

**ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ**  
**Национального Банка Республики Казахстан**

**№ 1, 2021**

Нур-Султан, 2021 год

**ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ**  
**Национального Банка Республики Казахстан**

*Издатель: Национальный Банк Республики Казахстан*

**Редакционная коллегия издания**

**Председатель Редакционной коллегии**

Заместитель Председателя Национального Банка Баймагамбетов А.М.

**Члены Редколлегии:**

Руководитель подразделения денежно-кредитной политики

Руководитель подразделения финансовой стабильности и исследований

Руководитель подразделения платежного баланса

Руководитель подразделения монетарных операций

Руководитель подразделения развития финансовых организаций

Ответственный за выпуск издания – работник Центра исследований и аналитики

---

**Точка зрения и мнения авторов статей не являются официальной позицией  
Национального Банка Республики Казахстан и могут не совпадать с ней.**

**ISSN 2709-2496**

**ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ**  
**Национального Банка Республики Казахстан**

---

№ 1, 2021

СОДЕРЖАНИЕ

Анализ эффективности процентного канала в Казахстане <i>Исатов О.Р.</i> .....	4
Роль маркет-мейкеров и первичных дилеров в ликвидности рынка ГЦБ <i>Корнебаев Г.М.</i> .....	15
Рынок ипотеки в Казахстане: анализ и перспективы развития <i>Шаблина М.</i> .....	22

## АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОЦЕНТНОГО КАНАЛА В КАЗАХСТАНЕ

*Исатов О.Р. – заместитель начальника управления денежно-кредитных операций и золотовалютных активов Департамента монетарных операций Национального Банка Республики Казахстан.*

Основной целью Национального Банка Казахстана (НБК) является обеспечение стабильности цен в Республике Казахстан. Для достижения этой цели НБК проводит денежно-кредитную политику (ДКП), основанную на принципах инфляционного таргетирования (ИТ). Согласно Mishkin (1996), ДКП влияет на реальную экономику через т.н. каналы трансмиссии. Главную роль в ИТ отводят функционированию процентного канала, который отражает влияние ставки центрального банка на рыночные ставки, далее на инвестиционно-потребительскую активность и в конечном итоге на инфляцию. Целью данного исследования является анализ взаимосвязей между базовой ставкой НБК, ставкой потребительского кредитования и уровнем инфляции в Казахстане в период 2016-2020 гг. на базе модели векторной авторегрессии (VAR). Результаты показали, что процентный канал в Казахстане, по-прежнему, не оказывает прямого влияния на уровень инфляции, в то же время, влияет на ставку потребительских кредитов, которая в свою очередь воздействует на уровень инфляции.

Ключевые слова: векторные авторегрессионные модели, трансмиссионные механизмы, процентный канал.

JEL-классификация: C32, C52, C53, E17.

### I. Введение

В 2020 году мировая экономика подверглась беспрецедентному по масштабам шоку в результате распространения коронавирусной инфекции. В качестве инструментов для стимулирования экономики многие страны прибегли к использованию инструментов фискального и/или монетарного стимулирования. Более оперативным инструментом принято считать ДКП, поскольку изменение налогово-бюджетной политики требует утверждения в Парламенте, что занимает больше времени.

ДКП представляет собой достаточно действенный инструмент, способный влиять на экономику страны, сглаживая негативные последствия экономических кризисов. В то же время ошибочные решения ДКП способны существенно усугубить экономическую ситуацию. Реализация ДКП, как правило, подразумевает достижение единственной цели – некоего экономического показателя.

Ответственный за реализацию ДКП центральный банк не способен напрямую и немедленно достичь конечной цели. Поэтому для достижения конечной цели центральный банк опирается на промежуточные и операционные цели. Процесс, посредством которого ДКП оказывает влияние на конечную цель, называется трансмиссионным механизмом.

Mishkin (1995) определил несколько основных трансмиссионных механизмов, таких как процентный канал, кредитный канал и др. Bernanke, Gertler (1995) охарактеризовали трансмиссионные механизмы ДКП как некий «черный ящик», поскольку, хотя мы и признаем, что ставка центрального банка оказывает влияние на целевую переменную в виде инфляции или объема выпуска, достоверно неизвестно, что происходит в течение этого процесса.

Ответы на вопросы об эффективности функционирования трансмиссионных механизмов ДКП, о степени влияния на реальный сектор экономики, скорости передачи сигналов центрального банка имеют большое значение.

Многие исследования, посвященные анализу трансмиссионных механизмов ДКП, свидетельствуют о том, что наиболее влиятельным каналом трансмиссии в развитых странах, учитывая развитость финансовых рынков, является процентный канал.

Как следует из Coricelli, Egert and MacDonald (2005), доминирующим каналом трансмиссии в развивающихся экономиках является валютный канал. В Казахстане долгое время реализация ДКП в значительной степени зависела от валютного канала (Isakova, 2008) ввиду использовавшегося режима фиксированного валютного курса и недостаточно развитого финансового рынка.

С августа 2015 года НБК осуществил переход на режим ИТ как наиболее эффективный режим ДКП. Конечной целью ИТ является поддержание инфляции на оптимальном уровне. Основную роль в ИТ отводят функционированию процентного канала, который отражает влияние процентной политики центрального банка на рыночные ставки, далее на инвестиционно-потребительскую активность и инфляционные процессы.

Данная статья посвящена анализу функционирования процентного канала трансмиссионного механизма ДКП в Казахстане после перехода на ИТ, поскольку эффективное функционирование процентного канала является важнейшим условием для успешной реализации ИТ.

Статья содержит 6 глав: во второй главе дается краткое описание исторических предпосылок развития ДКП Казахстана, в третьей главе представлен обзор литературы, послужившей основой для проведения эмпирического эксперимента, четвертая глава описывает использованные данные и методологию, применяемую в эмпирическом анализе, в пятой главе автор проводит эмпирические исследования на базе модели VAR, в шестой главе представлены выводы и рекомендации по итогам исследования.

## **II. Исторические предпосылки развития ДКП Казахстана**

*Переходный период 1991-1993 гг.* Став независимым государством в 1991 году, Казахстан приступил к реализации ряда экономических реформ по переходу на рыночную экономику: либерализация цен, приватизация государственных предприятий и имущества. Ранее устоявшиеся торгово-экономические связи между советскими республиками были нарушены. Все это оказало существенное негативное воздействие на экономическую ситуацию в Казахстане, наблюдалась гиперинфляция и сокращение ВВП.

В советское время, будучи филиалом Госбанка, у центрального банка КазССР не было денежного суверенитета (Valino, T., 1998). Даже после распада СССР вновь образованный НБК не мог проводить независимую ДКП, поскольку Казахстан принадлежал к рублевой зоне, а функция печатания денег была унаследована центральным банком Российской Федерации. Однако НБК имел возможность выдавать предприятиям и Правительству безналичные рублевые кредиты в целях стимулирования экономического роста, что, в свою очередь, отразилось на росте инфляции.

В соответствии с принятым в апреле 1993 года Законом Республики Казахстан «О Национальном Банке Республики Казахстан» основной целью НБК являлось «обеспечение внутренней и внешней устойчивости национальной валюты страны». В ноябре 1993 года Казахстан ввел собственную валюту – тенге, что дало полную свободу действий в проведении независимой ДКП.

Формирование казахстанского финансового рынка началось в 1993 году с создания Казахстанской фондовой биржи (KASE). На KASE осуществлялась приватизация ряда государственных предприятий путем первичного размещения, в основном, крупными блоками стратегическим инвесторам.

*Период экономической стабилизации 1994-1997 гг.* В 1994 году за счет лучшего контроля над распределением прямых государственных кредитов и повышения ставки рефинансирования до 400%, удалось снизить уровень инфляции до 1160% с 2165% годом

ранее. Обменный курс был плавающим, что привело к быстрому ослаблению тенге по отношению к доллару США.

Министерство финансов начало финансирование дефицита бюджета за счет выпуска государственных ценных бумаг (ГЦБ) на внутреннем рынке.

В 1996-97 гг. ВВП Казахстана впервые показал положительный рост, уровень инфляции продолжал снижение.

*Финансовый кризис в России 1998-1999 гг.* С 1998 года НБК отказался от практики прямого финансирования дефицита бюджета, что стало возможным с развитием рынка ГЦБ. Новый импульс развитию фондового рынка был дан после реформы пенсионной системы, которая подразумевала переход от солидарной системы к накопительной. Частные пенсионные фонды начали инвестировать накопления вкладчиков в финансовые инструменты.

В 1998 году произошел технический дефолт по государственным долговым обязательствам России. С учетом значительного объема товарооборота экономический кризис в России оказал непосредственное влияние на ситуацию в Казахстане. Девальвация российского рубля привела к ухудшению торгового баланса, в связи с чем была повышена ставка рефинансирования, проводились валютные интервенции. В связи со снижением валютных резервов и ростом убытков компаний, ориентированных на экспорт, в апреле 1999 года было объявлено о переходе от управляемого плавающего курса к свободно плавающему обменному курсу, что позволило стабилизировать ситуацию на валютном рынке. Де-факто курсовая политика НБК продолжила характеризоваться неявной привязкой к доллару США на новых уровнях.

*Период быстрого экономического роста 2000-2007 гг.* Со второй половины 1999 года вследствие роста цен на нефть экономика Казахстана начала восстановление.

В 2002 году были впервые озвучены планы по переходу на режим ИТ, начиная с 2007 года НБК начал публиковать основные направления ДКП, где обозначался целевой диапазон по инфляции.

Ввиду притока экспортной выручки, вследствие высоких цен на сырьевые товары, прямых иностранных инвестиций с 2003 года скользящий коридор обменного курса сменил направление на укрепление, что способствовало сдерживанию инфляции. Стерилизация притоков иностранного капитала, в свою очередь, привела к увеличению валютных резервов.

В 2000-2007 гг. экономика Казахстана продемонстрировала рост со среднегодовыми темпами более 10%, что было обусловлено ростом объемов производства нефтегазовой промышленности, ростом цен на экспортное сырье (нефть и металлы), притоком прямых иностранных инвестиций, внешними заимствованиями банковского сектора и успешной реализацией ряда экономических и структурных реформ, начатых в предыдущие годы.

Наблюдался рост отечественного фондового рынка. Перспективы быстрорастущей экономики привлекали зарубежные инвестиции в банковский сектор, что, с одной стороны, позволило нарастить объемы кредитования экономики, а с другой, повысило их зависимость от внешнего финансирования.

