практик. Поскольку общемировым трендом надзорного процесса уже длительное время является переход от формализованного надзора за правилами (rules based supervision) к надзору за системами управления рисками и за соблюдением принципов (risk based supervision), Национальный

Банк в 2017-2018 годы провел масштабную законодательную работу по внедрению с 1 января 2019 года в свою надзорную практику риск-ориентированного подхода.

Вкратце, риск-ориентированный надзор можно охарактеризовать как комплексный надзорный процесс, который обеспечивает анализ и оценку деятельности банка, сосредоточенность внимания надзора на зонах повышенного риска, своевременное принятие превентивных мер на выявленные риски и недостатки, не позволяя этим рискам реализоваться и избежать их негативные последствия. Это означает, что регулятор в ходе надзорного процесса, будет оценивать всю деятельность банка на предмет соблюдения требований законодательства, будет анализировать бизнес модель, оценивать корпоративное управление, достаточность капитала и ликвидности для покрытия рисков. В дополнение к установленным требованиям или при их отсутствии, Национальный Банк будет использовать мотивированное суждение, основанное на анализе совокупности количественных и качественных показателей и приоритет экономического или фактического содержания над юридической формой. При этом суждение регулятора может быть использовано как для ужесточения надзорного процесса, так и для его послабления (например, при незначительном несоответствии формальным требованиям).

В международной практике области применения мотивированного суждения различны, и в каждой юрисдикции выбор сферы мотивированного суждения определяется самими надзорными органами.

Согласно основным принципам банковского надзора Базельского комитета по банковскому надзору [2] одним из ключевых факторов эффективного надзора являются полномочия регулятора по применению мотивированного суждения. В частности, регулятор должен иметь полномочия по применению надзорного суждения в рамках:

применения корректирующих и надзорных мер в отношении банка, если, по мнению регулятора, банк занимается деятельностью, которая ставит под угрозу банк либо банковскую систему (*Принцип 11*);

оценки достаточности провизий банков, для обеспечения своевременного списания неработающих займов с учетом отражения реалистичных погашений и восстановлений, адекватности оценки стоимости заложенного имущества в целях провизирования с учетом рыночных и макроэкономических условий (*Принцип 18*);

определения и выявления связанных лиц банков в целях регулирования сделок со связанными сторонами (*Принцип 20*).

Идея применения института мотивированного суждения при осуществлении регулятором надзорных полномочий является ключевой в основополагающих принципах ряда международных организаций (BCBS, IOSCO, IAIS)<sup>13</sup>, выступающих ведущими международными объединениями органов регулирования финансовых рынков.

На национальном уровне институт мотивированного суждения в той или иной степени реализован в большинстве юрисдикций, имеющих репутацию лучших примеров практики регулирования и надзора в финансовой сфере. Так, например, в США полномочия по применению мотивированного суждения в отношении значительных банков, являющихся субъектами надзора, предоставлены трем федеральным банковским агентствам [3]. Данными банковскими агентствами являются:

1) Управление контролёра денежного обращения (the Office of the Comptroller of the Currency (OCC) в отношении национальных банков и федеральных ссудо-сберегательных ассоциаций;

2) Федеральная корпорация страхования вкладов (Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) в отношении банков штата, не являющихся членами Федеральной резервной системы, и сберегательных ассоциаций, а также отдельно в отношении институтов,

---

<sup>13</sup> Basel Committee on Banking Supervision, International Organization of Securities Commissions and International Association of Insurance Supervisors

действующих в качестве страховщиков по вкладам – застрахованных кредитных организаций;

3) Совет управляющих Федеральной резервной системы (Federal Reserve Board (FDB) в отношении банков штата, являющихся членами Федеральной резервной системы и Системы США по регулированию за иностранными банковскими операциями.

В США отсутствует какой-либо единый правовой орган, которому были бы представлены полномочия по использованию мотивированного суждения. Вместо этого, полномочия в отношении применения мотивированного суждения содержатся в большинстве законов и распределены между многими регуляторами в целях сохранения и приведения в действие уникальной системы США, учитывая тот факт, что основные полномочия основываются на обеспечении безопасности и устойчивости банков.

