

ISSN 2709-2496

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ

Национального Банка Республики Казахстан

№ 1, 2024



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ

Национального Банка Республики Казахстан

Издатель: Национальный Банк Республики Казахстан

Редакционная коллегия издания

Главный редактор:

Тутушкин В. А., Заместитель Председателя НБРК

Заместитель главного редактора:

Баймагамбетов А. М., Заместитель Председателя НБРК

Агамбаева С. Б.

Департамент – Центр исследований и аналитики НБРК

Джусангалиева К. Е.

Департамент – Центр исследований и аналитики НБРК

Ответственный за выпуск:

Есафьева А. В., Департамент – Центр исследований и аналитики НБРК

Редакционный совет издания

Аханов С. А.

д.э.н., профессор, Университет Туран, Советник Председателя Совета Ассоциации финансистов Казахстана

Нүрсейіт Н. А.

д.э.н., Казахстанско-Немецкий университет

Дамитов К. К.

к.э.н., Советник Президента Алматы Менеджмент Университет

Попов С. В.

PhD in Economics, Кардиффский Университет, Великобритания

Шукаев М.

PhD in Economics, Университет Альберты, Канада

Ыбраев Ж. Ж.

Ph.D in Economics, Департамент финансовой стабильности и исследований НБРК

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, 2024

СОДЕРЖАНИЕ

Механизмы совершенствования бюджетных правил и пути обеспечения их соблюдения <i>Ханет А. Б., Жакупова М. М.</i>	4
Перспективы развития страхового аннуитета и отрасли life-insurance <i>Конурбаева Н. А., Байгожина И. С., Джусангалиева К. Е.</i>	19
Институт первичных дилеров на рынке государственного долга. Особенности функционирования и перспективы внедрения на рынке государственных ценных бумаг Республики Казахстан <i>Рыскелдиева А. Т.</i>	35

Механизмы совершенствования бюджетных правил и пути обеспечения их соблюдения

Ханет А. Б. – ведущий специалист-аналитик управления экономических исследований Департамента – Центра исследований и аналитики Национального Банка Республики Казахстан

Жакупова М. М. – начальник управления экономических исследований Департамента – Центра исследований и аналитики Национального Банка Республики Казахстан

В статье рассматривается понятие бюджетных правил в широком смысле, представлен международный обзор механизма внедрения и реализации бюджетных правил, эффективные способы обеспечения их соблюдения для поддержания устойчивости государственных финансов. Также анализируется опыт Казахстана во внедрении бюджетных правил, выявлены проблемы, и даны рекомендации для улучшения бюджетных правил в Казахстане, в частности, в отношении соблюдения фискальной дисциплины, улучшения механизмов мониторинга и контроля за соблюдением правил, внедрения ответственности за нарушение правил, повышения прозрачности бюджетной политики. Реализация данных рекомендаций может способствовать повышению эффективности бюджетных правил в Казахстане.

Ключевые слова: бюджетные правила, процикличность, государственный долг, структурный баланс, нефтяной дефицит, суверенные фонды.

Классификация JEL: H30, H61, H63, H69.

1. Введение

В настоящее время многие страны сталкиваются с проблемой бюджетного дефицита, что может вызвать увеличение государственного долга, рост инфляции и другие негативные последствия. Следовательно, обеспечение фискальной дисциплины становится ключевой задачей для устойчивого экономического роста и благополучия. В свете последних неожиданных событий и новых потрясений, вызванных различными факторами, такими как спад деловой активности в связи с пандемией, сырьевыми циклами и геополитическими шоками, достижение фискальной дисциплины представляет собой нетривиальную задачу. При увеличении дефицита бюджета требуется принятие мер для обеспечения устойчивости государственных финансов. Многие страны в ответ на проблему роста дефицита внедряют бюджетные правила. Этот тренд отражается в увеличении числа стран, использующих бюджетные правила, а также в росте числа исследований, посвященных этому вопросу.

Исследования о разработке и внедрении бюджетных правил ведутся уже давно, однако до сих пор нет единого мнения об их влиянии на экономику. Основной интерес исследователей фокусируется на влиянии бюджетных правил на волатильность и процикличность бюджетного баланса. Несмотря на отсутствие единого мнения, в последние годы в мире наблюдается тенденция роста количества стран, вводящих бюджетные правила на законодательном уровне для увеличения бюджетной ответственности. Этот механизм призван повысить бюджетную дисциплину и эффективность экономической политики. В частности, такие механизмы способствуют повышению прозрачности бюджетно-налоговой сферы, что позволяет гражданам и инвесторам лучше понимать фискальное положение страны. Это, в свою очередь, может при необходимости способствовать безболезненной реализации бюджетной консолидации, поскольку повышает доверие к правительству и его экономической политике.

Цель данной статьи заключается в рассмотрении исторического развития механизма внедрения и реализации бюджетных правил, анализе мировой практики и опыта Казахстана в этой области, выявлении проблем и недостатков, а также в выработке рекомендаций для эффективного соблюдения формально внедренных бюджетных правил в стране.

2. Литературный обзор и теоретические основы

Концепция бюджетных правил как инструмент регулирования государственных финансов имеет долгую историю, уходящую корнями в древние времена. В IV веке до н.э. древнегреческий философ Аристотель в своих трудах выделял важность обеспечения сбалансированного бюджета и предостерегал от увеличения государственного долга. Несмотря на отсутствие формального статуса, данная идея Аристотеля стала отправной точкой для дальнейшего развития и усовершенствования концепции бюджетных правил.

В XVIII веке шотландский мыслитель Дэвид Юм критиковал практику финансирования дефицита бюджета, акцентируя внимание на потенциальных рисках инфляции и угрозе подрыва доверия общества к правительству. Он выступал за фискальный консерватизм, выделяя необходимость правительств «жить по средствам» и избегать накопления чрезмерного долга.

В период «Золотого стандарта» фискальные принципы были более формализованы, так как сохранение стабильности валюты требовало от правительств соблюдения строгих фискальных ограничений. Правительства должны были избегать роста дефицита бюджета, чтобы это не привело к уменьшению золотых запасов и обесценению валюты, а также избегать роста государственного долга, чтобы это не ограничивало их способность обменивать валюту на золото.

После окончания Второй мировой войны мировая экономика столкнулась с новыми вызовами, и многие страны отказались от принципа Золотого стандарта. В эту эпоху преобладали идеи Дж. М. Кейнса, который поддерживал расширение роли государства в экономике и экспансионистскую фискальную политику. В результате кейнсианских мер бюджетные правила стали более гибкими и ориентированными на цели стимулирования экономического роста и полной занятости. 1960-е годы были относительно стабильными, что характеризовалось соблюдением неявного бюджетного правила, наложенного существующим монетарным режимом (Laidler & David, 1985). В 1970-е годы наступил кризис, вызванный сочетанием двух факторов: кейнсианской экономической политикой и нефтяным кризисом, что в итоге привело к бурному росту цен. После распада Бреттон-Вудской системы в странах с развитой экономикой наблюдалось расширение бюджетных дисбалансов. Сильный рост государственных расходов не сопровождался соразмерным улучшением показателей доходов; наоборот, налоговые поступления снижались из-за замедления экономической активности. В результате в этих странах рост бюджетного дефицита и долговой нагрузки наблюдался в течение длительного периода времени, и правительствам развитых стран рекомендовалось применять меры для снижения дефицита и долговой нагрузки с помощью сокращения государственных расходов и внедрения бюджетных правил (Masson & Mussa, 1995). В 1980-х годах общие руководящие принципы бюджетных правил действовали в девяти странах, в том числе в четырех странах с развитой экономикой (Davoodi et al., 2022).

В начале 1990-х годов рост интереса к бюджетным правилам был вызван заключением Маастрихтского договора, устанавливающего критерии долга и дефицита бюджета для присоединения к Европейскому союзу. Это обусловлено эффективностью механизма бюджетных правил в условиях союзных коалиций, поскольку он ограничивает бюджетное расточительство и обеспечивает достаточную фискальную дисциплину (Gaspar & Amaglobeli, 2019).

В таких условиях наднациональные бюджетные правила принимаются дополнительно к национальным и имеют обязательный характер для всех стран – членов

этих организаций (Budina et al., 2012). По состоянию на конец 2021 года наднациональные бюджетные правила действовали в 53 странах (Davoodi et al., 2022).

Эпизоды глобальных кризисов служат толчком к развитию, внедрению или отмене бюджетных правил. Так, после кризиса 1998 года бюджетные правила стали активно внедряться в развивающихся странах с целью реформирования бюджетной политики. Вследствие мирового кризиса 2008 года и снижения цен на сырьевые товары в 2014-2015 годах многие страны начали пересматривать свои бюджетные правила. В 2020 году дефицит бюджета в 90% стран превысил пределы бюджетных правил. Это произошло из-за необходимости увеличения государственных расходов на поддержку экономики и населения в условиях пандемии COVID-19 (Davoodi et al., 2022).

По данным МВФ к концу 2022 года количество стран, явно или неявно применяющих бюджетные правила, выросло до 105, из них 35 стран с развитой экономикой и 70 стран с развивающейся экономикой (Davoodi et al., 2022).

Таким образом, несмотря на ранние упоминания о бюджетных правилах, основные тенденции в их развитии наблюдались после 1990-х годов, когда развитые страны начали расширять применение правил и с течением времени улучшали механизм их реализации, придавали им гибкость в зависимости от ситуации, усилили мониторинг соблюдения правил.

Одним из первых научных исследований, в котором было предложено формальное определение бюджетных правил, является работа Alesina и Perotti (1995). Авторы определяют бюджетное правило как формальные или квазиформальные ограничения, которые накладываются на фискальные решения правительства для обеспечения долгосрочной устойчивости бюджета и предотвращения неудовлетворительных результатов в области государственных финансов. В более поздних исследовательских работах термин «бюджетное правило» принимает более четкие грани: набор правил, ограничений и принципов, устанавливаемых для управления налогово-бюджетной политикой и финансированием государственного бюджета в целях обеспечения стабильности, устойчивости и эффективного управления государственными финансами. Правила могут различаться в зависимости от конкретных экономических условий, политической конъюнктуры и стратегических целей государства. Так, во времена экономических спадов (например, Бельгия в 2000 году) или при смене политических режимов (например, Великобритания в 2002 году, Канада в 2005 году) правила ослабляли или отменяли.

С точки зрения терминологии бюджетное правило может называться по-разному, в зависимости от страны. Например, в Нидерландах оно называется бюджетной нормой, в Европейском союзе – эталонной стоимостью, в Индонезии – руководящим принципом, а в Новой Зеландии – принципом. Термин «правило» редко используется в законодательных целях, поскольку он может восприниматься как жесткие ограничения, которые трудно соблюдать.

По критерию объекта регулирования бюджетные правила делятся на два типа: правила по заимствованию, которые регулируют объем государственных заимствований, и правила резерва, которые регулируют объем государственных резервов (Kopits & Symansky, 1998).

Правила ограничения заимствования:

1. Запрет на государственные заимствования из внутренних источников. Этот тип правил запрещает правительству занимать деньги у своих граждан или компаний и может быть эффективным способом сдерживания роста долга, но также может ограничить способность правительства финансировать важные расходы, такие как образование, здравоохранение и инфраструктура.

2. Запрет на государственные займы у центрального банка. Этот тип правил запрещает правительству занимать деньги у центрального банка и способствует

предотвращению инфляции, но также может ограничить способность правительства финансировать дефицит бюджета.

3. Ограничение государственных заимствований с установлением лимита на их долю в доходах или расходах. Этот тип правил ограничивает сумму государственных заимствований в процентах от прошлых доходов или расходов и позволяет контролировать рост долга, но также может ограничить способность правительства финансировать важные расходы в периоды экономического спада. Примером таких правил могут служить: ограничение объема долга правительства размером золотовалютных резервов, ограничение расходов на обслуживание и погашение правительственного долга в размере 15% от доходов государственного бюджета и другие.