*Кризис ликвидности и мировой финансовый кризис 2007-2009 гг.* В 2007 году вследствие кризиса ликвидности банковский сектор Казахстана стал неспособен привлекать займы из-за рубежа. В результате темпы кредитной экспансии резко снизились, что привело к сдуванию пузыря на рынке недвижимости. В ответ НБК снизил ставку рефинансирования, проводил операции по предоставлению ликвидности в тенге и долларах США.

В 2008 году кризис ликвидности перерос в мировой финансовый кризис, пик которого пришелся на сентябрь 2008 года в результате банкротства Lehman Brothers. Для стабилизации финансовой системы из Национального фонда было выделено 10 млрд долларов США.

Вследствие оттока капитала произошло падение индекса KASE, возник повышенный спрос на иностранную валюту. Валютные интервенции НБК привели к сокращению валютных резервов. На фоне роста девальвационных ожиданий в феврале 2009 года была проведена девальвация тенге.

*Посткризисный период восстановления экономики 2010-2014 гг.* Благодаря благоприятной конъюнктуре цен на нефть и сырье экономика Казахстана стабилизировалась, хотя темпы роста ВВП оставались ниже докризисных уровней.

В 2011 году Правительство запустило программу «Народное IPO», которая была разработана с целью вовлечения простых граждан на фондовый рынок. Так, было осуществлено успешное размещение таких компаний как «КазТрансОйл» и «KEGOC».

В 2013 году развивающиеся страны испытали отток капитала из-за опасений, связанных со сворачиванием политики количественного смягчения Федеральной резервной системы (ФРС). Произошло обесценение валют развивающихся стран, в том числе торговых партнеров Казахстана. В целях улучшения состояния платежного баланса, предотвращения истощения валютных резервов в феврале 2014 года НБК провел корректировку обменного курса тенге, отказавшись от его поддержания на прежнем уровне.

В 2014 году была возобновлена подготовительная работа к переходу на ИТ в среднесрочной перспективе. Велась разработка новой системы инструментов, совершенствовалась система моделирования и прогнозирования, планировалось постепенное повышение гибкости обменного курса.

*Переход на новую ДКП 2015 г. – настоящее время.* 20 августа 2015 года было объявлено о переходе на режим ДКП, основанный на принципах ИТ и подразумевающий следование единственной цели по поддержанию инфляции на целевом уровне. Эффективность ИТ по обеспечению устойчивого экономического роста и повышению благосостояния населения в долгосрочной перспективе подтверждена множеством научных исследований. Выбор в пользу ИТ обусловил отказ от таргетирования обменного курса.

В качестве основного инструмента ДКП была введена базовая ставка. Переход тенге на свободное плавание вызвал существенный рост волатильности курса, в связи с чем НБК осуществлял валютные интервенции, направленные на стабилизацию ситуации.

В ноябре 2015 года в целях снижения спекулятивных операций на валютном рынке НБК прекратил поддержание верхней границы коридора процентных ставок, что привело к резкому росту ставок на денежном рынке. Параллельно велась работа по усилению роли процентного канала ДКП, настройке системы инструментов, повышению прозрачности действий НБК.

К февралю 2016 года удалось достигнуть стабилизации ситуации на денежном и валютном рынках, НБК обозначил приверженность принципам ИТ и свободноплавающему курсу и возобновил операции ДКП по поддержанию коридора процентных ставок.

В качестве операционной цели ДКП был выбран индикатор TONIA<sup>1</sup> как наиболее ликвидный и репрезентативный показатель денежного рынка.

В целях определения направления дисбаланса на денежном рынке и необходимых объемов для операций открытого рынка была внедрена модель прогнозирования краткосрочной ликвидности. НБК и Министерством финансов велась работа по построению кривой доходности ГЦБ.

С переходом на ИТ постепенно удалось стабилизировать девальвационные ожидания, минимизировать участие НБК на валютном рынке, запустить тренд на

---

<sup>1</sup> Средневзвешенная процентная ставка по сделкам открытия репо сроком на один рабочий день, заключенным в секторе автоматического репо на KASE

дедолларизацию экономики, создать предпосылки для эффективного функционирования процентного канала трансмиссионного механизма.

### III. Обзор литературы

Согласно Mishkin (1995), если предположить, что центральный банк ужесточает ДКП, то механику процентного канала можно описать следующим образом:

$$M\downarrow, i^r\uparrow, I\downarrow, Y\downarrow, \quad (1)$$

где уменьшение денежной массы ( $M\downarrow$ ) приводит к повышению реальных процентных ставок ( $i^r\uparrow$ ), что далее ведет к падению инвестиций ( $I\downarrow$ ), что, в свою очередь, вызывает сокращение выпуска ( $Y\downarrow$ ).

*Эффект переноса «базовая ставка → краткосрочная рыночная ставка».* Cook and Hahn (1988) проводили исследование относительно возможности ФРС влиять на рыночные ставки в США с помощью ставки по федеральным фондам. Исследование охватило период 1974-1979 гг. Эмпирические результаты показали, что решения ФРС об изменении ставки по федеральным фондам вызывали значительные изменения краткосрочных рыночных ставок в том же направлении. В результате изменения ставки по фондам на 1% доходность 3-месячных и 6-месячных казначейских векселей выросла на 0,55% и 0,54% соответственно.

*Эффект переноса «базовая ставка → долгосрочная рыночная ставка».* Cochrane и Piazzesi (2002) изучали влияние изменений целевой ставки ФРС на доходность долгосрочных казначейских облигаций. Согласно полученным результатам, доходности казначейских облигаций по всем рассматриваемым срокам положительно отреагировали на увеличение ставки по федеральным фондам на 1%. При этом реакция доходностей на неожиданное изменение ставки ФРС была гораздо большей (0,52% против 0,19% в случае с 10-летними казначейскими облигациями).

*Эффект переноса «номинальная процентная ставка → реальная процентная ставка»* основан на двух предположениях, обозначенных Taylor (1995): рациональные ожидания и жесткость цен.

Теория рациональных ожиданий говорит, что люди делают рациональные предположения относительно будущего и действуют соответственно. Концепция ценовой жесткости подразумевает, что цены достаточно устойчивы и не склонны быстро корректироваться. Если увеличение номинальной процентной ставки не вызывает аналогичное увеличение рационально ожидаемой инфляции – произойдет рост реальной процентной ставки. Таким образом, медленная корректировка цен позволяет влиять на реальную процентную ставку в течение определенного периода времени, пока цены и ожидания приспособляются.

*Механизм денежно-кредитной трансмиссии в Таиланде.* Disyatat и Vongsinsirikul (2003) провели исследование трансмиссионного механизма в Таиланде за период 1994-2002 гг. используя VAR модель. Результаты показали действенность процентного канала в Таиланде, который объяснял около 50% изменений объема выпуска в результате шока ДКП.

Эффект переноса в Таиланде, в отличие от развитых стран, оказался намного слабее, что объясняется жесткостью розничных процентных ставок, которая, в свою очередь, обусловлена следующим:

– банки воздерживаются от повышения ставок из-за проблем с adverse selection и moral hazard, поскольку повышение ставок может привлечь менее кредитоспособных заемщиков;

– вкладчики и заемщики неохотно меняют банк ввиду издержек перехода, даже если другие банки предлагают более выгодные ставки;

– учитывая затраты, связанные с изменением процентных ставок и высокой волатильностью ставок денежного рынка, банки склонны изменять свои ставки, когда они видят относительно стабильную и долгосрочную тенденцию на рынке.

*Механизм денежно-кредитной трансмиссии в Евроне.* Angeloni et al (2003) путем проведения эмпирического эксперимента на базе модели VAR с использованием данных до 1999 года (до введения евро) выявили снижение выпуска в ответ на неожиданное повышение процентной ставки с достижением пика примерно через год. Инфляция оказалась менее чувствительной к повышению процентных ставок, практически не меняясь в течение первого года, медленно снижаясь в последующие годы. В 7 из 12 стран Евроне инвестиции вносили основной вклад в функционирование механизма денежно-кредитной трансмиссии.

*Механизм денежно-кредитной трансмиссии в Казахстане.* Isakova (2008) провела исследование эффективности ДКП в странах Центральной Азии. Исследование осуществлялось с помощью модели VAR за период 1995-2006 гг. Было использовано пять эндогенных переменных (реальный доход, индексы цен, ставка центрального банка, денежные агрегаты и номинальный обменный курс) и две экзогенные переменные (цены на нефть и ставка ФРС). Как показало исследование, процентный канал в Казахстане практически не функционировал, валютный канал был доминирующим каналом, влияющим на цены, ставка НБК не оказывала влияния на реальный выпуск.

Как указано в работе Isakova (2008), значимость влияния валютного канала может быть объяснена высокой степенью долларизации, недостаточным развитием услуг финансового посредничества и низкой чувствительностью участников рынка к изменениям стоимости заимствования.

Мухамедиева (2010) провела эмпирическое исследование влияния определенных каналов трансмиссии ДКП в Казахстане на реальный выпуск в период 2000-2009 гг. Автором использовалась модель VAR, которая включала пять эндогенных переменных (реальный выпуск, уровень цен, денежная масса, ставка кредитования небанковских организаций и реальный эффективный обменный курс) и одну экзогенную переменную (цена на нефть). Согласно результатам, реакция реального выпуска не была статистически значимой в ответ на изменения ставки кредитования.

Starr (2005) изучала влияние трансмиссионных механизмов ДКП в России, Украине, Беларуси и Казахстане, используя методологию VAR за период 1995-2003 гг. Система VAR включала пять эндогенных переменных (реальный доход, индекс цен, ставка центрального банка, денежные агрегаты и номинальный обменный курс) и две экзогенные переменные (цены на нефть и ставка ФРС). Согласно результатам, выпуск в Казахстане слабopоложительно отреагировал на рост денежных агрегатов. Из четырех рассматриваемых стран процентный канал оказался значимым только в России. В результате непредвиденного шока со стороны денежных агрегатов уровни цен повысились во всех четырех странах, однако влияние оказалось значительным только в случае Казахстана. Автор пришел к выводу, что ДКП оказывает незначительное влияние на выпуск в Украине, Казахстане и Беларуси.

#### **IV. Методология**

Эмпирический анализ проводится за период с февраля 2016 года по январь 2021 года с использованием ежемесячных данных на базе модели VAR, которая является распространенным инструментом для анализа механизмов денежно-кредитной трансмиссии. Преимуществом VAR является возможность применения функции импульсной реакции, что позволяет оценить величину и время воздействия ДКП на эндогенные переменные.