Если рассматривать практику применения мотивированного суждения в Европейском Союзе, согласно Директиве Европейского Союза [4] при отсутствии прямых формулировок, предоставляющих регулятору право применять мотивированное суждение, под таким правом понимается предоставление регулятору возможности в определенных случаях осуществлять надзорные действия по своему усмотрению.

Объем областей применения мотивированного суждения должен зависеть от возможности регулятора осуществлять свои полномочия «ответственно, честно и постоянно», а предоставляемые регулятору возможности, связанные с использованием мотивированного суждения, должны уравниваться гарантиями прозрачности и разумности используемых регулятором процедур.

Законодательные нормы предоставляют Европейскому надзорному органу широкий спектр полномочий при осуществлении банковского надзора. Регулятору предоставлена дискретность полномочий нормами законодательства Европейского Союза, и надзорный орган вправе вынести любое решение в рамках предоставленной дискретности. Поскольку надзорный орган имеет наилучшее понимание дела, вопроса и предмета дела, надзорный орган вправе следовать любой цели, которая не является очевидно необоснованной. Тем не менее, решение должно быть вынесено в соответствии с надлежащим правовым порядком, соответствовать законной государственной цели и обеспечить справедливый баланс между государственными интересами и правами отдельных лиц.

Что касается применения мотивированного суждения регуляторами стран ближнего зарубежья, то на пространстве ЕАЭС таким правом обладают Центральный Банк России и Национальный банк Республики Беларусь. В сравнении с юрисдикциями вышеперечисленных развитых стран, указанные регуляторы применяют институт суждения только в пределах предоставленных полномочий и сфер, определенных законодательством данных стран. Вероятно, использование надзорными органами России и Беларуси мотивированного суждения в конкретных сферах является особенностью правовой системы стран постсоветского пространства и их регуляторных и надзорных режимов. Например, Центральный Банк России применяет мотивированное суждение в двух областях: определение связанных лиц с банком и оценка сформированных провизий и залогов [5]. Национальный Банк Республики Беларусь использует мотивированное суждение при определении связанных с банком лиц, формировании провизий и нормативов достаточности капитала [6].

В целом зарубежный опыт стран показывает, что в целях применения превентивных надзорных действий регуляторы должны обладать довольно широкими полномочиями по вынесению мотивированного суждения. Вынесение такого суждения будет сопровождаться приведением основных результатов проведенных надзорных мер и раскрытием ключевых риск-факторов в деятельности банка. Это доказывает правильность выбора Национальным Банком сфер применения мотивированного суждения с учетом имеющегося международного опыта других стран, законодательство которых включает все сферы деятельности банков.

Учитывая международный опыт и особенности национальной правовой системы, Национальный Банк будет применять мотивированное суждение в следующих определенных им четырех областях (таблица 1).

Таблица 1

| Области применения мотивированного суждения                                                                       |                                                   |                                                                                                                                            |                                                                                         |  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|--|
| оценка деловой репутации и финансового положения при согласовании менеджмента и акционеров финансовых организаций | оценка адекватности созданных провизий (резервов) | определение лиц, связанных с финансовой организацией особыми отношениями и установления фактов предоставления льготных условий таким лицам | оценка качества систем управления рисками и внутреннего контроля финансовых организаций |  |

Применение института суждения в данных областях позволит регулятору предупреждать риски финансовых организаций на ранней стадии в целях обеспечения защиты прав и интересов инвесторов, клиентов и других заинтересованных контрагентов.

**1. Мотивированное суждение об оценке деловой репутации и неустойчивого финансового положения при согласовании менеджмента и акционеров финансовых организаций.** Как известно, разрешительная процедура любого государственного органа, особенно, Национального Банка в части допуска на финансовый рынок проводится в целях недопущения на рынок недобросовестных лиц и компаний, использующих сомнительные практики. Очевидно, установленный перечень законодательных требований является ключевым этапом для начала деятельности финансовой организации, но которая не всегда может обеспечить необходимую защиту от вхождения на рынок компаний и людей, целями которых может быть недобросовестная деятельность и нарушение прав и интересов потребителей финансовых услуг и иных клиентов. На практике встречаются случаи, когда при рассмотрении документов заявителя (юридического или физического лица) выявляются факты соответствия представленных документов только формальным требованиям, но сами компании и лица имеют неоднозначную репутацию, которые могут свидетельствовать о недобросовестных намерениях. Соответственно, при анализе документации заявителей не выявляются нарушения законодательства, которые могли бы быть основанием для отказа в выдаче разрешительного документа, хотя у регулятора могут быть основания полагать, что заявленное лицо имеет признаки недобросовестности.