Правило сохранения резерва – установление целевого объема резервов внебюджетных резервных фондов (таких как фонды социального страхования, фонды национального благосостояния и т.д.). Это правило требует от правительства поддерживать определенный уровень резервов во внебюджетных резервных фондах для того, чтобы гарантировать, что они смогут продолжать выплачивать пособия в будущем. Примером таких правил может служить чилийское бюджетное правило, согласно которому правительство страны ежегодно должно генерировать первичный профицит с целью обеспечения накоплениями суверенные фонды благосостояния, которые будут обеспечивать финансирование расходов на социальное обеспечение, когда ресурсы меди иссякнут.

Бюджетные правила по бюджетным показателям делятся на четыре типа (Budina et al., 2012): правила ограничения долга, правила ограничения дефицита бюджета, правила ограничения расходов, правила ограничения доходов (рисунок 1).

Рисунок 1

Типы бюджетных правил и количество стран, внедривших определенный тип правила



Источник: МВФ

В отчете МВФ «Fiscal Rules and Fiscal Councils. Recent Trends and Performance during the COVID-19 Pandemic» (2022) отмечено, что около 70% стран, в которых действуют бюджетные правила, имеют правило ограничения долга в сочетании с операционными ограничениями на совокупные показатели годового бюджета. Правила ограничения долга особенно распространены в развивающихся странах, их ввели более 80% стран. Правила ограничения расходов становятся все более популярными и часто устанавливаются в качестве потолка годового роста расходов. Правила о доходах применяются реже, что отчасти отражает тот факт, что правительства имеют меньший контроль над годовыми доходами. Около $\frac{3}{4}$ стран с развитой экономикой имеют правила ограничения расходов, тогда как лишь менее трети стран с формирующимся рынком и развивающихся стран приняли правила расходов (Бразилия, Монголия, Парагвай и др.).

В странах, где добыча и экспорт сырья являются ключевыми отраслями, бюджетные правила характеризуются рядом особенностей. При их разработке страны в первую очередь стремятся к достижению двух целей: равномерному потреблению ресурсного богатства и утверждению цены отсечения. Правило структурного бюджетного баланса в наибольшей степени соответствует указанным целям. Оно исходит из гипотезы перманентного дохода, которая предполагает, что потребление домохозяйств зависит от их долгосрочных доходов, а не от текущих. Равномерность потребления оценочного объема ресурсов защищает бюджетную политику от циклических колебаний. Несырьевой дефицит бюджета может быть покрыт фиксированными трансфертами из уже накопленного резерва от продажи природных ресурсов или частью текущих доходов от продажи природных ресурсов. Практическая реализация правила структурного бюджетного баланса сводится к ключевой задаче – нахождению долгосрочной (равновесной) цены ресурса (Скрыпник, 2016). Примером таких правил является чилийское правило, согласно которому структурный бюджетный дефицит должен составлять не более 1% ВВП. При этом структурный бюджетный дефицит рассчитывается на основе ожидаемых структурных доходов, то есть доходов от сырьевого сектора при долгосрочной их цене.

Любой из четырех типов бюджетных правил так или иначе касается различных параметров бюджета. Выбор конкретного типа бюджетных правил может различаться в зависимости от конкретных обстоятельств страны и причины их внедрения.

Основным аргументом для установления правил налогово-бюджетной политики является обеспечение макроэкономической стабильности. В некоторых странах Западной Европы и в Японии правила о бюджетном балансе были введены, прежде всего, для поддержки стабилизации экономики в послевоенные годы. Ограничения на государственные заимствования из всех источников (как, например, в Индонезии), особенно из центрального банка, рассматривались как способ поддержания стабильности, устранения основного источника создания денежной базы и, следовательно, инфляционного давления (Korits & Symansky, 1998). В Коста-Рике правило сбалансированного бюджета было предложено с целью устранения дефицита, вызванного избирательным циклом. В Новой Зеландии и Швейцарии бюджетные правила были введены чтобы закрепить результаты предыдущих усилий по сокращению дефицита бюджета и предотвратить рост государственного долга в будущем, к примеру, вызванный старением населения.

В литературе есть несколько исследований, идентифицирующих институциональные и экономические факторы, объясняющие, почему страны внедряют фискальные правила. Elbadawi, Schmidt-Hebbel & Soto (2015) в исследовании, проведенном по 89 странам за период с 1975 по 2008 годы, выделяют пять категорий потенциальных факторов, определяющих выбор бюджетных правил:

- политические и институциональные факторы;
- условия налогово-бюджетной политики;
- монетарные и валютные режимы;
- формы развития финансового рынка;

– общий уровень развития страны.

По мнению авторов, страны, применяющие режим инфляционного таргетирования, и – в меньшей степени – страны с режимом фиксированного обменного курса имеют более сильный стимул для принятия бюджетных правил. Вторым и наиболее важным выводом была абсолютная значимость всех выделенных политических и институциональных переменных, определяющих бюджетные правила: демократия, федерализм, система сдержек и противовесов, политическая стабильность.

В исследовании Combes et al. (2014) анализируется влияние инфляционного таргетирования и бюджетных правил на фискальную позицию и инфляцию в 152 странах, включая развитые и развивающиеся экономики, за период с 1990 по 2009 годы. Авторы пришли к выводу, что инфляционное таргетирование и бюджетные правила способствуют улучшению фискального поведения страны и снижению среднего уровня инфляции, когда они применяются в сочетании друг с другом, нежели по отдельности. При этом последовательность их внедрения также имеет значение. Страны, которые внедрили бюджетные правила до введения режима инфляционного таргетирования, добились лучших результатов в обеспечении макроэкономической стабильности.

Areti et al. (2023) в своем исследовании, проведенном на основе панельных данных 57 стран, богатых природными ресурсами, за период с 1976 по 2021 годы, находят подтверждение гипотезе о том, что бюджетные правила снижают процикличность государственных расходов. Однако эффективность влияния бюджетных правил на фискальную дисциплину зависит от их типа. Наиболее эффективными являются бюджетные правила, основанные на ограничениях расходов или дефицита бюджета. Авторы также отмечают, что эффективность бюджетных правил зависит от их качества, то есть они должны быть четко прописаны и иметь четкие механизмы мониторинга и санкций при несоблюдении.

3. Международная практика внедрения и применения бюджетных правил

В мировой практике механизм внедрения и закрепления бюджетных правил довольно разнообразен. Так, бюджетные правила могут быть закреплены в конституции, законе, постановлении, политических руководящих принципах или международном договоре. В Германии правило сбалансированного бюджета закреплено в конституции и подтверждено в законах о бюджете. Бюджетные правила, предложенные в Коста-Рике, Швейцарии и США, также требуют принятия конституционной поправки. В большинстве штатов США, в которых действуют бюджетные правила, есть конституционные требования по сбалансированию бюджета, одобренные на референдуме штата. В других штатах бюджетные правила основаны на законодательстве, принятом на уровне штата. В Индонезии бюджетное правило является политическим обязательством, но не имеет юридической силы, и министерство финансов придерживается этого правила при составлении и исполнении бюджета.

Вне зависимости от формы закрепления бюджетных правил, разработка и успешная их реализация требуют от правительства высокой степени эффективности и профессиональной квалификации. В противном случае данный инструмент может оказаться малоэффективным (Скрыпник, 2017).

Другой альтернативой обеспечения эффективной реализации бюджетных правил может быть создание независимых фискальных институтов, таких как национальные советы, финансовые советы и др. (V.Eichengreen et al., 1999).

Фискальный или финансовый совет – это орган, который консультирует правительство по вопросам налогово-бюджетной политики. Его полномочия могут быть разными: от предоставления рекомендаций до принятия решений. В последние годы все чаще встречаются советы с формальными консультативными функциями.

Международная практика показывает, что в зависимости от конкретных обстоятельств и традиций конкретной страны бюджетные правила могут эффективно

обеспечиваться даже организацией, близкой к правительству или входящей в его состав. Тем не менее определенная степень независимости надзорного органа желательна для обеспечения соблюдения правил. Кроме того, чем сложнее набор правил, тем выше потребность в технически компетентном надзорном органе. Например, для повышения дисциплины выполнения правил во многих странах ЕС создаются специализированные фискальные советы. Концентрация усилий на повышении дисциплины выполнения правил является общей тенденцией, которая, однако, сопровождается попытками сделать их более гибкими (Скрыпник, 2017).

В течение последних десяти лет число финансовых советов выросло вдвое. Многие из них были созданы для мониторинга новых бюджетных правил или в ответ на внешнее давление после крупных потрясений. Пандемия стала серьезным испытанием для основанных на правилах бюджетно-налоговых систем. В результате повсеместно были активированы положения об освобождении от обязательств, которые позволили временно приостановить действие ограничений в рамках налогово-бюджетной системы. Это обеспечило гибкость в предоставлении чрезвычайной финансовой поддержки домохозяйствам и фирмам (Davoodi et al., 2022).

В современной литературе имеются ряд исследований, подтверждающих пользу грамотно реализованных бюджетных правил. Так, Caselli и Reynaud (2018) в своем исследовании, охватывающем обширный набор данных более чем 140 стран за период с 1985 по 2015 годы, демонстрируют, что в среднем дефицит бюджета страны составлял 2,1% от ВВП при отсутствии бюджетных правил, и с 1,7% от ВВП при их наличии.

Céspedes и Velasco (2013) исследовали проведение фискальной политики в 32 богатых природными ресурсами странах в периоды экономического роста и спада. Авторы обнаружили, что фискальная политика во время бума цен на сырьевые товары в 2000-е годы, в отличие от бума 1970-х годах, особенно в Латинской Америке и на Ближнем Востоке, была в целом более контрциклической. Этому способствовали такие факторы, как улучшение институциональной среды, применение бюджетных правил и изменение валютного режима.

Механизм реализации бюджетных правил для стран – экспортеров сырьевых ресурсов тесно связан с концепцией суверенных фондов. Исследователи обнаружили, что в странах, имеющих суверенные (стабилизационные) фонды, бюджетная политика гораздо менее подвержена циклическим колебаниям (Youssef et al., 2018). Бюджетное правило позволяет странам – экспортерам природных ресурсов сглаживать колебания экономики, вызванные изменениями цен на сырьевые ресурсы, и снижает волатильность макроэкономических показателей, делая экономику более устойчивой. В этой связи особый интерес представляет опыт Чили, Норвегии и России.

Опыт Чили. Чили была одной из первых стран, которая внедрила бюджетное правило вслед за тем, как правительство страны добилось значительного сокращения государственного долга с 165% ВВП в 1985 году до 20% ВВП в 2000 году. Чили внедрила неформальное бюджетное правило в 2001 году, которое было официально закреплено в законе лишь в 2006 году (Закон о финансовой ответственности). Согласно этому закону, циклически скорректированный первичный бюджетный баланс должен составлять профицит в размере 1% ВВП, а с 2010 года структурный бюджетный дефицит должен составлять не более 1% ВВП. При этом структурный бюджетный дефицит рассчитывается на основе ожидаемых структурных доходов, то есть доходов от сырьевого сектора при долгосрочной их цене. Чили использует бюджетное правило, основанное на структурном фискальном балансе, чтобы смягчить последствия колебаний цен на медь, которая является основной экспортной позицией страны.

Автономный фискальный совет (до 2019 года – Фискальный консультативный совет) отвечает за предоставление правительству Чили прогнозов ВВП и долгосрочной цены на медь, которые используются для расчета бюджетных расходов. Чилийское бюджетное правило требует, чтобы правительство страны ежегодно генерировало первичный

профицит с целью обеспечения накоплениями суверенные фонды благосостояния, которые будут обеспечивать финансирование расходов на социальное обеспечение, когда ресурсы меди иссякнут (Wyplosz, 2011).

В Чили созданы 2 суверенных фонда: Фонд экономической и социальной стабилизации и Пенсионный резервный фонд. Их главная задача – сбережение и стабилизация. Во время пандемии COVID-2019 Чили использовала Фонд экономической и социальной стабилизации для оказания быстрой поддержки населению по трем направлениям: увеличение финансирования системы здравоохранения, реализация мер защиты работников от потери доходов и поддержку малых и средних предприятий через льготные налоговые меры. Такие обширные меры поддержки привели к нарушению бюджетных и монетарных правил так же, как и в некоторых других странах.

В 2022 году был создан третий фонд – для финансирования расходов, связанных со стихийными бедствиями.