*Модель VAR* была представлена Sims (1980) как инструмент анализа взаимосвязей между несколькими переменными. VAR представляет собой систему уравнений, в которой каждая из эндогенных переменных рассматривается как зависимая переменная и

регрессируется на основе запаздывающих значений эндогенных переменных в системе, включая собственные запаздывания. VAR формулируется следующим образом:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + Bx_t + \varepsilon_t, \quad (2)$$

где  $y_t$  – вектор  $k$  эндогенных переменных,  $x_t$  – вектор  $d$  экзогенных переменных,  $A_1, A_p, B$  – матрицы коэффициентов, а  $\varepsilon_t$  – вектор инноваций.

*Описание переменных.* Для анализа функционирования процентного канала и его способности влиять на конечную цель реализации ДКП – инфляции были выбраны следующие переменные:

1) среднее значение индикатора TWINA<sup>2</sup>. TWINA представляет собой прокси показатель базовой ставки НБК и операционного таргета ДКП – TONIA. В отличие от TONIA, индикатор TWINA является полностью рыночной процентной ставкой, поскольку формируется без прямого воздействия со стороны операций НБК;

2) ставка вознаграждения по кредитам, выданным банками физическим лицам на потребительские цели на срок до 1 года (CONS\_CREDIT). CONS\_CREDIT представляет собой прокси показатель потребления товаров длительного пользования. В отличие от иных ставок кредитования, CONS\_CREDIT наименее подвержена искажению со стороны государственных программ субсидирования процентных ставок. Использование доходностей ГЦБ не представлялось возможным ввиду отсутствия последовательных временных рядов;

3) изменение индекса потребительских цен за год (CPI) представляет собой рыночную стоимость за корзину потребительских товаров и услуг. Удержание CPI в целевом коридоре является основной целью реализации ДКП.

Все переменные являются эндогенными и были взяты из открытых источников: информационной системы Блумберг, официальных веб-сайтов НБК и KASE. Сезонная корректировка переменных не производилась, поскольку CPI выражен как «год к году», а TWINA и CONS\_CREDIT являются рыночными процентными ставками, не нуждающимися в сезонной корректировке.

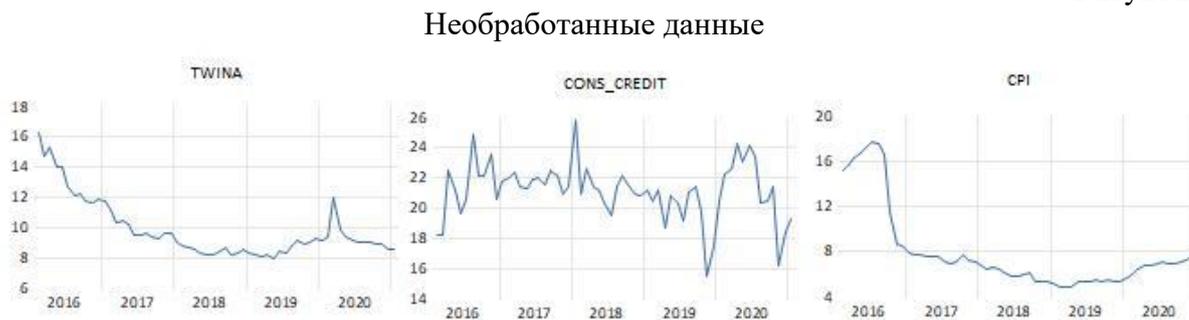
Таблица 1.

## Сводная статистика данных

	CPI	TWINA	CONS_CREDIT
Mean	7.920000	9.874547	21.12317
Median	7.000000	9.105400	21.26500
Maximum	17.70000	16.28143	25.84000
Minimum	4.800000	7.967895	15.49000
Std. Dev.	3.641977	1.957892	1.863528
Skewness	1.812439	1.572632	-0.478550
Kurtosis	4.877733	4.753486	4.267787
Jarque-Bera	41.66404	32.41848	6.308313
Probability	0.000000	0.000000	0.042674
Sum	475.2000	592.4728	1267.390
Sum Sq. Dev.	782.5760	226.1671	204.8915
Observations	60	60	60

<sup>2</sup> Средневзвешенная процентная ставка по сделкам открытия репо сроком на семь рабочих дней на KASE

Рисунок 1.



*Тест стационарности.* Стационарность рядов является важным условием, поскольку непосредственно влияет на поведение переменных. Если ряды  $x$  и  $y$  являются нестационарными случайными процессами, тогда моделирование взаимосвязи  $x$  и  $y$  через OLS (уравнение 2) приведет к генерации ложной регрессии.

Переменные были протестированы на свойства стационарности с использованием теста ADF (Augmented Dickey Fuller). По результатам тестирования TWINA и CONS\_CREDIT оказались стационарными в уровнях, CPI была приведена в стационарность в первой разнице (DCPI).

*Порядок переменных* выбран в соответствии с теоретическим функционированием процентного канала, а не на основе теста причинно-следственных связей. Так, изменение позиции ДКП, представленное индикатором TWINA воздействует на потребление товаров длительного пользования населением (CONS\_CREDIT), что, в свою очередь, влияет на внутренний спрос и инфляционные процессы (CPI): TWINA  $\rightarrow$  CONS\_CREDIT  $\rightarrow$  CPI.

*Выбор длины лага.* Длина лага в системе VAR была выбрана равной 12 месяцев в соответствии с рекомендациями AIC (Akaike information criterion), LR (sequential modified LR test statistic), HQ (Hannan-Quinn Information criterion) и FPE (Final prediction error). Такая длина лага соответствует теоретическим и эмпирическим оценкам воздействия трансмиссионных механизмов ДКП.

*Тесты надежности.* Для диагностирования проблемы автокорреляции был использован тест LM. Результаты тестирования не выявили наличия проблемы автокорреляции, поскольку все значения  $p$  были больше 0,05, что означает, что нулевая гипотеза об отсутствии серийной корреляции у остатков не может быть отклонена.

Результат теста на нормальность показал, что остатки модели распределены нормально, поскольку все совместные вероятности были больше 0,05.

## V. Эмпирические результаты

*Результаты модели VAR.* Согласно результатам (таблица 2) наблюдается корректная реакция изменения инфляции на рост ставки потребительских кредитов для физических лиц на 3-й, 4-й, 5-й, 6-й и 10-й месяцы. Максимальное замедление инфляции в ответ на рост ставки потребительского кредитования наблюдается через 5 месяцев.

Повышение ставки TWINA на 1 процентный пункт, вероятно, приведет к росту ставки потребительских кредитов для физических лиц на 3,2 процентных пункта через 4 месяца, и эта оценка является статистически значимой.

В результате ужесточения ДКП наблюдается снижение разницы инфляции в течение первых 2-х месяцев. Такая скорость передачи импульса от TWINA к инфляции противоречит экономической теории. На 4-й и 8-й месяц после увеличения TWINA происходит положительное изменение инфляции, что противоречит природе функционирования процентного канала.

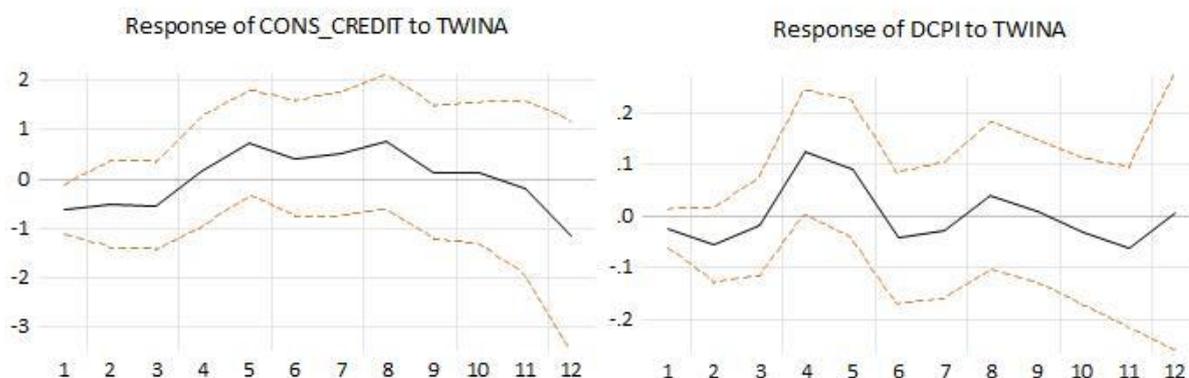
Таблица 2

Vector Autoregression Estimates			
Sample (adjusted): 2017M03 2021M01			
Included observations: 47 after adjustments			
t-statistics in [ ]			
	TWINA	CONS_CREDIT	DCPI
TWINA(-1)	-0.4953	-0.7462	-0.2361
	[-1.93268]	[-0.64310]	[-2.72311]
TWINA(-2)	-0.5541	-1.0941	-0.3275
	[-1.75714]	[-0.76636]	[-3.07046]
TWINA(-4)	-0.3750	3.2046	0.2503
	[-1.32769]	[ 2.50589]	[ 2.61948]
TWINA(-8)	0.6073	1.1942	0.2968
	[ 2.17150]	[ 0.94320]	[ 3.13728]
CONS_CREDIT(-3)	-0.1536	-0.4591	-0.0532
	[-2.54915]	[-1.68273]	[-2.61030]
CONS_CREDIT(-4)	-0.3889	-0.0649	-0.1069
	[-4.43678]	[-0.16361]	[-3.60425]
CONS_CREDIT(-5)	-0.4007	-0.3481	-0.1229
	[-3.18556]	[-0.61117]	[-2.88749]
CONS_CREDIT(-6)	-0.3510	-0.0779	-0.1140
	[-2.28434]	[-0.11193]	[-2.19263]
CONS_CREDIT(-10)	-0.1029	-0.3625	-0.0789
	[-1.24128]	[-0.96585]	[-2.81568]
R-squared	0.94	0.81	0.94
Adj. R-squared	0.74	0.13	0.74

*Функции импульсных откликов* иллюстрирует реакцию эндогенных переменных на шок в размере одного стандартного отклонения на другие эндогенные переменные в системе VAR. Анализ импульсных откликов дает представление о том, как долго происходит шок влияния переменной по сравнению с другими переменными, и какая переменная обеспечивает наибольшую реакцию на шок в виде увеличения процентной ставки в течение следующих 12 месяцев.