Поэтому применение надзорного суждения при входе на финансовый рынок позволит регулятору в будущем не допускать на финансовый рынок и к управлению финансовой организацией лиц и компаний, имеющих сомнительное прошлое, или участвовавших в подозрительных сделках (недобросовестные лица). Помимо определенных законодательством критериев деловой репутации и финансового положения, в рамках мотивированного суждения Национальный Банк будет оценивать заявителя с учетом изучения информации о привлечении к уголовной ответственности, участии в качестве обвиняемого/подсудимого за уголовные правонарушения, нарушении законодательства Республики Казахстан и других зарубежных стран, признании неплатежеспособной компанию, в которой работали эти лица и прочие критерии.

**2. Мотивированное суждение об оценке адекватности созданных провизий (резервов).** Субъективные допущения/интерпретации, содержащиеся в международных

стандартах финансовой отчетности (МСФО), предоставляют возможность банкам формировать провизии (резервы) по кредитам согласно своим внутренним моделям, оценкам и суждениям о вероятности реализации бизнес-проектов заемщиков, зачастую не принимая во внимание фактическое финансовое состояние заемщиков и качество их обеспечения, что при дефолте заемщиков может значительно ухудшить финансовое положение самих банков. Завышение стоимости активов позволяет банкам соответствовать установленным Национальным Банком пруденциальным нормативам и иным лимитам. В последние годы, для сокрытия реального качества кредитов в финансовой отчетности банками активно использовалась реструктуризация займов (продлонгация, рефинансирование и другие методы изменения фактической стоимости займа). В надзорной практике Национальный Банк часто сталкивался с фактами, когда оценки справедливой стоимости активов, произведенные специалистами банка, были смещены в пользу банка, которые, таким образом отражались в финансовой отчетности и подтверждались аудиторами.

Принимая во внимание особенности МСФО по оценке стоимости финансового актива, а также формирование регуляторной отчетности на данных финансовой отчетности, использование мотивированного суждения об оценке адекватности провизий (резервов), в том числе на предмет соответствия методик по их формированию рискам банка, позволит исключить факты сокрытия банками реальных убытков по ссудному портфелю.

**3. Мотивированное суждение об определении лиц, связанных с финансовой организацией особыми отношениями и установления фактов предоставления льготных условий таким лицам.** В банковской практике имеют место случаи, когда в процессе своей деятельности банки заключают сделки со связанными лицами, которые оказывают влияние на принятие ими решений. Финансовые проблемы одной компании банковской группы автоматически оказывают негативное влияние на другие связанные лица (в т.ч. банк), могут ухудшить их финансовое положение и устойчивость всего банковского конгломерата. Несмотря на действующие критерии связанности, предусмотренные в банковском законодательстве, банки будут пытаться заключать различные сделки, имеющие признаки «схем» по выводу активов, которые приводят к нарушению прав депозиторов, инвесторов, искажению картины о реальном уровне изъятия капитала банка и другим негативным последствиям.

Право на использование мотивированного суждения предоставит возможность Национальному Банку не допустить повторение выявленных фактов кредитования компаний, связанных с менеджментом и акционерами банка. Это будет осуществлено за счет критериев связанности, которые будут ориентированы на оценку финансового состояния заемщика, целей и условий сделок, структуры собственности и пр. При оценке связанности лица по мотивированному суждению будут анализироваться только крупные сделки банков в зависимости от размера их собственного капитала.