В целом сравнительно успешный чилийский опыт внедрения и реализации бюджетных правил до 2020 года, по мнению Wyplosz (2011), Fuentes et al. (2021), можно связать с несколькими факторами:

1) закрепление правил на законодательном уровне, что вместе с сильными институциональными и экономическими основами способствовало устойчивости экономики;

2) наличие независимого финансового совета, который принимает участие в процессе составления бюджета, что помогает обеспечить сбалансированность расходов с учетом экономических циклов;

3) прозрачность процесса составления бюджета, которая обеспечивается публикациями расчетов циклически скорректированного бюджета и подробными разъяснениями для общественности.

Опыт Норвегии. Норвежская экономика во многом зависит от экспорта нефти и газа. Нефтегазовая отрасль находится под государственным контролем и обеспечивает большую часть доходов страны. Для сохранения доходов от добычи нефти и газа для будущих поколений в 1990 году в Норвегии был создан Государственный нефтяной фонд, который в 2006 году был преобразован в Государственный пенсионный фонд. Фонд начал наполняться в 1996 году и с периода пандемии 2020 года финансирует почти 20% бюджетных расходов. Согласно Закону о государственном пенсионном фонде, который регламентирует порядок использования средств фонда, трансферты из фонда могут быть переведены в государственный бюджет только после решения парламента.

В 2001 году в Норвегии было введено бюджетное правило с целью правильного распределения нефтяных доходов в соответствии с их ожидаемой доходностью. Руководящими принципами бюджетного правила являются:

1) правило ограничения дефицита бюджета, которое определяет, что в долгосрочной перспективе ненефтяной дефицит бюджета должен приближаться к ожидаемому среднему значению доходности активов фонда (оценочный показатель составляет 3% от величины его активов); при этом дефицит бюджета рассчитывается на основе структурного фискального баланса;

2) правило резерва, согласно которому бюджетные показатели должны способствовать поддержанию реальной стоимости фонда на благо нынешнего и будущих поколений. Особое внимание должно уделяться сглаживанию колебаний в экономике для обеспечения разумного использования мощностей и низкого уровня безработицы (Report to the Storting (white paper) The National Budget, 2023).

Опыт Норвегии часто рассматривается как успешный пример внедрения механизма бюджетных правил в целях эффективного управления доходами от сырьевых ресурсов и обеспечения макроэкономической стабильности. Так, ключевыми факторами успеха норвежского бюджетного правила являются (Official Norwegian Reports NOU, 2015):

1) фискальная дисциплина. Средний показатель дефицита бюджета Норвегии в допандемийный период не превышал установленные пределы, более того, для финансирования дефицита бюджета правительство использует не доходы от нефтяного сектора, а ожидаемую реальную доходность от активов фонда. Это делает налогово-бюджетную политику дисциплинированной и устойчивой к внешним шокам;

2) стабильность бюджетных правил. С 2001 года правила не претерпели значительных изменений, однако при введении бюджетных правил ожидаемая реальная доходность фонда была установлена на уровне 4%, а с весны 2017 года оценка была снижена до 3%;

3) правильная калибровка. Верхний предел правила структурного дефицита в Норвегии настроен таким образом, чтобы обеспечить как долгосрочную финансовую устойчивость, так и справедливость между поколениями в использовании доходов от природных ресурсов (Eugaud et al., 2018);

4) прозрачность. Парламент Норвегии организывает публичные слушания по вопросу утверждения годового бюджета, а также проводит обсуждения, связанные с аудиторским отчетом бюджета. Широкий круг заинтересованных сторон имеет возможность влиять на приоритеты и направления проверки использования государственных средств. Ключевые бюджетные документы доступны общественности онлайн. По индексу открытости бюджета Норвегия имеет 81 балл из 100 (данные за 2021 год) и несколько лет подряд входит в топ лидирующих стран с высокими показателями транспарентности бюджета¹.

Опыт России. В конце 2003 года в России были приняты бюджетные правила, которые также стали основой для создания Стабилизационного фонда. Правила предусматривали, что при превышении базовой цены на нефть марки «Urals» в размере 20 долларов за баррель, дополнительные доходы от экспорта нефти и газа должны направляться в Стабилизационный фонд. Однако за последние два десятилетия бюджетные правила в России претерпели ряд изменений. Они стали более гибкими и учитывающими текущую ситуацию на рынке нефти и направлены на постепенное снижение ненефтегазового дефицита бюджета и зависимости от нефтегазовых доходов.

С 2017 года в России действует бюджетное правило, закрепленное в Федеральном Законе РФ от 29 июля 2017 года № 262-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации в части использования нефтегазовых доходов федерального бюджета». Согласно правилу, предельный объем расходов федерального бюджета определяется как сумма:

– базового объема нефтегазовых доходов, рассчитанного при базовой цене на нефть и газ и прогнозном обменном курсе рубля; этот объем представляет собой ожидаемые доходы бюджета от экспорта нефти и газа;

– объема ненефтегазовых доходов, рассчитанного при подготовке закона о бюджете; этот объем представляет собой ожидаемые доходы бюджета от других источников, таких как налоги, сборы и пошлины;

– расходов на обслуживание государственного долга; этот объем представляет собой расходы бюджета на выплату процентов по государственным облигациям.

Базовая цена на нефть – это среднегодовая цена на нефть в размере 40 долларов США за один баррель в ценах 2017 года, подлежащая ежегодной индексации на 2% начиная с 2018 года (Евразийская экономическая политика, 2020).

Эффективность бюджетного правила в России зависит от того, насколько низка базовая цена нефти. По мнению Власова и Хажгериевой (2022), в текущей версии бюджетного правила базовая цена нефти на уровне 40 долларов за баррель является консервативной, поскольку она ниже цены прибыльности маргинальных производителей нефти, которыми считаются сланцевые компании США. Такая консервативная цена

¹ www.internationalbudget.org/open-budget-survey

способствовала накоплению средств в Фонде национального благосостояния и обеспечила устойчивость государственных расходов при низких ценах на нефть.

В России механизм сглаживания нефтяных и газовых доходов, основанный на базовой цене нефти, перестал работать после февраля 2022 года. В июле 2022 года Минфин России предложил модифицировать бюджетное правило и повысить цену отсечения до 60 долларов за баррель при расчете базовых нефтегазовых доходов, а также зафиксировать объем добычи на уровне 9,5 млн барр/сутки². Данное предложение вызвало споры среди экспертов, которые считают, что новое бюджетное правило будет способствовать волатильности основных макроэкономических показателей, в частности ВВП, и сузит возможности для проведения контрциклической политики.

В целом российский опыт применения бюджетных правил и создание суверенных фондов позволяли до 2022 года сглаживать колебания экономики и создавали условия для проведения контрциклической бюджетной политики (Власов & Хажгериева, 2022; Андреев, 2022). Вместе с тем в настоящее время в условиях отсутствия возможности накапливать внешние активы прежние бюджетные правила оказались неработоспособны, и в будущем, возможно, будут разработаны и внедрены новые бюджетные правила, к примеру, правила сбережения нефтегазовых доходов внутри страны с одновременным использованием долгового рынка для сглаживания доходов бюджета (Андреев, 2022).

4. Механизм внедрения бюджетных правил в Казахстане

Казахстан, как и многие другие развивающиеся нефтедобывающие страны, имеет проциклическую фискальную политику и подвержен «голландской болезни». Это связано с тем, что доходы от нефти составляют значительную часть государственного бюджета РК. Так, за период с 2018 по 2022 годы доля доходов от нефти в государственном бюджете составляла в среднем 34%. В связи с этим для Казахстана бюджетные правила являются важным инструментом фискальной политики, который устраняет макроэкономическую волатильность, а также риски и последствия «голландской болезни» путем накопления в «хорошие» времена и наращивания государственных расходов на развитие ненефтяных секторов экономики во времена кризиса.

В 2000 году в Казахстане была проведена важная реформа бюджетной системы, направленная на снижение зависимости экономики от нефтяных доходов и обеспечение устойчивости развития страны в долгосрочной перспективе. В рамках этой реформы был создан Национальный фонд Республики Казахстан (НФ), который аккумулирует нефтяные доходы страны³. Ключевыми функциями НФ являются стабилизационная и сберегательная. Для выполнения сберегательной функции устанавливается неснижаемый остаток в НФ, а для реализации стабилизационной функции предполагается выделение гарантированного трансферта в республиканский бюджет.

Таким образом, основы механизма внедрения бюджетных правил в Казахстане были заложены в 2001 году, когда сверхплановые налоговые и иные обязательные платежи от организаций сырьевого сектора начали направляться не в бюджет, а в НФ. Однако более четкая формулировка о поступлениях и выводе средств из НФ была оформлена в 2005 году в первой Концепции формирования и использования средств НФ на среднесрочную перспективу⁴. В этой Концепции впервые упомянуты такие понятия как ненефтяной дефицит, базовая цена на нефть, гарантированный и целевой трансферт из НФ. Гарантированный трансферт из НФ в бюджет ограничивался одной третью части активов НФ на конец года, предшествующего году разработки республиканского бюджета. Главной проблемой был механизм определения базовой цены на нефть при планировании республиканского бюджета.

² <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2022/07/18/931917-minfin-zakupat-valyutu>

³ Указ Президента Республики Казахстан от 23 августа 2000 года N 402.

⁴ Указ Президента Республики Казахстан от 1 сентября 2005 года № 1641.

В 2010 году во второй Концепции⁵ определены новые подходы к формированию и использованию средств НФ. Основными нововведениями были фиксирование гарантированного трансферта в размере 8 млрд долларов США в год, запрещение иных расходов, в том числе и целевых, а также запрет на приобретение ценных бумаг, кредитование и использование государственных и квазигосударственных активов в качестве обеспечения, установление неснижаемого остатка НФ в размере 20% от прогнозного значения ВВП на конец соответствующего финансового года. Определение «базовой цены на нефть» было исключено из Концепции. Вместе с тем начали формироваться первые «явные» бюджетные правила по ограничению расходов на обслуживание долга и ограничение нефтегазового дефицита:

- ежегодные расходы на обслуживание правительственного долга не должны превышать ежегодный условный фиксированный инвестиционный доход НФ в 4,5%;
- расходы на обслуживание и погашение правительственного долга в среднем за десятилетний период не должны превышать 15% от поступлений в бюджет, включающий трансферт из НФ;
- нефтегазовый дефицит должен составлять не более 3% к ВВП к 2020 году.

Третья версия Концепции⁶ была принята в 2016 году, в которую в дальнейшем несколько раз вносились поправки. Основными бюджетными правилами, закрепленными в третьей Концепции, были:

- постепенное снижение гарантированного трансферта из НФ;
- определение целей, на которые будут выделяться целевые трансферты по решению Президента (антикризисные программы в периоды спада экономики или замедления темпов роста экономики, некупаемые социально-значимые проекты национального масштаба, стратегически важные инфраструктурные проекты при отсутствии альтернативных источников их финансирования);
- установление цены «отсечения» нефти 40 долларов за баррель;
- постепенное снижение уровня нефтегазового дефицита к 2025 году до 6,0% к ВВП;
- ограничение по использованию НФ: неснижаемый остаток в размере 30% от прогнозного значения ВВП на конец соответствующего года;
- расходы на обслуживание и погашение правительственного долга не должны превышать 15% от доходов республиканского бюджета, включая трансферты из НФ;
- объем долга Правительства и внешнего долга субъектов квазигосударственного сектора не должен превышать общий размер валютных активов НФ.

По мнению Ybraev и др. (2022), бюджетные правила, которые содержала Концепция до 2020 года, хоть и были полезны для целей подотчетности, однако их структура не способствовала долгосрочному экономическому росту и структурной трансформации экономики. Бюджетные правила, которые действительно имеют контрциклический характер, были введены в третью Концепцию в декабре 2020 года. К ним относятся: установление цены отсечения, которая представляет собой консервативную цену, позволяющую предотвратить излишние изъятия из НФ, и установление уровня нефтегазового дефицита (Ybraev et al., 2022).