На рисунке 2 показана реакция инфляции и ставки потребительского кредита в ответ на ужесточение ДКП. Ставка потребительского кредита снижается в течение 1-го квартала после шока и, начиная с 4-го месяца растет, достигая пика на 5-й месяц. Инфляция демонстрирует колебания в ответ на шок ДКП, достигая минимального отрицательного значения через 11 месяцев. Рост инфляции с 3 по 5 месяц после шока процентной ставки противоречит тому, что ожидается в результате ужесточения ДКП.

Рисунок 2.



*Декомпозиция дисперсии.* В отличие от функции импульсных откликов, декомпозиция дисперсии показывает, какой процент дисперсии одной переменной вызван шоками другой переменной, и как эта пропорция изменяется с течением времени.

Результаты показывают, что доля дисперсии инфляции, объясняемая изменением ставки TWINA, резко увеличивается до 35% на 4-й месяц и далее колеблется в пределах 37–41%. Доля дисперсии ставки потребительского кредита, которая приходится на колебания TWINA, имеет тенденцию к росту с 13% до 34% в течение 12 месяцев.

Таблица 3.

Period	Variance Decomposition of CONS_CREDIT:				Variance Decomposition of DCPI:			
	S.E.	TWINA	CONS_CREDIT	DCPI	S.E.	TWINA	CONS_CREDIT	DCPI
1	0.39	13.01	86.99	0.00	1.75	3.38	6.22	90.40
2	0.43	17.51	81.10	1.40	1.94	11.48	17.17	71.35
3	0.47	20.13	74.78	5.10	2.17	11.05	15.68	73.27
4	0.52	18.20	66.42	15.38	2.31	35.35	14.51	50.14
5	0.79	24.38	61.12	14.50	2.49	40.87	18.10	41.03
6	0.93	24.79	61.88	13.33	2.60	40.56	20.83	38.62
7	1.00	24.29	63.05	12.66	2.81	39.94	21.95	38.11
8	1.02	27.13	61.65	11.22	3.03	40.57	21.36	38.06
9	1.03	25.72	63.30	10.98	3.12	37.62	25.23	37.14
10	1.04	25.52	63.46	11.02	3.14	37.64	25.75	36.61
11	1.07	25.71	63.08	11.20	3.15	40.18	24.65	35.16
12	1.08	34.31	55.75	9.93	3.35	39.41	25.30	35.29

## VI. Заключение

В результате эмпирического анализа функционирования процентного канала ДКП в Казахстане с использованием модели VAR было обнаружено, что ставка денежного рынка TWINA не оказывает прямого влияния на уровень инфляции, в то же время влияет на ставку потребительских кредитов, которая, в свою очередь, воздействует на уровень инфляции.

Полученные результаты в целом согласуются с выводами других исследований о слабом функционировании процентного канала в Казахстане.

Совершенствование функционирования процентного канала в Казахстане является важным условием для успешной реализации ИТ. Для этого требуется преодоление ряда существенных вызовов, таких как значительный объем льготного финансирования со

стороны государства и квазигосударственного сектора, высокая степень долларизации экономики и недостаточная развитость финансового рынка.

Финансовый рынок Казахстана, как и большинства развивающихся стран, остается неглубоким, о чем свидетельствует доминирование коммерческих банков. Необходимо развитие фондового рынка как альтернативы банковскому сектору. Требуется повышение ликвидности вторичного рынка ГЦБ, что сделает привлекательным данный сегмент для инвесторов. Следует сократить действующие программы льготного финансирования, сохранив поддержку компаниям, ориентированным на экспорт, развитие технологий и инноваций.

Для повышения эффективности процентного канала необходимо стимулировать конкуренцию среди коммерческих банков, повышать мобильность капитала за счет либерализации контроля за движением капитала, ускорить процесс приватизации государственных и квазигосударственных компаний.

Влияние действий ДКП на рыночные процентные ставки будет зависеть от уровня развития различных сегментов финансового рынка. Без эффективных и развитых рынков денег и капитала возможности для реализации эффективной ДКП будут ограничены.

### Список литературы:

1. Mishkin, Frederic. 1995. "Symposium on Monetary Transmission Mechanism." *Journal of Economic Perspectives*: 3-10.
2. Bernanke, Ben и Mark Gertler. 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission". *Journal of Economic Perspectives*, 9: 27-48.
3. Coricelli, F.B.Égert и R.MacDonald. 2005. "Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence" (unpublished). <http://www.iue.it/FinConsEU/ResearchActivities/CreditConsMacro2005/Papers/Egert.pdf>.
4. Isakova, Asel. 2008. "Monetary Policy Efficiency in the Economies of Central Asia." *Czech Journal of Economics and Finance*, v. 58, iss. 11-12: 525-53.
5. Balino, Tomas J. T. 1998, "Monetary Policy in Russia." *Finance and Development*, December, v. 35, iss. 4: 36-39.
6. Денежно-кредитная политика Республики Казахстан до 2020 года (<https://www.nationalbank.kz/ru/page/osnovnye-napravleniya-dkp>).
7. Cook, Timothy, and Thomas Hahn. 1988. "The Effect of Changes in the Federal Funds Rate Target on Market Interest Rates in the 1970s." *Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper*, No: 88-4:1-51.
8. Cochrane, John, and Monika Piazzesi. 2002. "The Fed and Interest Rates: A High - Frequency Identification." *The American Economic Review*, 92, (2): pp. 90 – 95.
9. Taylor, James. 1995. "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework." *Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, No.4, pp.11-26.
10. Disyatat, Piti, and Pinnarat Vongsinsirikul. 2003. "Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand." *Journal of Asian Economics* 14, pp.389-418.
11. Angeloni, Ignazio, Anil, Kashyap, Benoit, Mojon, and Daniele Terizzese. 2003. "Monetary Transmission in the Euro Area: Does the Interest Rate Channel Explain it All?" *National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 9984*, (electronic edition).<http://www.nber.org.ezproxy.lib.hit-u.ac.jp/papers/w9984.pdf>.
12. Мухамедиева А. Б. 2010. "Анализ трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Казахстане" *Вестник КазНУ. Серия экономическая*, № 1(77). 2010.
13. Starr, Marta A. 2004. "Does money matter in the CIS? Effects of monetary policy on output and prices." *Journal of Comparative Economics*, American University, Washington.
14. Sims, Christopher A. 1980. "Macroeconomics and Reality." *Econometrica* 48 (1):1-48.

## РОЛЬ МАРКЕТ-МЕЙКЕРОВ И ПЕРВИЧНЫХ ДИЛЕРОВ В ЛИКВИДНОСТИ РЫНКА ГЦБ

*Корпебаев Г.М. – главный специалист-дилер управления денежно-кредитных операций и золотовалютных активов Департамента монетарных операций Национального Банка Республики Казахстан.*

*Ликвидность рынка государственных ценных бумаг (ГЦБ) является важной составляющей в обеспечении эффективного функционирования всего фондового рынка. Рынок ГЦБ является основным ориентиром как для локальных участников, так и для иностранных инвесторов. Ликвидность государственных облигаций также играет важную роль в трансмиссии сигналов денежно-кредитной политики.*

*Действенными мерами в повышении ликвидности рынка государственных облигаций являются создание системы активных маркет-мейкеров и внедрение института первичных дилеров. Маркет-мейкеры посредством поддержания постоянных котировок способствуют повышению активности и эффективности рынка. Институт первичных дилеров, помимо повышения эффективности вторичного рынка, также позволяет улучшить функционирование первичного рынка государственных облигаций.*

*Для казахстанского рынка, с учетом его текущих реалий, внедрение полноценной системы первичных дилеров необходимо осуществлять поэтапно, определяя обязательства и привилегии участников, которым будет предоставляться доступ к первичному размещению.*

Ключевые слова: первичные дилеры, маркет-мейкеры, рынок ГЦБ, ликвидность, трансмиссия денежно-кредитной политики, облигации.

JEL-классификация: E63, G12, G18.

### **1. Ликвидность – основа эффективного функционирования рынка**

Ликвидность рынка подразумевает возможность инвесторов и участников рынка покупать или продавать активы в короткий промежуток времени при низких издержках и по стоимости, близкой к рыночной цене актива. Ликвидность рынка зависит от множества факторов, включая структуру рынка и характер торгуемых активов. Ключевое различие состоит между функционированием рынка в нормальных условиях и в кризисные периоды (Ingo Fender, Ulf Lewrick, 2015).

Неликвидность на рынках препятствует эффективному формированию цен и затрудняет доступ эмитентов к финансированию. Низкая ликвидность также может усилить нарушения в финансовой системе (Julie Guo и Zhan Zhang, 2020). Эти последствия могут быть существенными особенно в кризисные периоды, представляя собой серьезный риск для эмитентов, инвесторов и регулирующих органов, что наблюдалось в период распространения COVID-19.

В исследовании Julie Guo and Zhan Zhang (2020) отмечается, что в конце февраля 2020 года возросшие опасения по поводу глобального распространения вируса привели к повсеместному падению стоимости рискованных активов и к резкому росту волатильности на финансовых рынках, поскольку ряд инвесторов нуждались в привлечении денежных средств для снижения кредитного плеча, удовлетворения маржинальных требований и погашения обязательств. Эти факторы способствовали ухудшению функционирования финансовых рынков во всем мире, поскольку ликвидность на этих рынках значительно снизилась, спрэды по ставкам существенно возросли. ГЦБ, которые считаются безрисковыми активами, также испытали «бегство» со стороны инвесторов и последующее ухудшение ликвидности, что привело к резкому росту доходности. Это отразилось и на других финансовых рынках, так как государственные ценные бумаги

являются ориентирами для других финансовых активов. В частности, неликвидность на ключевом базовом рынке казначейских облигаций США еще больше способствовала усилению дисбаланса на рынке.

Ликвидность ценных бумаг на международных рынках с фиксированным доходом начала постепенно восстанавливаться к концу марта 2020 года. Восстановление было поддержано принятыми мерами центральных банков, которые включали покупку активов и расширение операций с ликвидностью.

Ликвидность измеряется рядом показателей. Основными показателями ликвидности являются объем торгов, бид-аск спрэд, волатильность. На основе различных трактовок ликвидности и подходов к ее формализации выделяются 4 основных проекции ликвидности: время (частота сделок/торгов), цена (коэффициент неликвидности, волатильность цены), объем (объем торгов/сделок), транзакционные издержки (бид-аск спрэд).