**4. Мотивированное суждение об оценке качества систем управления рисками и внутреннего контроля финансовых организаций.** На сегодня, практически для всех участников финансового рынка (банки, страховые организации, профессиональные участники рынка ценных бумаг) Казахстана установлены требования к системам управления рисками и внутреннего контроля, которые содержат ключевые принципы и требования к внутренним процессам и процедурам по организации систем рисками управления и внутреннего контроля. При этом нормативные правовые акты Национального Банка касательно систем управления рисками и внутреннего контроля не должны регламентировать порядок формирования банками указанных систем, включая указания к действиям для обеспечения непрерывности деятельности при возникновении непредвиденных ситуаций. Таким образом, реализация требований регулятора должна находиться в зоне ответственности самой финансовой организации, включая ее руководство и ответственных подразделений, которые при принятии решений в области управления

рисками и внутреннего контроля должны учитывать информацию о характере и масштабах деятельности финансовой организации, уровне принимаемых рисков.

В рамках надзорной практики Национальный Банк сталкивается с ситуациями, когда функционирующие системы управления рисками и внутреннего контроля не соответствуют рискам и масштабам деятельности финансовых организаций. По сути, системы управления рисками и внутреннего контроля в финансовых организациях не обеспечивают защиту от различного вида рисков и угроз, а свидетельствует только об их формальном наличии для соблюдения требований законодательства. Такой формальный подход не обеспечивает построение данных систем, адекватных рискам и масштабам деятельности финансовой организации и может привести к необратимым последствиям как для самой финансовой организации, так и для ее клиентов и контрагентов.

Учитывая, что оценка качества систем управления рисками и внутреннего контроля невозможна без мотивированного суждения, Национальный Банк определил для себя данную область одной из главных при использовании своего суждения. В частности, это позволит оценить адекватность и эффективность внутренних процедур банка выбранной бизнес-модели, риск-аппетиту и риск-профилю, присущих финансовой организации, его кредитной и залоговой политик для устранения фактов массовой выдачи высокорисковых займов либо заключения подозрительных сделок.

Таким образом, целью внедрения института суждения в надзорной практике Национального Банка является не только выявление рисков, но и идентификация их сфер и предупреждение на ранней стадии в целях обеспечения защиты прав и интересов инвесторов, клиентов и других заинтересованных контрагентов. Поэтому, процедура использования мотивированного суждения должна быть прозрачной и понятной как для поднадзорного субъекта, так и для других заинтересованных сторон. В рамках внедрения данного инструментария Национальный Банк предусмотрел в законодательстве [7] достаточно прозрачную процедуру мотивированного суждения. В целях исключения субъективизма и возможных ошибок, связанных с человеческим фактором, законодательством предусмотрено, что мотивированное суждение является аргументированной (обоснованной) профессиональной оценкой коллегиального органа Национального Банка.

Так, в ходе надзорного процесса работники (кураторы) Национального Банка будут вправе использовать мотивированное суждение с учетом принципов законности, обоснованности, объективности и единообразного подхода, если выявленный недостаток или риск соответствует установленным критериям использования мотивированного суждения. При подготовке своего суждения работники должны использовать только уместную и надежную информацию, полученную в ходе надзорного процесса и от других лиц или доступных источников.

При подготовке надзорного суждения, его проект подлежит ознакомлению с поднадзорным субъектом, который в течение 5 рабочих дней должен представить свой отчет о согласии либо несогласии с проектом суждения. Если ответ финансовой организации не представляется в установленный срок, то это признается в качестве согласия. Представление ответа о несогласии с проектом суждения предоставляет право регулятору рассмотреть необходимость вынесения проекта суждения на коллегиальный орган.

В случае, если позиция регулятора по проекту суждения не изменилась, суждение рассматривается коллегиальным органом, и по результатам его рассмотрения принимается мотивированное суждение либо решение об отсутствии или недостаточности оснований для формирования и использования мотивированного суждения. При этом регулятор на основании мотивированного суждения вправе применить меру надзорного реагирования (письменное предписание) либо принять иные решения, которые вступают в силу в течение 10 рабочих дней. При несогласии поднадзорного субъекта с мерой надзорного реагирования или принятым решением, он вправе предоставить письменные возражения, которые будут рассмотрены Председателем либо Правлением Национального Банка в течение 10 рабочих дней и могут быть продлены еще на 10 рабочих дней. Мера надзорного реагирования или

иные решения будут вступать в силу после рассмотрения Национальным Банком возражений.