В сентябре 2022 года принята новая Концепция управления государственными финансами Республики Казахстан до 2030 года⁷, которая определяет набор основных и вспомогательных бюджетных правил, направленных на обеспечение устойчивости бюджета и снижение волатильности фискальной политики. Основные бюджетные правила включают:

- 1) правило о гарантированном трансферте: гарантированный трансферт не должен превышать объем поступлений в НФ от организаций нефтегазового сектора, прогнозируемых при цене на нефть (цена «отсечения»); цена «отсечения» будет корректироваться на рост

⁵ Указ Президента Республики Казахстан от 2 апреля 2010 года № 962.

⁶ Указ Президента Республики Казахстан от 8 декабря 2016 года № 385.

⁷ Указ Президента Республики Казахстан от 10 сентября 2022 года № 1005.

объема добычи нефти; при превышении уровня добычи в 90,5 млн тонн в год цена отсечения будет скорректирована в сторону снижения; с 2024 года размер гарантированного трансферта прогнозируется не выше 2 трлн тенге;

2) правило о расходах: устанавливается ограничение на темп роста расходов республиканского бюджета на плановый период на уровне долгосрочного экономического роста, увеличенного на цель по инфляции; темп роста планируемых расходов будут также ограничиваться ненефтяными доходами бюджета и гарантированным трансфертом из НФ в республиканский бюджет, прогнозируемым при цене «отсечения», целевым трансфертом, а также дефицитом, планируемым с учетом установленных ограничений;

3) постепенное снижение уровня ненефтяного дефицита до уровня не выше 5 % к ВВП в 2030 году.

В целом анализ опыта внедрения бюджетных правил в Казахстане показал, что бюджетные правила в стране носят формальный характер, часто изменяются и в основном не соблюдаются. Алпысбаева и др. (2021) отмечают, что по итогам 2020 года из действующих 12 бюджетных правил 5 правил не соблюдались, два правила были близки к нарушению, а в целом эти правила не имели контрциклических свойств, так как не учитывали состояние текущего цикла экономического роста.

Ahmadov et al. (2017), Тулеуов и др. (2021), Алпысбаева и др. (2021), Ybraev et al. (2022), Abilov et al. (2023), а также авторы настоящей статьи в своем предыдущем исследовании на основе ретроспективного анализа параметров фискальной политики и сопоставления их с экономическими циклами (Жакупова и Ханетова, 2023) пришли к выводу о том, что до 2022 года в Казахстане преобладала проциклическая фискальная политика, что приводило к высокой волатильности бюджетного баланса. Отсутствие контрциклического характера фискальной политики свидетельствует о том, что бюджетные правила были неэффективными либо не соблюдались.

Эмпирический анализ альтернативных бюджетных правил в контексте шоков цен на нефть в Казахстане показал, насколько важно поддерживать контрциклическую фискальную политику для смягчения негативных последствий шоков цен на нефть. Так, по результатам исследования Ybraev et al. (2022) сделан вывод: когда фискальная политика является проциклической и отсутствуют (либо не соблюдаются) бюджетные правила, в ответ на краткосрочный отрицательный шок цен на нефть на одно стандартное отклонение совокупный выпуск сокращается примерно на 0,19%. Напротив, если фискальная политика является контрциклической и проводится в соответствии с бюджетным правилом, основанном на структурном фискальном балансе, совокупный выпуск увеличивается примерно на 0,13% в ответ на тот же шок.

Abilov et al. (2023) на основе построения DSGE модели пришли к выводу, что для Казахстана бюджетные правила, направленные на ограничение роста государственных расходов при долгосрочном уровне роста ВВП и использование правила фиксированных трансфертов, являются наиболее эффективными, их соблюдение приведет к улучшению макроэкономической среды, и правительством будет достигнута цель по созданию контрциклической налогово-бюджетной политики.

Учитывая выводы исследований как зарубежных, так и отечественных авторов, необходимо отметить особую роль контрциклических бюджетных правил в снижении зависимости курса тенге и доходов бюджета от волатильности цены на нефть. При этом их эффективность зависит от их четкого соблюдения. Более того, четко прописанные контрциклические бюджетные правила и обязательное следование им способствуют не только улучшению фискального поведения страны, но также снижению среднего уровня инфляции при сочетании с политикой инфляционного таргетирования, внедренной в Казахстане в 2015 году.

Таким образом, обобщая международную практику внедрения и реализации бюджетных правил, а также результаты исследований зарубежных и отечественных

авторов, можно сделать следующие выводы и дать рекомендации для эффективной их реализации в Казахстане.

1. Простота и прозрачность. Бюджетные правила должны быть понятными и прозрачными для всех заинтересованных сторон, в том числе для правительства, бизнеса и общественности. Для этого необходимо, чтобы правила были сформулированы четким и понятным языком без использования сложной терминологии, а процесс их разработки и реализации был открытым и подотчетным.

2. Укрепление бюджетной дисциплины. Важно, чтобы правительство было заинтересовано в соблюдении бюджетных правил и имело ресурсы для их реализации. Для укрепления бюджетной дисциплины необходимо установить санкции за нарушение правил. При этом необходимо учесть допущения об освобождении от ответственности и протокол по возврату к долгосрочным целям, то есть предусмотреть четкие исключительные сценарии, обусловленные серьезными турбулентностями, которые могли бы обусловить формальное временное приостановление или отклонение от принципов действия бюджетных правил. Поскольку нарушение правила представляет собой временное явление, соответствующие инструменты и меры также следует рассматривать с позиции их временного характера.

3. Совершенствование контрциклического механизма. Бюджетные правила должны быть направлены на сглаживание колебаний экономики в ответ на внешние шоки, в том числе на снижение дефицита бюджета в периоды экономического спада. Для этих целей Алпысбаева и др., (2021), Жакупова и Ханетова, (2023) предлагали внедрить бюджетные правила, которые таргетируют структурный фискальный баланс. Вместе с тем, учитывая сложность расчета структурного фискального баланса, считаем на первом этапе достаточно таргетировать нефтяной фискальный баланс.

4. Установление независимого органа мониторинга и контроля за соблюдением бюджетных правил. Такой орган будет способствовать независимой оценке соблюдения правил и повышению их эффективности, будет проводить регулярный мониторинг эффективности бюджетных правил. Это позволит своевременно выявлять и устранять недостатки в механизме бюджетных правил.

5. Увеличение независимости и расширение полномочий Совета по управлению НФ. В настоящее время Совет не является независимым органом, поскольку его состав утверждается Президентом и состоит из членов аппарата Президента, Правительства, Национального Банка. Для повышения независимости Совета необходимо, чтобы в его состав входили независимые высококвалифицированные эксперты, которые должны назначаться Парламентом.

6. Транспарентность и подотчетность процесса распределения трансфертов. Для этого необходимо, в частности, обеспечить открытость информации о распределении трансфертов, включая критерии эффективности использования целевых трансфертов, и проводить регулярный мониторинг их использования, результаты которого должны широко освещаться для общественности.

Заключение

Бюджетные правила имеют особенно важное значение для стран, богатых природными ресурсами, поскольку они могут стать ключевым инструментом в управлении доходами, поступающими от добычи этих ресурсов. Эти правила способствуют устойчивому управлению финансами, предотвращая риски, связанные с колебаниями цен на ресурсы. Кроме того, они могут способствовать созданию стабилизационных фондов, обеспечивая стране резервы на периоды падения цен и долгосрочную экономическую стабильность.

Опыт Чили, Норвегии и России показывает, что бюджетные правила могут быть эффективным инструментом для обеспечения устойчивого развития стран с богатыми природными ресурсами. Эти правила помогают предотвратить чрезмерный рост

государственного долга и инфляции, а также способствуют увеличению инвестиций и экономическому росту. Бюджетные правила представляют собой эффективный инструмент, однако их успешная реализация требует высокого уровня политической воли и поддержки со стороны общественности.

В Казахстане с 2005 года были попытки внедрения бюджетных правил: неснижаемого остатка НФ, ограничение роста расходов бюджета, сокращение нефтяного дефицита, распределение гарантированного трансферта из НФ. Однако с течением времени они непрерывно подвергались изменениям, не соблюдались или нарушались, что и явилось причиной преобладания проциклического характера фискальной политики Казахстана. Для преодоления проциклическости фискальной политики необходимо обеспечить соблюдение бюджетных правил, что требует высокого уровня политической воли, профессионализма и прозрачности.

Литература

1. Abilov N., Aviomohb H., Rahardjac S., 2023. Fiscal rules in a DSGE model for an oil-exporting economy. *Economic Modelling*, 105, 102513.
2. Alesina A., Perotti R., 1995a. A Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries, *Economic Policy*, 207:248.
3. Apeti A. E., Basdevant O., Salins V., 2023. Do fiscal rules foster fiscal discipline in resource-rich countries? *IMF Working Paper No. 23/88*.
4. Baret K., Barbier-Gauchard A., Minea A., 2020. National Fiscal Rules and Fiscal Discipline in the European Union. *Working Papers*.
5. Budina N., Kinda T., Schaechter A., Webe A., 2012. Fiscal Rules at a Glance: Country Details from a New Dataset. *IMF Working Paper, WP/12/273*.
6. Caselli F., Reynaud J., 2019. Do Fiscal Rules Cause Better Fiscal Balances? A New Instrumental Variable Strategy. *IMF Working Paper, WP/19/230*.
7. Céspedes L. F., Velasco A., 2013. Was this time different? Fiscal policy in commodity republics, *Working Paper 19748*, <http://www.nber.org/papers/w19748>
8. Combes J.-L., Debrun X., Minea A., Tapsoba R., (2014). Inflation Targeting and Fiscal Rules: Do Interactions and Sequencing Matter? *IMF Working Paper No.14/89*.
9. Davoodi H. R., Elger P., Fotiou A., Garcia-Macia D., Han X., Lagerborg A., Lam W. R., Medas P., 2022. Fiscal Rules and Fiscal Councils. Recent Trends and Performance during the COVID-19 Pandemic. *IMF Working Paper No.22/11*.
10. Debrun X., Kumar M., 2007. The Discipline-Enhancing Role of Fiscal Institutions: Theory and Empirical Evidence. *IMF Working Paper No. 07/171*.
11. Eichengreen B., Hausmann R., von Hagen J., 1999. Reforming Budgetary Institutions in Latin America: The Case for a National Fiscal Council. *Open Economies Review*, 10(4), 415-442.
12. Elbadawi I., Schmidt-Hebbel K., Soto R., 2015. Why do countries have fiscal rules?
13. Espinosa V. I., 2023. The perils of lax economic policy: The case of Chile during the COVID-19 pandemic. *The review of Austrian Economics*, 36(1), 108-128.
14. Eyraud L., Debrun X., Hodge A., Lledo V., Pattillo C., 2018. Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability. *IMF Staff Discussion note. SDN/18/04*.
15. Fuentes J. R., Schmidt-Hebbel K., Soto R., 2021. Fiscal Rule and Public Investment in Chile. *IDB Working Paper Series No. IDB-WP-1189*.
16. Gaspar V., Amaglobeli D., 2019. Fiscal Rules. *SUERF Policy Note Issue No. 60*.
17. Halyk Research, 2023. Проблемы бюджетной системы Казахстана.
18. International Budget Project. www.internationalbudget.org/open-budget-survey.
19. Kopits G., Symansky S. A., 1998. Fiscal Policy Rules. *IMF Occasional Paper No. 162*.
20. Laidler D., 1985. Fiscal Deficits and International Monetary Institutions. *Centre for the Study of International Economic Relations. WP No.8526C*.