Число сделок и частота торгов показывают торговую активность ценной бумаги. Объем торгов является одним из наиболее часто применяемых показателей для оценки ликвидности и отражает общий объем всех сделок по ценной бумаге за определенный период времени. Выпуски с большими объемами традиционно считаются наиболее ликвидными. Бид-аск спрэд также является одним из самых распространенных показателей для измерения ликвидности ценных бумаг. Чем меньше спрэд, тем ближе цена к рыночной и, следовательно, меньше издержек по операциям с бумагой.

Более ликвидные бумаги имеют достаточно глубокий рынок, следовательно, большие объемы не должны оказывать существенного влияния на цену. Высокая волатильность цены указывает на низкую ликвидность бумаги.

Зачастую на практике для более комплексной оценки ликвидности используют совокупность указанных показателей. В исследовании Tobias Adrian и Michael Fleming (2017) для построения индекса ликвидности по казначейским облигациям США были использованы такие показатели как бид-аск спрэд, глубина рынка, цена, объем торгов, частота торгов, размеры сделок и волатильность.

Рынок ГЦБ является основным ориентиром как для локальных участников рынка, так и для иностранных инвесторов. Поэтому ликвидность рынка ГЦБ является важной составляющей в обеспечении эффективного функционирования всего фондового рынка. Кроме того, ликвидность государственных облигаций играет важную роль в проведении денежно-кредитной политики и стабильности финансовой системы (Denis Beau, 2016).

Следовательно, повышение ликвидности рынка ГЦБ является одним из приоритетных направлений в вопросе развития финансового рынка. Привлечение и упрощение доступа иностранных инвесторов на локальный рынок, включение ГЦБ в международные индексы, сокращение количества бумаг в обращении, в том числе путем обратного выкупа, концентрация ГЦБ в нескольких ключевых (эталонных выпусках) выпусках, использование механизмов репо, создание института маркет-мейкеров, внедрение системы первичных дилеров являются возможными способами повышения ликвидности государственных облигаций.

Одной из особенностей рынка государственных облигаций, ограничивающей их ликвидность, является большое количество различных ценных бумаг в обращении. Это делает облигации относительно неоднородными, что негативно влияет на объемы торгов и активность участников. Кроме того, институциональные инвесторы часто приобретают бумаги до погашения либо торгуют в больших объемах, что значительно снижает их ликвидность. Эти факторы уменьшают вероятность совпадения покупателей и продавцов по финансовому инструменту. В таких условиях рынки, как правило, полагаются на маркет-мейкеров (Ingo Fender, Ulf Lewrick, 2015).

Другим широко применяемым в практике разных стран способом повышения ликвидности, в особенности рынка государственных облигаций, является внедрение системы первичных дилеров.

## 2. Маркет-мейкеры и институт первичных дилеров

Маркет-мейкеры играют ключевую роль в обеспечении ликвидности рынка и способствуют его эффективному функционированию. Маркет-мейкеры являются провайдерами ликвидности на финансовых рынках, выступают в качестве посредников и проводят транзакции между покупателями и продавцами (Jon Cheshire, 2015).

Наличие активных маркет-мейкеров с достаточными объемами для поддержания постоянных котировок как на покупку, так и на продажу способствуют повышению ликвидности на рынке, что также положительно отражается на трансмиссии денежно-кредитной политики и финансовой стабильности.

Основная часть торговли облигациями, в том числе государственными, как правило, осуществляется на внебиржевом рынке. Большое количество различных выпущенных облигаций снижает вероятность совпадения заявок покупателей и продавцов ценной бумаги. В таких условиях маркет-мейкеры облегчают торговлю финансовыми инструментами. Они исполняют заявки клиентов путем нахождения встречных заявок (брокерская или агентская торговля) либо выступают в качестве контрагента в сделках.

Таким образом, маркет-мейкеры обеспечивают ликвидность рынка, предоставляя возможность клиентам проводить операции незамедлительно, способствуют устойчивости рыночной ликвидности путем поглощения временных дисбалансов на рынке и смягчения волатильности рынка в случае воздействия шоков (Denis Beau, 2014).

В большинстве стран существуют правила, определяющие деятельность маркет-мейкеров. Базовым элементом является предоставление маркет-мейкерами цен, по которым они готовы покупать и продавать ценные бумаги (двусторонние котировки) на регулярной основе.

Бизнес-модели маркет-мейкеров различаются в зависимости от сегмента рынка, но в целом маркет-мейкеры имеют ряд общих особенностей: широкая клиентская база, постоянный доступ к множеству рынков, в том числе для целей фондирования и хеджирования рисков, достаточный баланс для проведения крупных сделок, опыт для предоставления конкурентных котировок, в том числе в периоды повышенной рыночной волатильности (Denis Beau, 2014).

Доход маркет-мейкера основан на разнице между ценой покупки и продажи финансового инструмента (бид-аск спрэд) за вычетом затрат на сделку. На рынках с низкими затратами на фондирование и возможностью закрытия позиции в короткий промежуток времени бид-аск спрэд маркет-мейкера будет уже, а котируемые объемы больше. В случае повышения волатильности на рынках, изменения рыночных условий маркет-мейкеры, как правило, применяют более широкий спрэд.

Первичный и вторичный рынки облигаций тесно взаимосвязаны. Обычно эмитенты бумаг заинтересованы в улучшении ликвидности своих выпусков на вторичном рынке, что позволяет снизить премию инвесторов при первичном размещении.

Для государственных облигаций многие юрисдикции применяют систему первичных дилеров, которая зачастую сочетает стимулирующие меры с обязательствами по осуществлению функций маркет-мейкера на рынке (Denis Beau, 2014).

Первичные дилеры (ПД) – это финансовые посредники, выполняющие специализированную роль на рынке ГЦБ. Внедрение системы ПД применяется для повышения ликвидности и снижения волатильности рынка ГЦБ.

Согласно исследованиям Международного Валютного Фонда и Всемирного Банка, институт ПД применяется в различных странах для решения двух основных задач:

- стабильное размещение ГЦБ на первичных аукционах, что позволяет обеспечивать бесперебойное финансирование государственного бюджета;
- повышение ликвидности вторичного рынка ГЦБ, что обеспечивает рост доверия участников торгов к рынку ГЦБ и его индикаторам (Marco Arnone, George Iden, 2003).

Основополагающее требование для ПД – выполнение функций маркет-мейкера на вторичном рынке. Это обусловлено необходимостью создания эффективного механизма доставки ГЦБ до конечных инвесторов и повышения ликвидности на вторичном рынке.

Внедрение системы ПД позволяет улучшить ликвидность на вторичном рынке ГЦБ, что будет способствовать формированию рыночной цены, укреплению обращаемости ГЦБ на вторичном рынке.

Создание института ПД предполагает исполнение ПД определенных обязательств на первичном и вторичном рынках.

В исследованиях Всемирного Банка выделяют следующие основные обязательства ПД:

1) участие в размещениях: посредством участия на аукционах ПД функционируют в качестве канала между эмитентом и конечными инвесторами. Обязательство участвовать в первичных размещениях обычно включает в себя обязательство дилера подавать определенное минимальное количество заявок и/или успешных заявок. Минимальная сумма, как правило, выражается в виде процента от общей объявленной/размещенной суммы. Это требование орган государственной власти рассматривает в контексте частоты участия и минимального объема выкупа ГЦБ каждым ПД. В соглашение с ПД может быть включено требование регулярного или обязательного участия в каждом размещении;

2) размещение ценных бумаг среди конечных инвесторов: предполагает содействие размещению ГЦБ среди клиентской базы первичного агента посредством проведения исследований, маркетинга, активного продвижения продуктов;

3) повышение ликвидности на вторичном рынке:

– поддержание «твердых» котировок с установленным минимальным объемом на протяжении определенного периода времени;

– поддержание спреда, не превышающего его установленной максимально предельной ширины, определяемой органом как директивно, так и в виде определенной функции;

– поддержание заданного уровня оборота торгов на вторичном рынке за определенный период. Уровень оборота может быть рассчитан в виде доли от общего объема торгов либо всех участников на вторичном рынке;

4) проведение консультативных мероприятий: ПД сообщают о стратегии выполнения своих функций о развитии рынка в целом;

5) поддержание партнерских отношений между ПД и органом управления государственным долгом: данная обязанность является больше привилегией для ПД;

6) предоставление отчета о своей деятельности: отчетность ПД содействует органу управления государственным долгом в проведении оценки изменений на рынке и в отдельных организациях (Gemloc Advisory Services, 2010).

Как правило, в обмен на выполнение обязательств ПД могут получать широкий спектр привилегий. Их предоставление нацелено, во-первых, на повышение мотивации ПД, во-вторых, на поддержку операций, выполняемых ПД, на первичном и вторичном рынках. Основной привилегией является эксклюзивное право ПД участвовать в аукционах. Также может предоставляться льготный доступ к привлечению денежных средств в центральном банке, механизму кредитования ценными бумагами и т.д.

Анализ опыта регулирования деятельности ПД рынка ГЦБ в различных странах позволяет выделить три основные «модели». Ключевой критерий разделения «моделей» – выбор регулятором сегмента рынка, выступающего в качестве главного объекта поддержки: первичный рынок, вторичный рынок, или оба этих сегмента одновременно.

Первая «модель» – «поставка средств в Минфин» – часто применяется странами, которые имеют высокий объем государственного долга и значительный бюджетный дефицит. Для покрытия бюджетного дефицита и рефинансирования накопленного долга требуется система, позволяющая поддерживать высокий спрос на аукционах по

размещению ГЦБ. Ключевыми элементами такой системы являются жесткие обязательства ПД на первичном рынке: участие в каждом аукционе по размещению ГЦБ; выставление заявок объемом не менее определенной доли от размещаемого объема.

Для стран, реализующих вторую «модель» – «равномерное стимулирование» – характерен более низкий уровень бюджетного дефицита, чем для стран, применяющих модель «поставка средств в Минфин». Тем не менее величина государственного долга в странах, реализующих вторую «модель», достаточно высока, а их рынки ГЦБ могут быть весьма волатильными из-за значимой спекулятивной компоненты в спросе. Поскольку потребность в привлечении средств на рынке ГЦБ у стран, использующих данную «модель», несколько ниже, чем у стран, использующих первую «модель», то условия участия ПД в первичных размещениях не столь жесткие (требование минимального уровня участия в первичных размещениях в течение определенного периода времени, а не на каждом аукционе). Это обстоятельство позволяет ужесточить требования к участию ПД на вторичном рынке (поддержание каждым ПД минимальной доли оборота рынка).