Общий срок процедуры применения мотивированного суждения от его формирования до его досудебного обжалования составляет от 25 до 35 рабочих дней. Одновременно, у банка сохраняется право обжалования меры надзорного реагирования в суде для ее признания незаконной (*детальная схема в приложении: рисунок 1*).

Такой достаточно прозрачный механизм применения мотивированного суждения сформирован в целях обеспечения эффективного диалога (взаимодействия) между регулятором и поднадзорным субъектом при рассмотрении конкретной индивидуальной ситуации. Соблюдение требований к вышеуказанным процедурам является залогом эффективного внедрения института мотивированного суждения.

Кроме того, прозрачность процедуры применения мотивированного суждения дополнена такой важной составляющей, как публикация на сайте регулятора обобщенной практики применения надзорных мер с использованием мотивированного суждения (с учетом требований по конфиденциальности), что позволит обеспечить доверие и уважение, а также понимание высокого профессионализма и компетенции к работникам Национального Банка со стороны поднадзорных субъектов.

Вместе с тем, отраслевые законы<sup>14</sup> содержат нормы, где предусмотрена возможность Национального Банка применять мотивированное суждение. Например, банковское законодательство Республики Казахстан [8] содержит обязательные критерии льготных условий связанным лицам и признания лиц, связанных с банком особыми отношениями. При этом другие дополнительные критерии связанности и льготности также определены в подзаконном акте Национального Банка, которые носят обязательный характер для соблюдения банками второго уровня [9]. В рамках применения мотивированного суждения также будут использованы иные критерии связанности и льготности, предусмотренные в подзаконном акте Национального Банка [10].

С учетом вышеперечисленного, Национальный Банк будет выявлять риски и нарушения в четырех областях, как в рамках установленных требований, так и в рамках мотивированного суждения.

### **Заключение**

*Положительный опыт зарубежных стран подтверждает, что переход Национального Банка на риск-ориентированный надзор с возможностью применения мотивированного суждения является верным направлением в надзорной политике, которое обеспечит защиту прав и интересов депозиторов и других инвесторов, а также будет способствовать устойчивости финансовых организаций и всего финансового сектора. При этом выбор наиболее значимых областей применения мотивированного суждения представляется целесообразным и оправданным на первоначальном этапе внедрения в надзорную практику Национального Банка института суждения, поскольку дальнейшее развитие и совершенствование надзорного процесса, основанного на принципах (risk-based supervision) предоставит возможность достижения более высокого качества надзора в будущем. Соответственно, по мере накопления практического опыта и результатов от использования института суждения, Национальный Банк будет находить новые области применения мотивированного суждения.*

*Кроме того, поскольку процесс формирования мотивированного суждения тесно связан с личностью (со специалистом), которая (который) выносит свое суждение о риске в конкретной ситуации, Национальному Банку следует повышать уровень квалификации и компетенции специалистов, вовлеченных в процесс принятия надзорных решений, в том числе основанные на мотивированном суждении. Профессионализм и ответственность*

---

<sup>14</sup> Закон Республики Казахстан «О банках и банковской деятельности в Республике Казахстан», Закон Республики Казахстан «О страховой деятельности», Закон Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг»