21. Lam W. R., Cao Y., Lagerborg A., Scipioni A., 2023. Chile. Fiscal Considerations in Managing Stabilization Funds. Technical Assistance Report.
22. Masson P. R., Mussa M., 1995. Long-Term Tendencies in Budget Deficits and Debt. IMF Working Paper No. 95/128.
23. Official Norwegian Reports NOU 2015: 9 Chapter 1. Fiscal policy in an oil economy.
24. Report to the Storting (white paper), 2023. The National Budget.
25. Ybrayev Zh., Kubenbayev O., Baimagambetov A., 2022. Macroeconomic effects of fiscal rules for a commodity-exporting economy: Avoiding procyclical bias in Kazakhstan. Eurasian Economic Review, 12(3), 331-357.
26. Youssef H., Elbadawi I., Soto R., 2018. Sovereign Wealth Funds and Macroeconomic Stabilization in the Home Economy. Working Papers 1175. Economic Research Forum.
27. Wyplosz, C. (2011). Fiscal rules. Theoretical issues and historical experience. University of Chicago Press.
28. Андреев М., 2022. Влияние бюджетного правила и модельных предпосылок на реакцию инфляции на шоки условий торговли. Банк России.
29. Алпысбаева С.Н., Шунеев Ш.Ж., Жанакова Н.Н., Бакдолотов А.А., 2021. Моделирование потенциального ВВП и оценка разрыва выпуска как основа контрциклической фискальной политики Казахстана, //Проблемы прогнозирования. 2021. № 4(187). С. 163-175.
30. Алпысбаева С.Н., Шунеев Ш.Ж., Жанакова Н.Н., Бейсенгазин К.С., 2021. Формирование долгосрочной фискальной устойчивости Казахстана с применением правила структурного баланса бюджета. Economics: the strategy and practice. 16(3):117-127.
31. Большая Российская энциклопедия, 2023. Бюджетное правило. [Энциклопедическая статья].
32. Власов С., Хажгериева А., 2022. Модификация бюджетного правила: от консерватизма к мягкости. Банк России. Аналитическая записка.
33. Евразийская экономическая политика, 2020. Бюджетные правила государств – членов ЕАЭС и мировой опыт применения бюджетных правил.
34. Жакупова М., Ханетова А., 2022. Параметры фискальной политики Казахстана. Экономическое исследование №2023-9. NBRK – WP – 2023 – 9.
35. Тулеуов О., Жузбаев А., Багжанов Б., 2021. Роль фискальной политики в ценовой (не)стабильности в Казахстане: эмпирическая оценка и механизм макроэкономической балансировки. Экономическое исследование №2021-3. NBRK – WP – 2021-3.
36. МВФ, 2007. Руководство по обеспечению прозрачности в бюджетно-налоговой сфере.
37. Скрыпник Д.В., 2017. Бюджетные правила, эффективность правительства и экономический рост. Журнал Новой экономической ассоциации, №2 (30), с. 12–32.

Перспективы развития страхового аннуитета и отрасли life-insurance

Конурбаева Н. А. – главный специалист-аналитик управления исследований финансовых рынков Департамента – Центра исследований и аналитики Национального Банка Республики Казахстан

Байгожина И. С. – главный специалист-аналитик управления экономических исследований Департамента – Центра исследований и аналитики Национального Банка Республики Казахстан

Джусангалиева К. Е. – заместитель директора Департамента – Центра исследований и аналитики Национального Банка Республики Казахстан

Статья посвящена анализу текущего состояния рынка страхования жизни и отдельных его классов. Рассмотрен международный опыт развития отрасли страхования жизни, проанализировано положение казахстанских компаний страхования жизни (КСЖ). Дано описание трех основных классов, оценена динамика страховых премий и подняты проблемные вопросы, существующие в казахстанской практике страхования жизни. Статья подготовлена в формате обзора с целью привлечения внимания к проблемам рынка страхования жизни и обсуждения перспектив его развития.

Ключевые слова: страхование жизни, life-insurance, пенсионный аннуитет, страхование жизни от несчастных случаев, компании по страхованию жизни.

JEL-классификация: G22, H55, J26.

Введение

Инструменты страхового рынка повсеместно используются для обеспечения финансовой безопасности и снижения степени потенциального ущерба при наступлении страхового случая. В жизни каждого возникают неблагоприятные ситуации, которые могут привести к нежелательным последствиям, связанным с потерей доходов или возникновением непредвиденных расходов. Финансовые последствия, возникающие при реализации различных рисков, могут быть покрыты из страхового фонда, накопленного за счет страховых взносов в страховую компанию. Особенно это важно при полной или частичной потере трудоспособности. Принцип работы страховой отрасли состоит в перечислении страховых взносов, единовременных или периодических, в страховую компанию, которая, в свою очередь, гарантирует денежные выплаты при наступлении страхового случая или в иных оговоренных условиях полиса ситуациях.

Страхование играет важнейшую роль в обеспечении социально-экономической стабильности, с позиции социальной защиты населения особенно важной является отрасль страхования жизни.

Согласно Закону РК от 18 декабря 2000 года № 126 «О страховой деятельности» страхование жизни представляет собой совокупность видов страхования, предусматривающих осуществление страховых выплат в случаях смерти застрахованного или дожития им до окончания срока страхования или до определенного возраста. Также к отрасли страхования жизни относится страхование в рамках государственной образовательной накопительной системы (ГОНС), предусматривающей накопление на образование ребенка.

Отрасль страхования жизни формируется из ряда классов страхования, среди которых обязательное страхование работника от несчастных случаев при исполнении им трудовых обязанностей и 4 класса в добровольной форме страхования: страхование жизни, аннуитетное страхование, страхование жизни в рамках ГОНС и пенсионное аннуитетное страхование, каждый из которых подразделяется дальше на подклассы (рисунок 1).



* ОСРНС – страхование работника от несчастных случаев при выполнении им трудовых (служебных) обязанностей;

** Накопительное страхование – страхование жизни, позволяющее накопить определенную сумму; в случае смерти страхователя сумма договора выплачивается указанному лицу: договоры заключаются в тенге и валюте;

***Unit-Linked – инвестиционный продукт, который позволяет вкладывать средства в различные активы (акции, облигации, паевые фонды, ETFs) в рамках полиса страхования жизни и представляет собой гибрид классического накопительного страхования жизни с инвестиционной составляющей.

Страхование работника от несчастных случаев при выполнении им трудовых (служебных) обязанностей было внедрено для обеспечения защиты работников на производстве. Изначально данный вид страхования был отнесен к обязательному страхованию через компании общего страхования, а договор страхования заключался на год и не учитывал необходимость пожизненных выплат при серьезных травмах работника, полученных на производстве. Лишь спустя некоторое время данный вид страхования был отнесен к отрасли страхования жизни, поскольку травмы на производстве по большей части связаны именно с ущербом для здоровья и жизни работника. На этапе перехода в целях страхования работника от несчастных случаев на производстве компании страхования жизни (КСЖ) заключали подобные договора также на 1 год, не в полной мере оценивая риски страхования. В настоящее время внесены корректировки, согласно которым КСЖ обязаны проводить выплаты в рамках страховых случаев до полного восстановления работоспособности застрахованного, а не только в течение года.

Лишь часть продуктов добровольного страхования жизни можно отнести полноценно к добровольным, поскольку зачастую отдельные продукты навязываются со стороны других связанных финансовых организаций для получения дополнительной прибыли. Ярким примером может служить страхование жизни заемщика при получении займа в банке, которое де-юре относится к добровольной форме страхования, но фактически отказ от страхования будет означать отказ в получении кредита.

Аннуитетное страхование является видом накопительного страхования, при котором после накопления страхователем определенной суммы или дожития до определенного возраста средства из аннуитетного фонда будут выплачиваться застрахованному в течение

нескольких лет или пожизненно. В РК выделяют несколько видов аннуитетного страхования, одним из которых является пенсионный аннуитет.

В данной работе представлены обзор отрасли страхования жизни, анализ ее текущего состояния в целом и отдельных классов, международный опыт развития отрасли страхования жизни и КСЖ, а также перспективы life-insurance в Казахстане. В статье приведены результаты анализа сбора «чистых» премий по трем основным классам страхования жизни. Под «чистыми» премиями авторы понимают разницу между валовыми собранными премиями и расходами по договорам страхования: расходы на перестрахование, выплата комиссий, расторжение договоров.

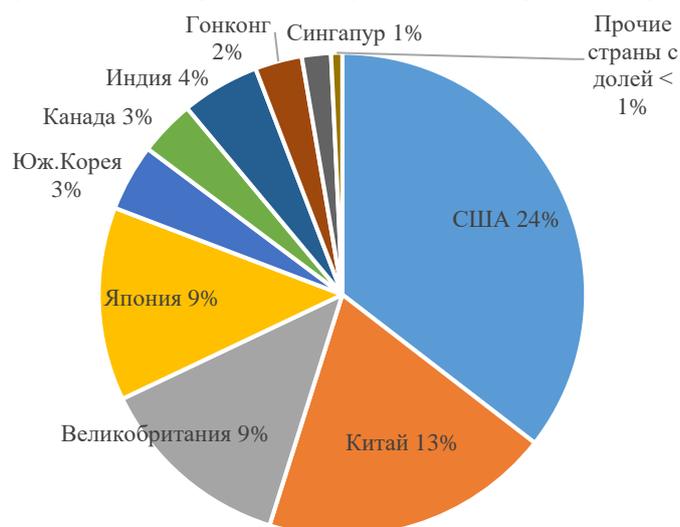
Международный опыт в сфере страхования жизни

Глобальный рынок страхования жизни демонстрирует стабильный рост благодаря постоянной потребности в финансовой защите и частично старению населения. Компаниям, работающим в сегментах страхования жизни и аннуитета, благоприятные условия для роста и прибыльности в развитых странах создают высокая заработная плата и процентные ставки. Эти факторы компенсируют давление со стороны высокого уровня инфляции. Данный сегмент, как ожидают мировые аналитики, должен показать в ближайшие годы рост с увеличением страховых премий на 1,5% в 2024 году благодаря таким факторам, как повышение доходности инвестиций и сокращение выплат по обязательствам, связанным с COVID-19 (Swiss Re Institute, 2023). В качестве рисков для мирового рынка страхования жизни отмечают невысокий темп роста мировой экономики в результате ужесточенной денежно-кредитной политики, инфляция и риски снижения кредитных рейтингов.

Лидером на рынке страхования жизни в глобальном масштабе является США, доля страны составляет 24% от общемирового показателя (рисунок 2). Такой объем рынка объясняется тем, что в США страхование жизни и, в частности, пенсионные аннуитеты, имеют большую популярность среди населения и широко используются для обеспечения стабильного дохода на пенсии.

Рисунок 2

Страновое распределение страховых премий по отрасли страхование жизни



Источник: составлено авторами на основе доклада Swiss Re Institute, 2023

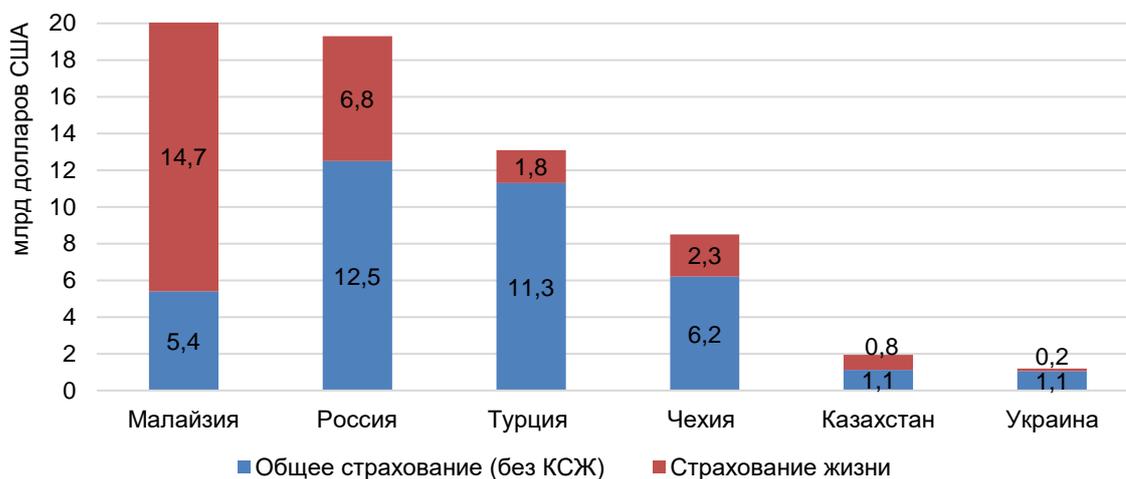
Следующими по размеру данной отрасли являются рынки Китая (13% мирового объема), Великобритании (9% мирового объема) и Японии (9% мирового объема). В Европе аннуитеты также популярны. Южная Корея, Канада, Гонконг и Сингапур являются весомыми игроками рынка, доля каждого занимает от 1,5 до 3% мирового объема страховых премий (рисунок 2).