Страны, реализующие третью «модель» – «принуждение к маркетмейкингу» – имеют низкий относительно ВВП уровень государственного долга и относительно сбалансированный (в некоторых случаях – даже профицитный) бюджет. Однако «обратной стороной» сбалансированности государственных финансов являются, во-первых, невысокая ликвидность рынка ГЦБ (малый объем первичных размещений не способствует поддержанию оборотов рынка), во-вторых, «выкупленность» рынка нерезидентами (величина государственного долга небольшая, при этом иностранные инвесторы считают уровень кредитных рисков низким).

Низкая ликвидность вторичного рынка требует от регуляторов концентрации на стимулировании активности ПД именно в данном сегменте. Инструментами стимулирования становятся жесткие требования к объему выставляемых ПД на вторичном рынке ГЦБ заявок на покупку-продажу, к максимальной ширине спреда и к минимальному периоду времени котирования ценных бумаг. При этом данная «модель» характеризуется отсутствием конкретных требований к участию ПД в первичных размещениях ГЦБ. В большинстве стран, относящихся к данной «модели», отсутствует право подачи ПД неконкурентных заявок. Слабая регламентация деятельности ПД на первичном рынке данных стран вполне оправдана: из-за небольшого объема первичных размещений проблем со спросом, как правило, не возникает. При этом сами ПД имеют достаточные стимулы к участию в первичных размещениях, поскольку в этом случае они смогут сформировать запас государственных облигаций различных видов, необходимый им для выполнения своих обязательств на вторичном рынке.

### **3. Рынок ГЦБ РК**

Внутренний рынок ГЦБ характеризуется относительно низкой ликвидностью вторичного рынка и представлен государственными облигациями Министерства финансов, краткосрочными нотами Национального Банка, облигациями местных исполнительных органов.

Снижение ликвидности на казахстанском рынке ГЦБ наблюдалось после консолидации пенсионных активов, так как сокращение числа участников рынка ограничивало активность вторичного рынка. Повышение концентрации институциональных инвесторов привело к сокращению событий ликвидности и снижению эффективного рыночного ценообразования на рынке.

Ухудшению условий ликвидности также способствуют сосредоточенность большей части долга Министерства финансов среди ограниченного круга инвесторов, малое количество рыночных игроков в размещениях. Склонность инвесторов удерживать ГЦБ до погашения снижает их оборачиваемость. Кроме того, большое количество различных государственных облигаций Министерства финансов в обращении с небольшими объемами также ограничивает их ликвидность.

На локальном рынке ГЦБ система ПД в классическом виде не применяется. ГЦБ Министерства финансов размещаются на бирже среди участников, которые являются членами фондового рынка биржи куда, помимо банков второго уровня и институциональных инвесторов, входят организации, осуществляющие брокерскую и дилерскую деятельность.

Институт маркет-мейкеров по ГЦБ находится на ранней стадии развития. В целях повышения ликвидности вторичного рынка ГЦБ в 2020 году была разработана и внедрена стимулирующая программа для маркет-мейкеров по ГЦБ на биржевой площадке, предусматривающая определенный пакет льготных условий для профессиональных участников рынка в случае выполнения на биржевом рынке функций маркет-мейкера по ГЦБ.

Программа способствовала повышению активности рыночных участников на рынке и росту количества маркет-мейкеров по ГЦБ. В настоящее время на фондовой бирже представлены 3 маркет-мейкера, которые поддерживают котировки по 19 выпускам ГЦБ: АО «Фридом Финанс» – по 9 выпускам, АО «Народный Банк Казахстана» – по 5 выпускам и АО «Банк ЦентрКредит» – по 5 выпускам.

Таким образом, наличие активных маркет-мейкеров является важным условием обеспечения ликвидности рынка и его эффективного функционирования. Поэтому для улучшения ликвидности рынка ГЦБ и его дальнейшего развития следует выстраивать полноценную систему маркет-мейкеров, в том числе путем поддержки со стороны эмитента.

Другим возможным способом активации вторичного рынка и повышения ликвидности ГЦБ может стать внедрение института первичных дилеров с учетом особенностей местного рынка, характеризующегося малым количеством участников и разрозненными выпусками ценных бумаг.

В настоящее время на рынке ГЦБ принимаются активные меры по построению последовательной и предсказуемой политики выпуска государственного долга. Выпуск государственных облигаций осуществляется преимущественно путем доразмещений, что создает предпосылки для снижения количества бумаг в обращении. Эмитентом осуществляется выпуск ГЦБ с различными сроками погашения, в том числе в секторе от 1 до 5 лет. Размещение облигаций на указанном отрезке кривой привело к увеличению доли участия рыночных инвесторов в аукционах и повысило привлекательность государственных бумаг для нерезидентов.

Продолжаются мероприятия по включению суверенных облигаций в международные индексы, также ведется работа по упрощению доступа на локальный рынок для зарубежных инвесторов.

Таким образом, на внутреннем рынке создаются условия для повышения ликвидности рынка ГЦБ и улучшения его функционирования.

В этих условиях Министерству финансов следует предпринять действенные меры в направлении дальнейшего расширения списка маркет-мейкеров по ГЦБ как на биржевом, так и на внебиржевом рынках. Для этих целей совместно с участниками рынка эмитентом может быть разработана и принята программа стимулирующего характера, направленная на поддержку маркет-мейкеров по ГЦБ, где будут отражены основные условия и порядок выполнения функций маркет-мейкера на рынке с указанием пакета льготных мер.

Дополнительно для активации вторичного рынка и дальнейшего развития рынка ГЦБ следует рассматривать внедрение полноценной системы ПД с определенными обязательствами и привилегиями, что подразумевает участие в первичных размещениях только ПД. В мировой практике институт ПД применяется, прежде всего, для ценных бумаг органа по управлению государственным долгом, так как это обеспечивает стабильность размещений ГЦБ для целей финансирования дефицита бюджета и повышает ликвидность вторичного рынка.

При этом создание классического института ПД потребует готовность рынка и разработку соответствующих нормативных документов, регламентирующих обеспечение прозрачной системы определения ПД, определение обязательств и привилегий для ПД, определение требований к маркет-мейкерству, к котировкам ценных бумаг, меры за ненадлежащее исполнение ПД своих обязательств и др.

В вопросе внедрения института ПД с учетом текущих реалий развития рынка ГЦБ возможно применение последовательного подхода. На первоначальном этапе можно сократить текущее количество игроков, участвующих в первичном размещении ГЦБ Министерства финансов, например, за счет исключения одной или нескольких категорий участников, при этом исключая возможность участия клиентов ПД в первичных аукционах, что будет стимулировать увеличение количества сделок на вторичном рынке.

В дальнейшем по мере развития рынка ГЦБ следует осуществить переход к полноценному институту ПД с ограниченным количеством участников.

Развитие системы активных маркет-мейкеров и применение института ПД позволят существенно повысить эффективность рынка ГЦБ и его привлекательность для инвесторов, в том числе зарубежных.

### **Список литературы:**

15. Ingo Fender, Ulf Lewrick. 2015. "Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments." BIS Quarterly review: 97-99.
16. Julie Guo, Zhan Zhang. 2020. "Secondary market liquidity in bonds and asset-backed securities" Bulletin, Reserve Bank of Australia: 30-31.
17. Tobias Adrian, Michael Fleming, Erik Vogt. 2017. "An Index of Treasury market liquidity: 1991-2017" Staff Reports, Federal Reserve Bank of New York: 1-2.
18. Denis Beau. 2016. "Fixed income market liquidity." CGFC Papers, No.55. Bank for international settlements: 4-5.
19. Jon Cheshire. 2015. "Market Making in Bond Markets." Bulletin, Reserve Bank of Australia: 63-65.
20. Denis Beau. 2014. "Market-Making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications." CGFC Papers, No.52. Bank for international settlements: 4-9.
21. Marco Arnone, George Iden. 2003. "Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries' Experience." International Monetary Fund Working Paper, No: 03/45.
22. Gemloc Advisory Services. 2010. "Primary Dealer Systems." World Bank initiative.
23. The Association for Financial Markets in Europe. 2015. "European Primary Dealers Handbook.", [www.afme.eu](http://www.afme.eu).
24. "Отчет о финансовой стабильности Казахстана 2020" Национальный Банк Республики Казахстан.

**РЫНОК ИПОТЕКИ В КАЗАХСТАНЕ: АНАЛИЗ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ**

*Шаблина Меруерт – менеджер отдела аналитики Управления рисков и анализа АО «Казахстанский фонд устойчивости»*

*Данная статья посвящена анализу развития рынка жилой недвижимости в Республике Казахстан в условиях пандемии и постпандемии, а также о влиянии последних событий на повышение цен за жилой квадратный метр.*

Ключевые слова: недвижимость, цены на жилье, ипотечное кредитование, льготная ипотека.

JEL-классификация: R31, R21, E310, R38.

Ипотечное кредитование является одним из основных драйверов развития современного рынка жилья, благодаря которому появляется возможность улучшения жилищных условий, повышения доступности жилья, и тем самым формируются предпосылки для дальнейшего развития жилищного строительства в Казахстане. Пандемия коронавирусной инфекции в 2020 году оказала существенное негативное влияние как на мировую экономику в целом, так и непосредственно на экономику Казахстана. В частности, введение чрезвычайного положения в марте-апреле 2020 года, падение реального сектора экономики и рост инфляции отразились на доходах населения и, следовательно, на снижении покупательской способности населения, что, в свою очередь, привело к снижению спроса на жилье, и, в том числе, снижению объемов ипотечного кредитования. В результате введения карантинных ограничений в апреле-мае 2020 года произошло значительное сокращение продаж жилья. Количество совершенных сделок купли-продажи жилья в этот период упало на 20%.

Реализация государством экономических мер по поддержке бизнеса и населения в 2020 году, а также продолжающееся развитие государственных ипотечных программ позволили с середины 2020 года не только восстановить динамику рынка жилья, но и дать толчок к росту спроса на покупку жилья в конце 2020 года и начале 2021 года в несколько раз. Предпосылкой для повышенного интереса со стороны населения к покупке жилья послужила программа по возможности использования казахстанцам части своих пенсионных накоплений на улучшение жилищных условий. Так, например, по данным Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан, в марте 2021 года продажи жилья увеличились на 78% по сравнению с мартом предыдущего года (рисунок 1).