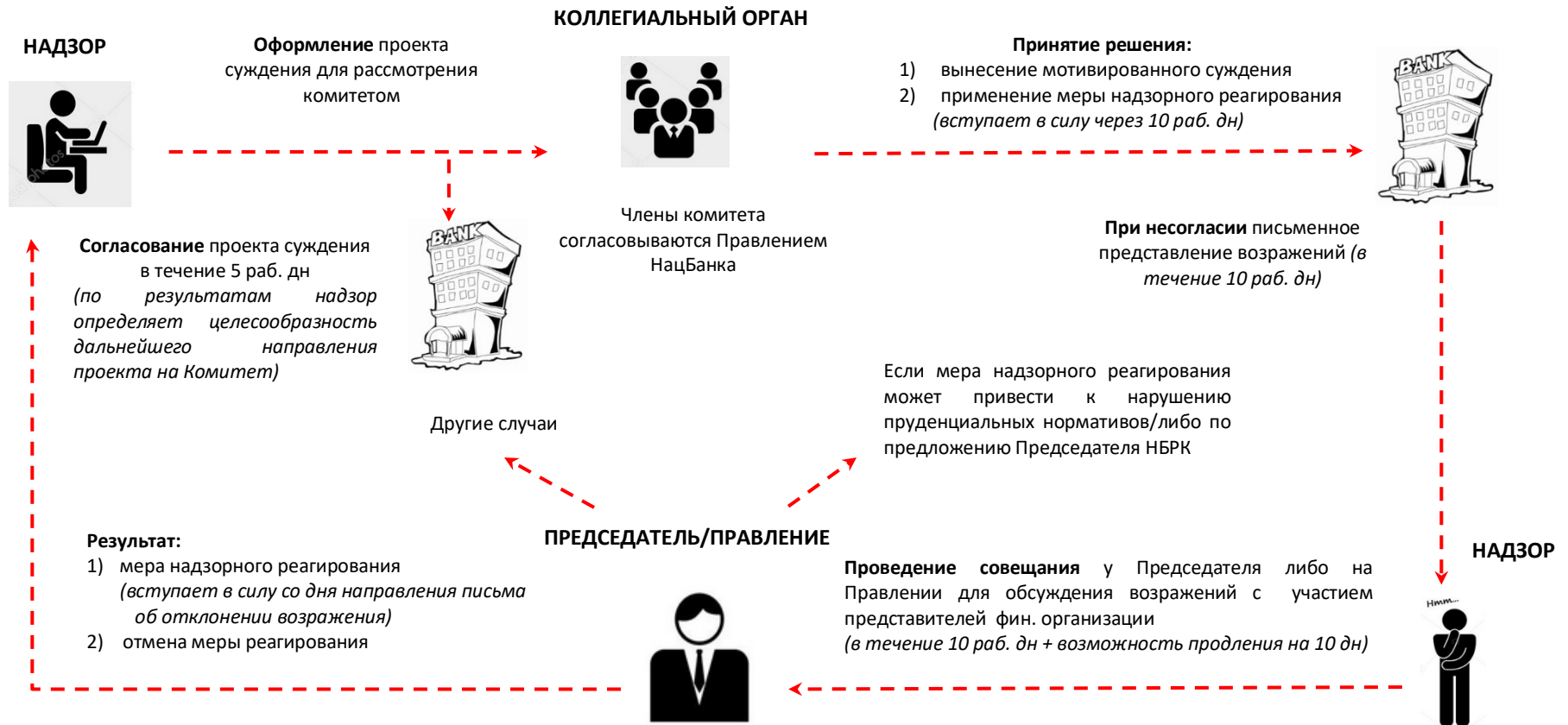
*специалистов Национального Банка, прозрачная процедура применения мотивированного суждения, публикация обобщенной практики применения надзорных мер на основании суждения станут залогом обеспечения доверия участников финансового рынка к мерам и решениям Национального Банка в рамках периметра надзора.*

### **Список литературы:**

1. Declaration on strengthening the financial system– London Summit, 2 April 2009 (Декларация стран G20 по усилению финансовой системы, Лондонский саммит, 2 апреля 2009 года);
2. Basel Committee on Banking Supervision «Core Principles for Effective Banking Supervision», December 2011;
3. [www.fdic.gov](http://www.fdic.gov), [www.occ.gov](http://www.occ.gov), [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov);
4. Directive 2013/36/EU of The European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms. amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC;
5. статья 64.1 Федерального закона Российской Федерации от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», Положение Центрального Банка России от 26 декабря 2016 года «О порядке проведения Банком России экспертизы предмета залога, принятой кредитной организацией в качестве обеспечения по ссуде»;
6. статья 34 Банковского кодекса Республики Беларусь;
7. статья 62-6 Закона Республики Казахстан «О Национальном Банке Республике Казахстан»;
8. статья 40 Закона Республики Казахстан «О банках и банковской деятельности в Республике Казахстан»;
9. постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан от 29 октября 2018 года № 273 «О некоторых вопросах установления запрета на предоставление льготных условий лицам, связанным с банком особыми отношениями»;
10. постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан от 29 октября 2018 года № 271 «Об утверждении Правил формирования и использования мотивированного суждения».

Рисунок 1

## Мотивированное суждение: Процесс



**Решения, основанные на мотивированном суждении, могут быть обжалованы в суде**