Среди развивающихся стран наибольший объем премий получают рынки Индии (3,5%), Малайзии (0,5%) и России (0,2%).

В России на страхование жизни приходится 35% премий всего объема страхования, в 2022 году объем премий в этом сегменте составил почти 7 млрд долларов США, что обусловлено существенным ростом премий по накопительному страхованию жизни (рост на 58,6%).

Рисунок 3

Объем премий в страховании жизни в разрезе развивающихся стран за 2022 год



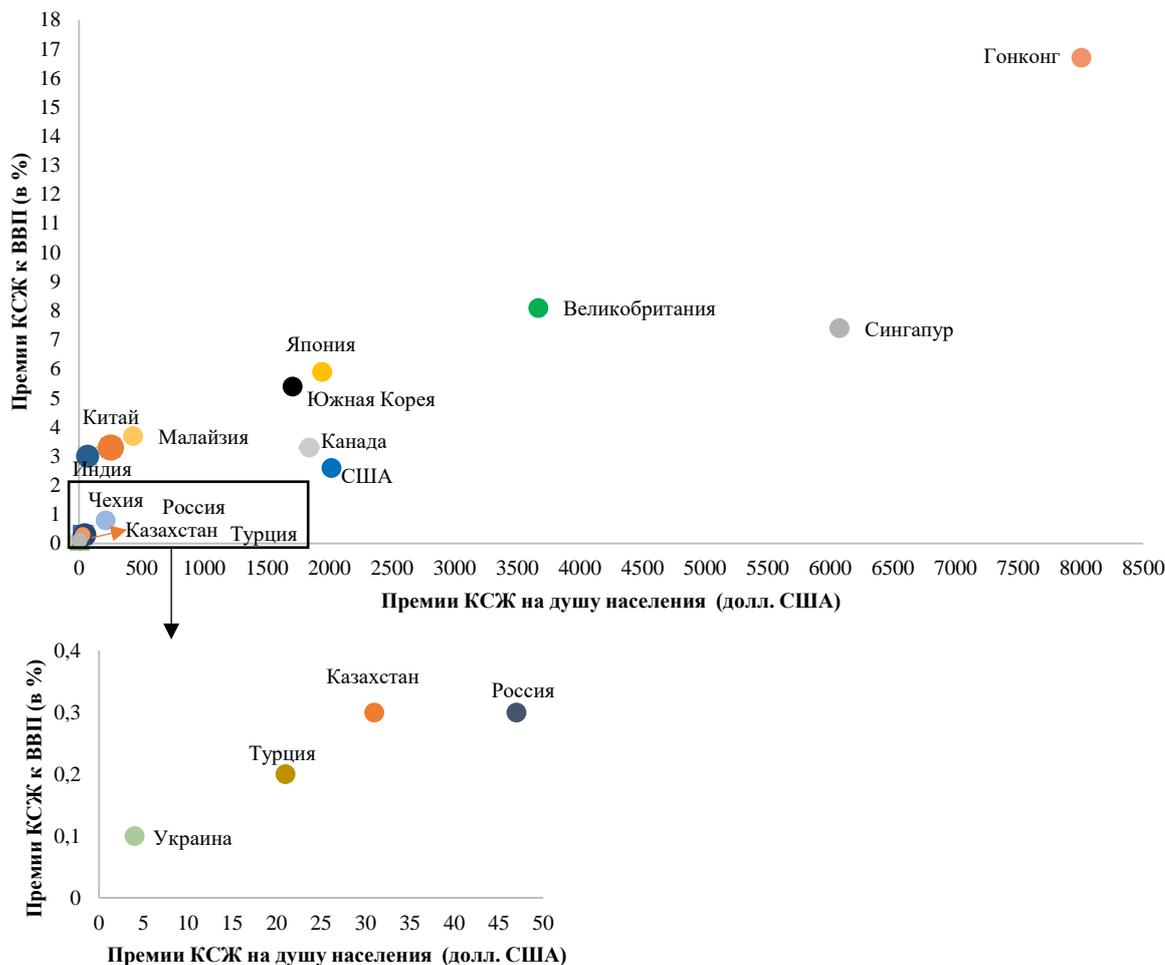
Источник: составлено авторами на основе доклада Swiss Re Institute, 2023

В развивающихся странах, таких как Индия и Бразилия, растут объемы пенсионных аннуитетов, что связано с увеличением средней продолжительности жизни и необходимостью обеспечения финансовой стабильности на пенсии.

В Казахстане объем премий по страхованию жизни за 2022 год составил 818,9 млн долларов США, или 42% от общего объема страховых премий в стране (рисунок 3), что меньше аналогичного показателя предыдущего года на 0,7%. Отрицательный тренд роста премий указывает на имеющиеся сложности в данном секторе страхования.

Учитывая разный размер экономик стран, их темпы роста и численность населения, более репрезентативными являются такие показатели, как соотношение премий КСЖ к ВВП и к численности населения. В 2022 году заметным лидером по указанным показателям является Гонконг, где объем премий КСЖ на одного человека составляет 8 тыс. долларов США, а в процентном соотношении к ВВП – 16,7% (рисунок 4). США, являющиеся лидером рынка в целом, имеют средние значения соотношений премий КСЖ к ВВП (2,6%) и к численности населения (3,7 тыс. долларов США), что объясняется размером экономики. В Китае по тем же причинам, что и в США, данные показатели снижены в сравнении с глобальным рынком и составляют 255 долларов США на человека и 2% к ВВП. В Казахстане соотношение премий КСЖ к ВВП составляет 0,3%, а на душу населения приходится 31 доллар США страховых премий. Показатели заметно отстают от мирового тренда. Однако среди стран с развивающейся экономикой Восточной Европы и Средней Азии такие показатели являются средними.

**Соотношение премий КСЖ к ВВП и численности населения
в разрезе стран за 2022 год**



Источник: составлено авторами на основе доклада Swiss Re Institute, 2023

Факторы влияния на рынок страхования жизни, определяющие направление развития и темп его роста, в разных странах заметно различаются. Например, в США страхование жизни часто связано с инвестициями через полисы с нарастающим капиталом, тогда как в Европе более распространены традиционные страховые продукты. В Великобритании популярны продукты, направленные на защиту и обеспечение финансовой стабильности семей. В Германии популярны страховки, связанные с ипотеками. В Азии, особенно в Японии и Южной Корее, наблюдается расширение страховых продуктов в сфере заботы о здоровье и заболеваний, лечение которых требует продолжительного времени. В развивающихся странах акцент скорее на доступности и базовых потребностях населения. В Латинской Америке страхование жизни часто взаимосвязано с пенсионными планами, в Бразилии также развиваются продукты, ориентированные на покрытие рисков по займам и ипотеке. В Африке страхование жизни играет важную роль в социальной защите, а некоторые страны к тому же сталкиваются с вызовами в обеспечении доступа к страхованию для беднейших слоев населения. Общим для всех является переход к цифровым технологиям и гибридным продуктам для улучшения обслуживания клиентов и оптимизации процессов. Согласно отчетам, в ряде стран (Китай, Индия) наблюдается значительный рост в области цифрового страхования жизни, где компании активно внедряют инновационные подходы для привлечения молодых клиентов. Общее внимание также уделяется разработке продуктов, сочетающих страхование жизни с другими финансовыми инструментами, что отражает стремление к более интегрированным, гибким

и инновационным финансовым решениям для клиентов. Например, некоторые компании предлагают переменные аннуитеты, когда доход зависит от инвестиционных результатов. Это позволяет пенсионерам участвовать в потенциальном росте инвестиций, одновременно обеспечивая базовый уровень финансовой защиты. Развитие гибридных аннуитетов характерно для развитых финансовых рынков, таких как США, Великобритания, Германия, Япония и Канада. В этих странах страховые компании активно экспериментируют с инновационными продуктами, включая аспекты инвестирования, чтобы предоставить клиентам более гибкие и персонализированные варианты.

Рынок страхования жизни в РК

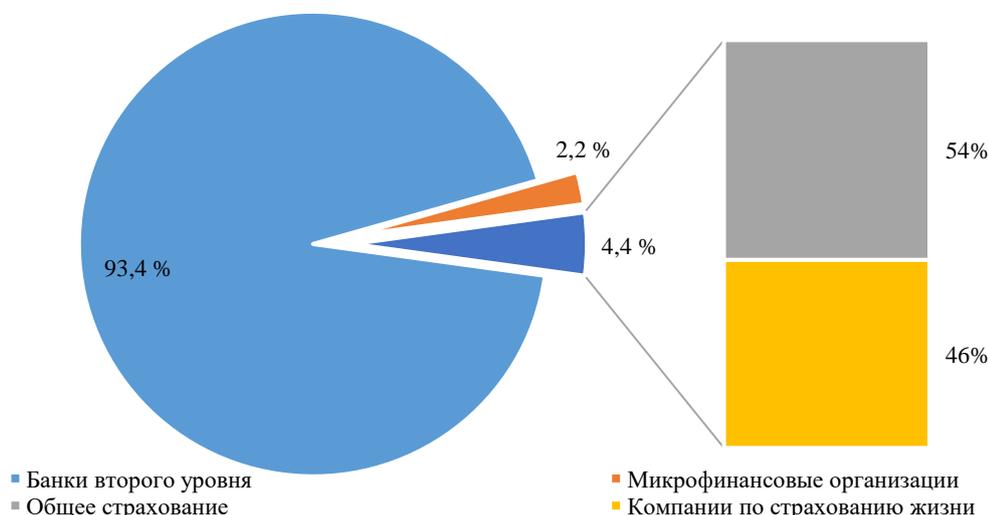
На текущий момент отрасль страхования жизни в Казахстане занимает незначительную долю на финансовом рынке, и темп роста отрасли в сравнении с мировыми показателями остается низким. Важность данной отрасли в Казахстане недооценена и, в некоторых случаях, пренебрегается.

Вместе с тем страхование и страхование жизни, в частности, являются одной из ключевых составляющих финансовой системы и экономики в целом. Страховые организации, выполняя роль финансовых посредников, стимулируют экономический рост за счет мультипликативного эффекта. Этот эффект связан со способностью отрасли аккумулировать страховые премии и возможностью трансформации сгенерированных «длинных» фондов в долгосрочные инвестиции.

Основными игроками финансового рынка Казахстана являются банки второго уровня. По сравнению с банковским сектором активы других финансовых организаций существенно ниже. На долю страховых компаний приходится всего 4,4% от совокупных активов всего финансового сектора (рисунок 5).

Рисунок 5

Активы финансового сектора на 1 октября 2023 года

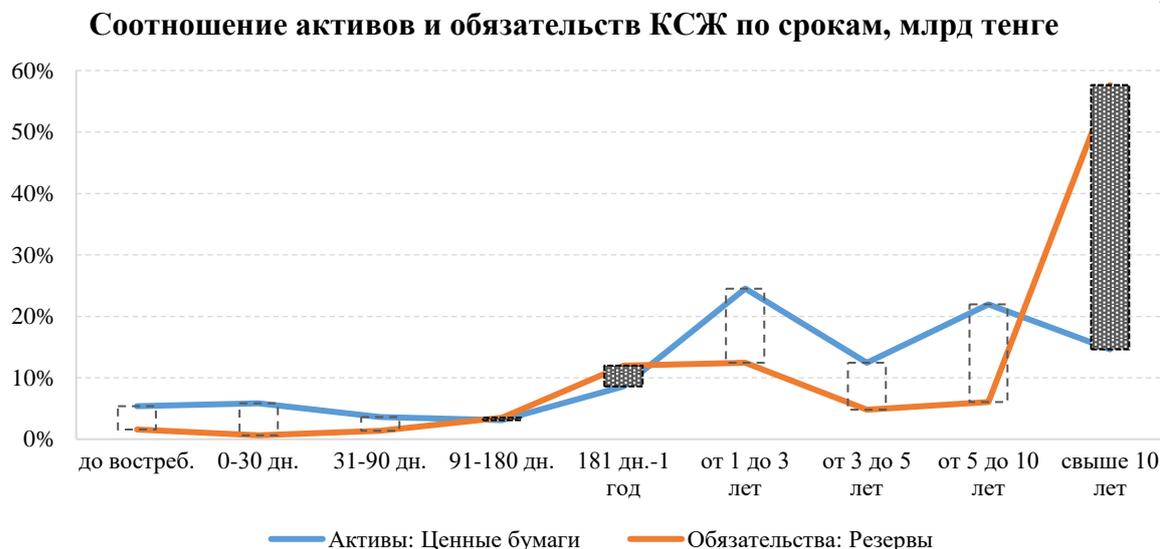


Источник: НБРК

По состоянию на 1 октября 2023 года активы КСЖ составляли 1,03 трлн тенге, что чуть меньше, чем у компаний по общему страхованию: соотношение доли активов 46% и 54% соответственно. При этом из представленных участников финансового рынка только у КСЖ пассивы имеют долгосрочную дюрацию. Обязательства у КСЖ в основном долгосрочные, поэтому они являются одним из немногочисленных источников «длинных» денег в экономике. В этой связи сохранение и развитие деятельности данных компаний является критически важным с позиции диверсификации денежных поступлений в экономику Казахстана.