Рисунок 1



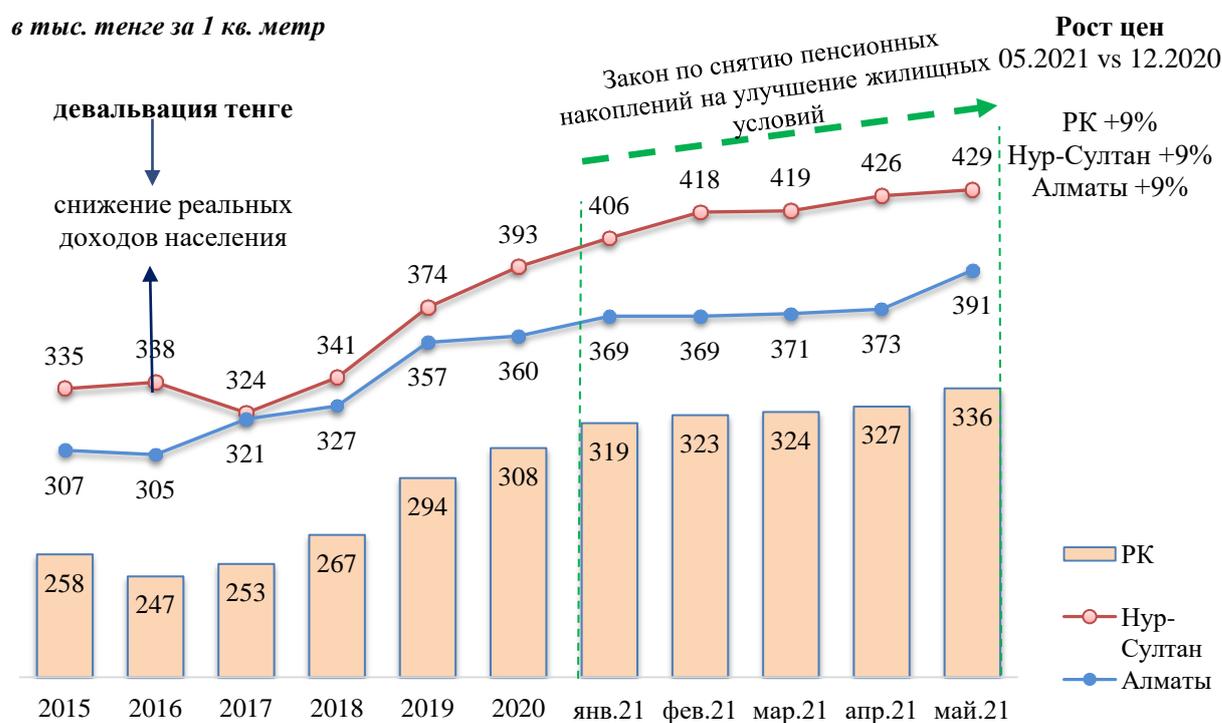
Источник: данные БНС АСПиР РК

Период времени с января по май 2021 года является самым пиковым по количеству совершенных сделок купли-продажи жилья среди населения страны, количество сделок за данный промежуток времени достигло 223 391 единиц. Более того, указанный объем сделок за пять месяцев 2021 года превысил объем сделок, совершенных за 2015 год и 2016 год на 35% и на 17% соответственно. Около половины от общего прироста совершенных сделок в январе-мае 2021 года пришлось на города Нур-Султан и Алматы, а также Мангистаускую и Карагандинскую области, доля каждой из которых составила более 10% в совокупном объеме.

Резкий рост спроса на жилье и количества совершенных сделок породил соответствующий рост цен на саму недвижимость. Если во втором полугодии 2020 года стоимость жилья на первичное и вторичное жилье росла в среднем не менее 1% в месяц, то с января 2021 года темпы роста ускорились на новое и вторичное жилье до 4% и 7% соответственно. За пять месяцев 2021 года цены на новое жилье по Казахстану в целом выросли на 9% (рисунок 2). Аналогичный рост наблюдался в городах Нур-Султан и Алматы.

Рисунок 2

**Динамика цен на новое жилье в 2015-2021 гг. (в тыс. тенге)**



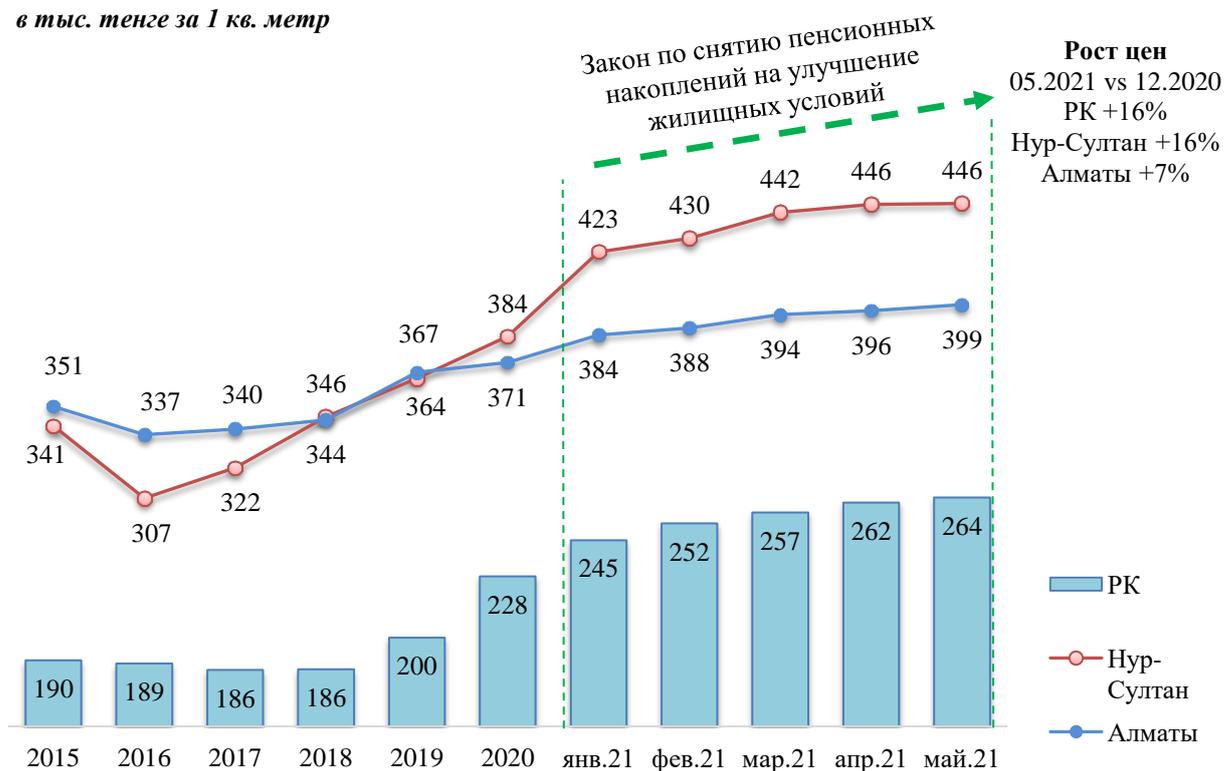
Источник: данные БНС АСПиР РК

Однако наибольший рост стоимости жилья в этом периоде был отмечен на вторичном рынке жилья (рисунок 3). Так, например, 1 кв. метр жилья в среднем по Казахстану подорожал на 16%, рост стоимости 1 кв. метра в городах Алматы и Нур-Султан составил 7% и 16% соответственно.

Рисунок 3

**Динамика цен на вторичное жилье в 2015-2021 гг. (в тыс. тенге)**

в тыс. тенге за 1 кв. метр



Источник: данные БНС АСПиР РК

Основной задачей реализации ипотечного кредитования в Казахстане является решение проблемы обеспечения доступности комфортного жилья граждан, поскольку потребность людей в жилье является основным элементом, характеризующим качество жизни.

На основе данных Бюро национальной статистики в таблице 1 приводится расчет доступности приобретения жилья площадью 30 кв. метров. Если принять, что с ежемесячного дохода на текущие расходы будет потрачена лишь минимальная сумма, равная прожиточному минимуму (34 302 тенге согласно Закону № 379-VI Республики Казахстан «О республиканском бюджете на 2021–2023 годы» от 2 декабря 2020 года), при этом стоимость жилья ежегодно будет индексироваться на размер инфляции (принимается средний размер – 7%), то для приобретения жилья площадью 30 кв. метров дольше всего придется копить в городе Шымкенте – 6,7 лет, в городе Туркестане – 5,1 лет, по 5 лет в городах Петропавловск и Кокшетау.

Таблица 1

**Расчет доступности приобретения жилья площадью 30 кв. метров**

Город	Цена за кв. м. в мае 2021 г., тенге	Среднемесячная ном. з/п одного работника в I квартале 2021 года, тенге	З/п за вычетом прожиточного минимума (34 302 тенге), тенге	Квартира площадью 30 кв. м. (по международным стандартам ООН), тенге	Стоимость данной квартиры, включая ср. год. инфляцию 7%, тенге	Период накопления (в годах)
Алматы	390 994	268 463	234 161	11 729 820	12 550 907	4,5
Нур-Султан	428 789	307 546	273 244	12 863 670	13 764 127	4,2
Актау	240 957	344 329	310 027	7 228 710	7 734 720	2,1

Актобе	193 155	196 060	161 758	5 794 650	6 200 276	3,2
Атырау	314 501	405 801	371 499	9 435 030	10 095 482	2,3
Караганда	265 177	220 586	186 284	7 955 310	8 512 182	3,8
Кокшетау	246 473	166 698	132 396	7 394 190	7 911 783	5,0
Костанай	267 347	179 952	145 650	8 020 410	8 581 839	4,9
Кызылорда	164 851	194 678	160 376	4 945 530	5 291 717	2,7
Павлодар	265 097	201 956	167 654	7 952 910	8 509 614	4,2
Петропавловск	249 466	166 698	132 396	7 483 980	8 007 859	<b>5,0</b>
Семей	209 173	213 943	179 641	6 275 190	6 714 453	3,1
Талдыкорган	179 098	188 850	154 548	5 372 940	5 749 046	3,1
Тараз	149 666	176 884	142 582	4 489 980	4 804 279	2,8
Туркестан	274 182	178 479	144 177	8 225 460	8 801 242	<b>5,1</b>
Уральск	200 238	217 998	183 696	6 007 140	6 427 640	2,9
Усть-Каменогорск	269 909	213 943	179 641	8 097 270	8 664 079	4,0
Шымкент	355 782	175 858	141 556	10 673 460	11 420 602	<b>6,7</b>
<b>Казахстан</b>	<b>335 539</b>	<b>230 829</b>	<b>196 527</b>	<b>10 066 170</b>	<b>10 770 802</b>	<b>4,6</b>

Источник: данные БНС АСПиР РК

Рассмотрим развитие ипотечного кредитования с 2015 года, когда в Казахстане начался процесс выдачи ипотечных займов только в национальной валюте и рефинансирования всех ранее выданных валютных ипотечных займов в тенге. Основанием для начала перехода ипотечного кредитования в тенге послужила произошедшая в августе 2015 года резкая девальвация тенге по отношению к доллару США – национальная валюта обесценилась с 188,38 тенге до 255,26 тенге. Обесценение национальной валюты резко сказалось на стоимости жилья в этот период, т.к. в Казахстане существовала сильная зависимость стоимости жилья от курса доллара США. С ростом стоимости жилья в этот момент произошло снижение покупательского спроса на подорожавшие квадратные метры, что сказалось на снижении объемов ипотечного кредитования.