У большинства казахстанских КСЖ (78%) сроки погашения активов и обязательств не совпадают. Так, ввиду специфики деятельности КСЖ, большинство их обязательств в виде резервов на покрытие убытков по договорам страхования имеют срок до погашения свыше 10 лет (рисунок 6), а в активах преобладают ценные бумаги со сроком до погашения до 5 лет. Значимый отрицательный разрыв на длинном сроке определяет неполное использование имеющегося потенциала КСЖ в части длинного стабильного фондирования, так необходимого финансовому рынку в настоящее время.

Рисунок 6



Линии – доля соответствующей категории по сроку от значения всего на 1 октября 2023г.;
 белый бар – превышение активов над обязательствами;
 серый бар – превышение обязательств над активами

Источник: НБРК

Разрывы в сроках погашения активов и пассивов могут привести к потере прибыли КСЖ и кредитным рискам. КСЖ присуща чувствительность к пассивам при отрицательном гэпе, когда сроки активов меньше сроков до погашения пассивов, что с учетом возможного изменения ставок в сторону увеличения может потенциально привести к снижению маржи и потере прибыли КСЖ. Это может отрицательно сказаться на объеме страховых резервов. Учитывая, что страховые резервы отражают величину обязательств КСЖ по заключенным страховым договорам с отложенными выплатами, вопрос управления страховыми резервами является ключевым и предполагает инвестирование накопленных средств в активы с соответствующими нормами доходности, чтобы обеспечивать клиентов в будущем необходимыми выплатами. В этой связи наиболее оптимально для КСЖ было бы соответствие между сроками резервов и активов.

Одним из основных индикаторов деятельности КСЖ выступает объем собранных премий. Именно из страховых премий (взносов), оплачиваемых страхователями по договорам страхования, в последующем формируются страховые резервы. Объем страховых премий и их рост отражают развитие отрасли страхования, ее привлекательность и популярность. Рынок страхования жизни начал бурно развиваться еще до 2021 года. Даже в пандемийный 2020 год рост составил свыше 16% (рисунок 7). Начиная с 2022 года темп роста замедлился. Тем не менее темп роста в 2023 году, оценочно, будет соответствовать значению темпа роста пандемийного 2020 года.

Рисунок 7



Источник: НБРК

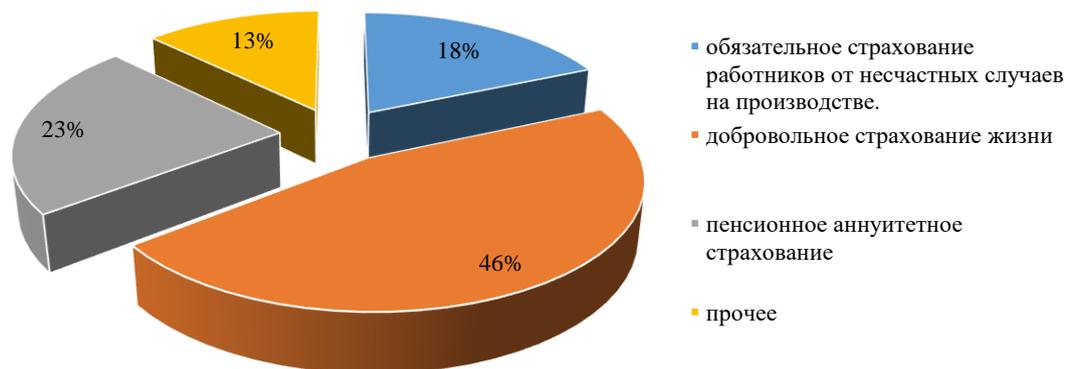
Необходимо отметить, что сбор премий на страхование жизни подвержен сезонным колебаниям. Основной сбор премий приходится на зимние и летние месяцы. Так, например, за июнь 2023 года было собрано около 35 млрд тенге, или 17% от общей суммы собранных за 6 месяцев.

Собранные страховые премии не остаются в полном объеме в портфеле страховой организации, частично они передаются на перестрахование, частично распределяются в виде комиссий и т.д.

Основная доля объема полученных премий приходится на добровольное страхование жизни (рисунок 8).

Рисунок 8

Доля премий, собранных за три квартала 2023 года по основным видам страхования



Источник: НБРК

Доля премий добровольного страхования жизни в общем объеме собранных за три квартала 2023 года страховых премий в КСЖ составила 46%. Однако добровольность данного вида страхования скорее формальная. По сути этот сегмент рынка является кэптивным. Основным инструментом «добровольного» страхования является страхование жизни заемщиков, навязываемое банками при оформлении кредитов. При этом услуги такого страхования оказываются связанными с банками КСЖ.

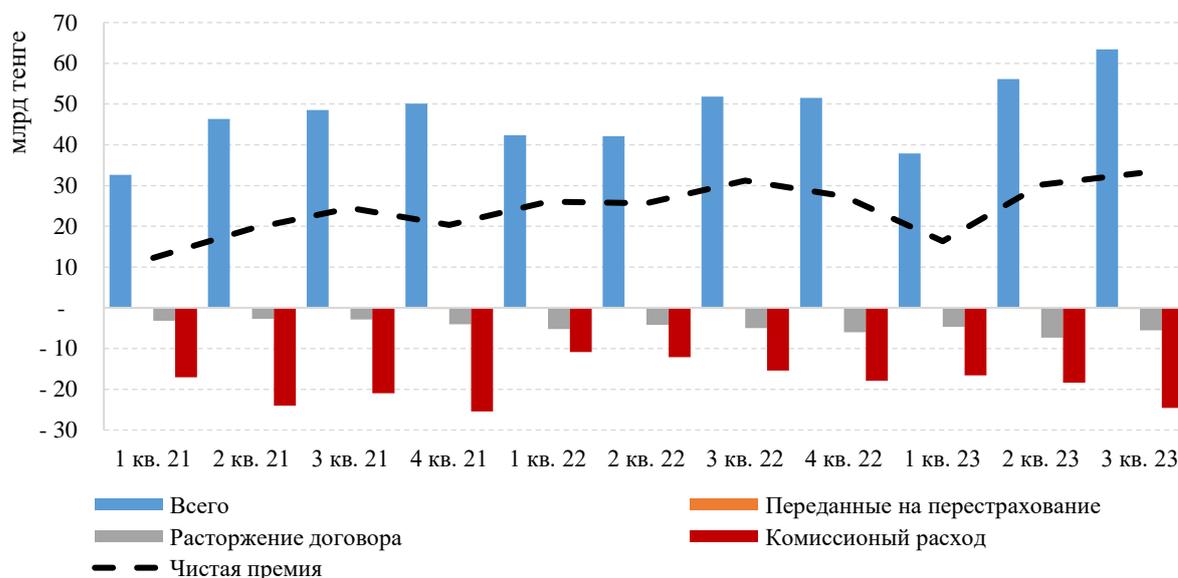
В мировой практике страхование жизни применяется при длительных сроках заимствований, например, при оформлении ипотечного кредита. Такой продукт интересен как заемщикам, так и финансовым институтам, поскольку снижает риски невозврата кредитов и социальную напряженность в случае смерти заемщика за счет отсутствия необходимости реализации залогового обеспечения финансовым институтом.

Однако в настоящее время ипотека имеет ограниченный спрос, а кредитование растет только в сфере потребления. В казахстанской практике участились случаи страхования жизни при оформлении беззалоговых кредитов. Эта страховка «вшивается» в тело кредита и увеличивает его стоимость. С ростом потребительского кредитования банков растет и страхование жизни заемщиков.

Финансовые институты, навязывая заемщикам страховые услуги, получают дополнительный доход в виде комиссионного вознаграждения, размер которого в отдельные периоды превышает 50% от страховых премий (рисунок 9). Поэтому очевидно, что основным мотивом продажи таких продуктов служит не желание банков снизить свои операционные риски и повысить возвратность кредитов, а дополнительно заработать на клиентах, причем одномоментно, не дожидаясь окончания срока действия кредита.

Рисунок 9

Динамика премий добровольного страхования жизни с учетом расходных статей



Источник: НБРК

Также к данному классу страхования относятся и другие виды накопительного страхования, их объем не существенен, но в них тоже имеются риски. К ним относится так называемое инвестиционное страхование жизни (unit linked). По данному классу требуется получение дополнительной лицензии и формирование повышенного капитала.

Необходимо отметить, что одним из продуктов unit linked является инвестиционное валютное страхование, в рамках которого КСЖ предлагают повышенную доходность с привязкой к курсу доллара США. В рамках инвестиционного валютного страхования отдельными КСЖ предлагается эффективная процентная ставка до 4% годовых на срок до 15 лет, что делает этот продукт более привлекательным по сравнению с банковскими валютными депозитами, по которым ставка вознаграждения не выше 1%. Однако возникает закономерный вопрос об обеспечении заявленной доходности при сложившейся дюрацией активов. Стоит понимать, что на международном рынке практически отсутствуют финансовые инструменты, которые могут давать доходность не ниже 4% с горизонтом в 15 лет. При этом вопрос необходимости соблюдения соответствия пассивов и активов является ключевым, особенно для КСЖ, предлагающих страховые продукты с высокими ставками

доходности, которые в будущем могут столкнуться с невозможностью отвечать по своим обязательствам.

Вторым классом, относящимся к отрасли страхования жизни, по доле собранных премий является пенсионное аннуитетное страхование. Доля премий пенсионного аннуитета составила 23% в общем объеме страховых премий, собранных за три квартала 2023 года. Данный вид страхования на протяжении десятка лет является драйвером роста рынка страхования жизни и основным источником долгосрочных денег в экономике Казахстана.

Пенсионный аннуитет введен в систему пенсионного обеспечения как инструмент, обеспечивающий пожизненность выплаты пенсий, и является альтернативой пенсионному фонду, который будет производить пенсионные выплаты вкладчикам только до исчерпания пенсионных накоплений (в среднем до 82 лет).

Пенсионный аннуитет может быть унаследован в случае смерти страхователя его наследниками только в гарантированный период, определенный в договоре. После гарантированного периода премия, перечисленная из АО «Единый накопительный пенсионный фонд» (ЕНПФ), остается в КСЖ, а в последующем, в соответствии с принципами страхования, страхователи, не дожившие до среднего возраста (согласно таблицам дожития), «финансируют» страхователей, переживших средний возраст, в том числе за счет оставшейся в КСЖ неиспользованной премии. В этой связи для нормального и экономически устойчивого функционирования этого механизма необходимо и достаточно:

- широкий охват страхованием, а значит доступность пенсионного аннуитета для подавляющего числа граждан;
- экономическая привлекательность этого инструмента для граждан по сравнению с выплатами из пенсионного фонда.

Показатели премий демонстрируют эволюцию в регулировании данного продукта, который, конечно же, несет определенную социальную нагрузку.