Для стимуляции спроса населения и повышения доступности жилья начиная с 2018 года были запущены новые государственные ипотечные жилищные программы на льготных условиях, такие как «7-20-25», «Баспана хит», «Орда» «Бакытты Отбасы», «5-10-25», «5-20-25», что привело к вытеснению государственными программами существовавших на тот момент всех рыночных программ. Так, например, только на долю АО «Отбасы Банк» (АО «ЖССБК») приходится 56% доли всех выданных ипотечных займов в 2020 году. С учетом ипотечных жилищных программ «7-20-25» и «Баспана хит», совокупная доля государственных программ достигала 90%.

Рисунок 4

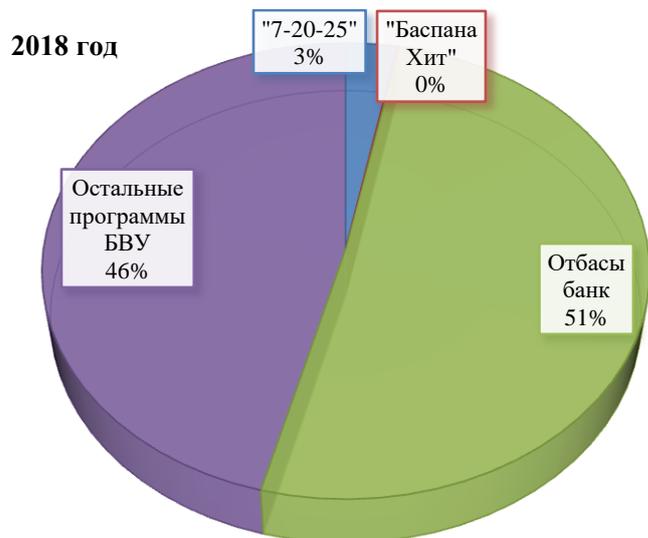


Источник: данные НБРК

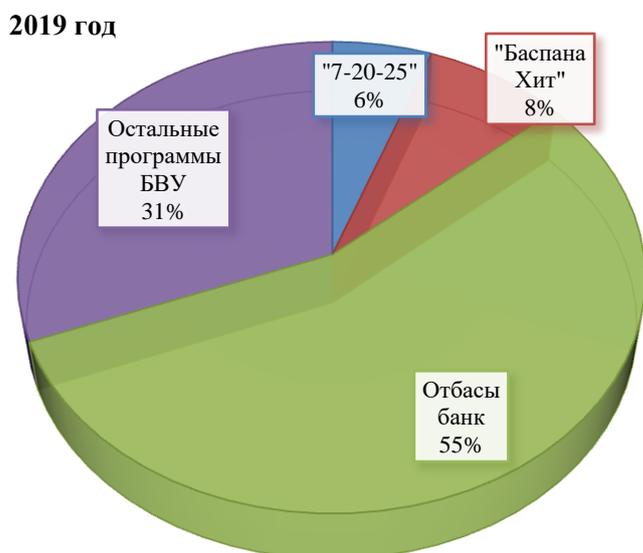
<p>С 2015 года в стране началось снижение выдачи ипотечных займов в иностранной валюте с 15% до 0% в 2020 году благодаря реализации Программы рефинансирования ипотечных жилищных займов, в рамках которой были рефинансированы займы, выданные в иностранной валюте до 1 января 2016 года, по курсу НБРК на 18 августа 2015 года (188,35 тенге за доллар США)</p>	<p>В 2018 году произошел рост объема ипотеки на 35,6% в виду запуска льготных ипотечных жилищных программ: «7-20-25», «Баспана хит», «Орда», «Бакытты Отбасы», «5-10-25», «5-20-25»</p>	<p>Снижение объема ипотечного кредитования в 2021 году связано с тем, что вкладчики решают направить пенсионные деньги для частичного или полного погашения задолженности по ипотечному займу</p>
--	---	---

Рисунок 5

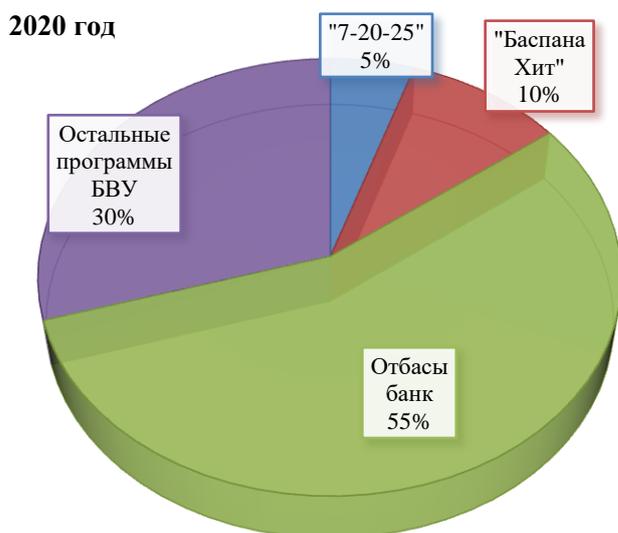
**Динамика объема выдач ипотечных жилищных займов по государственным программам в общем объеме ипотечного кредитования**



В 2018 году объем выдач ипотечных займов по программе «Баспана Хит» составлял всего 2 млрд тенге или 0,1% от совокупного объема всех ипотечных займов. Однако уже в 2020 году этот показатель вырос до 229 млрд тенге, что составило уже 10% в общем объеме ипотечного портфеля.



Сумма выданных займов по программе «7-20-25», в период с 2018 по 2020 годы выросла на 81 млрд тенге, с 39 до 121 млрд тенге, и по результатам 2020 года составила 5% от совокупного объема такого направления займов.



Ввиду своей спецификации и направленности, лидером по объему выдач ипотечных займов остается АО «Жилищный строительный сберегательный банк «Отбасы банк», занимая 55% рынка в 2020 году.

Источник: АО «КФУ» и АО «Отбасы Банк»

На основе вышеизложенного можно сделать следующий вывод: на рынке жилья Казахстана с февраля по апрель 2021 года наблюдался высокий спрос на недвижимость благодаря доступности пенсионных средств на приобретение и улучшение жилищных условий. Однако такое явление имеет кратковременное действие в связи с освоением вкладчиков своих пенсионных накоплений. Вследствие этого на рынке недвижимости уже в мае 2021 года произошло снижение интереса населения к покупке жилья и резко сократились продажи – на 19% по сравнению с апрелем. Таким образом, рынок жилья постепенно может вернуться в прежнее состояние – до запуска программы по снятию пенсионных накоплений на улучшение жилищных условий.

Но фундаментальные причины удорожания цен на недвижимость: повышение курса доллара США, рост себестоимости строительства и материалов – продолжают влиять на рынок жилья. Предполагается, что во втором полугодии 2021 года ситуация с ценами на жилье стабилизируется, и, в случае отсутствия каких-либо резких изменений в экономическом плане в Казахстане и в мире, не исключена корректировка стоимости жилья до показателей уровня цен конца 2020 года. Освоение в 2021 году банками второго уровня выделенных лимитов по программе «Баспана Хит» и завершение в 2023 году ипотечной программы «7-20-25» подтолкнет банки к разработке собственных ипотечных программ, что с учетом стоимости банковских ресурсов повлияет на удорожание ипотечных программ. Таким образом, на рынке произойдет централизация государственных ипотечных жилищных программы в виде только одного АО «Отбасы Банк», через который будут проходить все программы льготного кредитования для приобретения недвижимости в рассрочку или в аренду с последующим выкупом.

#### **Список использованной литературы:**

1. Закон Республики Казахстан от 2 декабря 2020 года № 379-VI «О республиканском бюджете на 2021-2023 годы» [https://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=32245090](https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=32245090).
2. Сабеков С., Рынок жилья: стоит ли ожидать снижения цен в Казахстане [https://www.inform.kz/ru/rynok-zhil-ya-stoit-li-ozhidat-snizheniya-cen-v-kazahstane\\_a3752003](https://www.inform.kz/ru/rynok-zhil-ya-stoit-li-ozhidat-snizheniya-cen-v-kazahstane_a3752003).
3. Серикпаев Д., Снятие пенсионных накоплений на жилье: ждать ли роста цен? [https://forbes.kz//process/property/stanet\\_li\\_vozmojnost\\_iskpolzovaniya\\_pensionnyih\\_nakopleniy\\_trigger\\_om\\_k\\_rostu\\_tsen\\_na\\_jile/](https://forbes.kz//process/property/stanet_li_vozmojnost_iskpolzovaniya_pensionnyih_nakopleniy_trigger_om_k_rostu_tsen_na_jile/).
4. Куатова Д., Цены на жилье: что будет дальше? <https://inbusiness.kz/ru/news/ceny-na-zhile-что-budet-dalshe>.
5. Статистика Национального Банка Республики Казахстан <https://www.nationalbank.kz/ru/news/ipotechnoe-kreditovanie-naseleniya-bankami/rubrics/1654>.
6. Аудиторский отчет по финансовой отчетности АО "Жилищный строительный сберегательный банк "Отбасы банк" <https://kase.kz/ru/issuers/JSBN/y2020g3>.