До 2017 года объемы перечислений пенсионных накоплений на счета пенсионных аннуитетов в КСЖ были незначительны. На фоне роста пенсионных накоплений и увеличения числа граждан, выходящих на пенсию, наблюдался постепенный рост объемов переводов из пенсионных фондов в КСЖ. С этого периода начинается постепенное внедрение более жестких регуляторных требований, ограничивающих функционирование пенсионного аннуитета за счет роста стоимости аннуитета, снижения его доступности и экономической привлекательности для граждан. В частности,:

- введение обязательной минимальной индексации страховых выплат (на 5% ежегодно) без сокращения периода выплат;
- запрет на единовременные выплаты в размере до 30% от переводимой суммы;
- объединение пенсионных фондов и мораторий на снятие денег из ЕНПФ;
- возможность изъятия части пенсионных накоплений сверх лимита на улучшение жилищных условий или лечение, при этом пороговая сумма по таким изъятиям ниже, чем порог для перевода в КСЖ на счета пенсионного аннуитета;
- возможность возврата средств из КСЖ в ЕНПФ.

Начиная с 2005 года общий объем пенсионных накоплений, переведенных в КСЖ на счета пенсионных аннуитетов, составил около 550 млрд тенге (рисунок 10). При этом около 300 млрд тенге приходится на переводы из пенсионных фондов, остальная сумма – это вторичные переводы из одной КСЖ в другую.

Рисунок 10

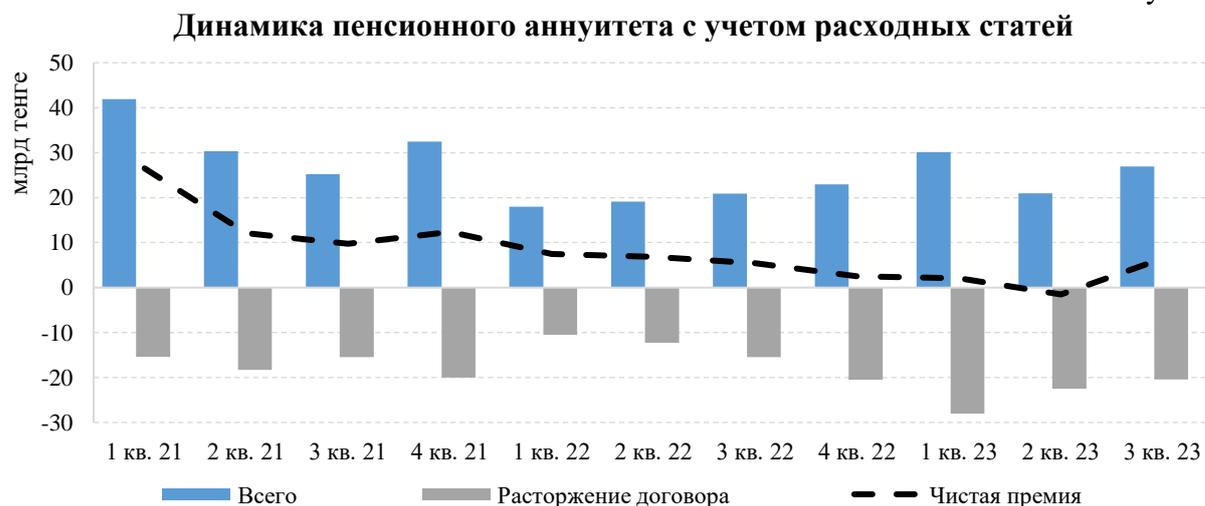


Источник: НБРК

Стоит отметить, что была внедрена возможность оформления гражданами отложенного аннуитета в 45 лет (до достижения пенсионного возраста), и снижен пороговый уровень перевода в КСЖ, однако, несмотря на предоставленные возможности, объем пенсионных аннуитетов вырос лишь незначительно.

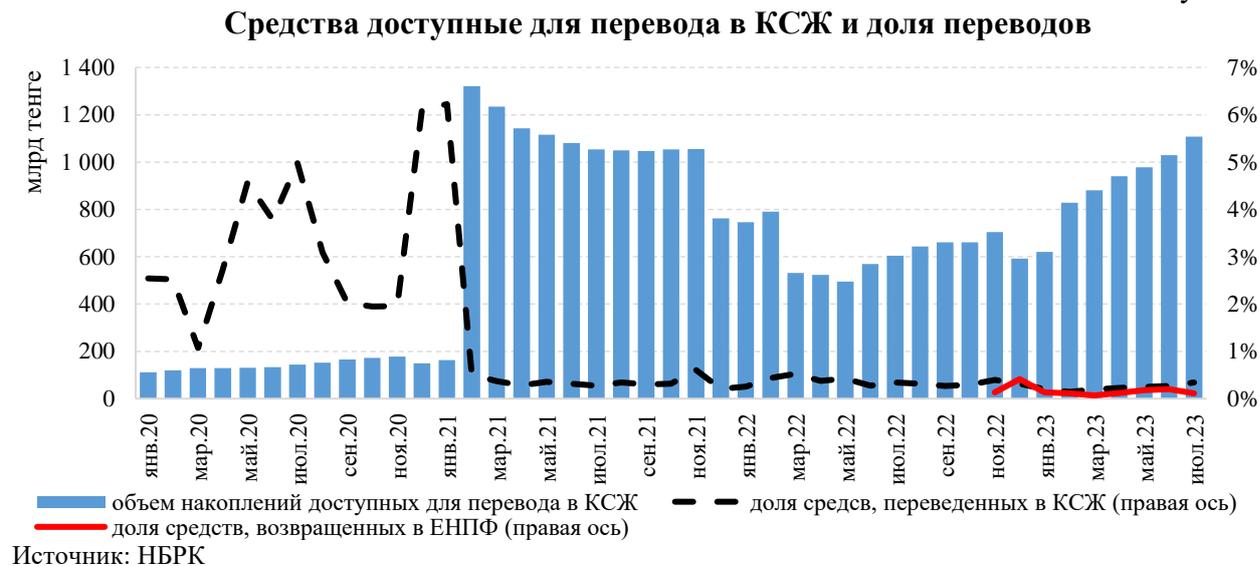
Введенные нормы приводят к сжатию рынка пенсионного аннуитета, переводы в КСЖ из ЕНПФ сокращаются, а на рынке остаются только вторичные переводы из одной КСЖ в другую (рисунок 11). Так, во втором квартале 2023 года объем расторгнутых договоров пенсионного аннуитета превысил объем собранных премий.

Рисунок 11



Источник: НБРК

В 2021 году были внесены изменения, которые, помимо перевода средств в КСЖ по договору пенсионного аннуитета, также позволяют гражданам Казахстана перенаправлять свои пенсионные накопления свыше определенной суммы на улучшение жилищных условий или оплату лечения. После введения разрешения на изъятие части пенсионных накоплений на покупку недвижимости и лечение, объем переводов в КСЖ в пенсионные аннуитеты существенно сократился (рисунок 12).



Опционально для граждан Казахстана существует на текущий момент несколько путей использования пенсионных средств: (1) продолжать копить средства на счете в ЕНПФ; либо (2) при превышении пенсионных накоплений свыше определенного порога достаточности изъять часть пенсионных накоплений на улучшение жилищных условий или оплату лечения; либо (3) перевести накопленные пенсионные средства в КСЖ для приобретения пенсионного аннуитета. При этом существует дисбаланс порогов достаточности, уровень которых разнится в зависимости от целей снятия средств с пенсионных счетов. Дисбаланс обусловлен существующей разностью подходов в определении пороговых значений для перевода пенсионных накоплений в КСЖ на счета пенсионного аннуитета и доступных для изъятия на улучшение жилищных условий или лечение.

Расчет порогового значения для заключения пенсионного аннуитета производится с учетом следующих факторов:

- вероятность смертности в определенном возрасте;
- пол (мужчина или женщина);
- наличие профессиональных взносов;
- дисконтирование выплат;
- обеспечение определенной доходности;
- выплаты до смерти;
- минимальный объем выплаты 70% от величины прожиточного минимума.

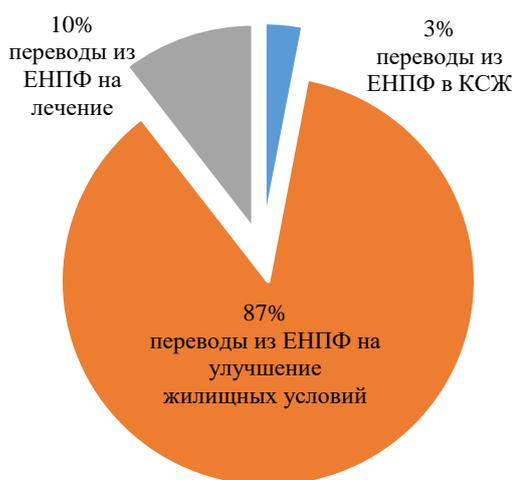
В случае с частичными изъятиями на улучшение жилищных условий или лечение при расчете порога достаточности для снятия пенсионных накоплений, который по сути должен быть аналогичен порогу достаточности перевода в КСЖ, используются уже другие факторы:

- пол только женщина (так как женщины живут дольше);
- дисконтирование выплат;
- обеспечение определенной доходности;
- предельный возраст выплат 82 года;
- минимальный объем выплаты как разница между максимумом из минимального размера заработной платы или минимального размера пенсии и базовой пенсией в минимальном размере.

Разность в подходах приводит к тому, что мужчинам в возрасте до 48 лет и женщинам в возрасте до 57 лет выгоднее переводить свои пенсионные накопления, превышающие порог достаточности, на покупку недвижимости или лечение, так как в этом

случае порог для перевода ниже, чем порог для оформления пенсионного аннуитета в КСЖ. К примеру, в 2023 году порог достаточности для заключения отложенного пенсионного аннуитета при достижении возраста 45 лет составляет 7,3 млн тенге для мужчин и 9,1 млн тенге для женщин. В то же время порог достаточности для частичного изъятия пенсионных накоплений на улучшение жилищных условий или лечение для этого возраста составляет 6,95 млн тенге. В этих условиях вкладчики ЕНПФ будут склонны снимать средства для вложения их в недвижимость, не дожидаясь накопления пенсионных активов до порогового уровня, достаточного для заключения пенсионного аннуитета. Дисбаланс порогов достаточности ставит сферу пенсионных аннуитетов в неравные условия.

Рисунок 13
Пенсионные выплаты за 2021-2023 гг.



Источник: составлено авторами на основе данных ЕНПФ

жилищных условий было изъято 3,35 трлн тенге (ЕНПФ, 2023), что составляет 87% от всех снятых пенсионных накоплений (рисунок 13). В то время как средства, переведенные в КСЖ за этот период, составили незначительную долю – 3% всех изъятых средств из ЕНПФ или 116,3 млн тенге. Опция использования пенсионных накоплений на улучшение жилищных условий оказала существенное влияние на рынок ипотечного кредитования (Отчет о финансовой стабильности, 2021). Также частичные изъятия из ЕНПФ на приобретение жилья повлияли на динамику цен на рынке недвижимости. В 2021 году наблюдался значительный рост цен на рынке жилья как в национальной, так и в иностранной валюте (Отчет о финансовой стабильности, 2021). Данные средства потенциально могли бы стать катализатором притока инвестиционного капитала в экономику через отрасль страхования жизни, поскольку страховые резервы КСЖ являются источником длинных денег.

Учитывая, что вопросы пенсионной системы и адекватности будущих пенсий социально значимы, необходима предварительная оценка долгосрочного влияния предполагаемых реформ на всех участников пенсионной системы, включая рынок страхования в части пенсионных аннуитетов. Учитывая имеющиеся дисбалансы, по мнению авторов статьи, назрела необходимость пересмотра существующих подходов и выработки единого подхода в определении порогов достаточности для изъятия средств из ЕНПФ, который не вызовет социальной напряженности и будет способствовать обеспечению адекватной пенсии в будущем.

Третьим значимым классом отрасли страхования жизни является обязательное страхование работников от несчастных случаев на производстве (ОСРНС). На данный класс страхования пришлось 18% страховых премий, собранных в целом по отрасли за три квартала 2023 года. ОСРНС играет важную социально значимую роль, которая заключается

Немаловажным является и то, что опция неограниченного количества изъятия части пенсионных накоплений на улучшение жилищных условий или лечение, предоставленная гражданам Казахстана, снижает возможности накопительной пенсионной системы по обеспечению адекватной пенсии в будущем. Размер будущей пенсии будет определяться исходя из объема накопленных пенсионных средств вкладчика и с большей вероятностью будет поддерживаться не выше соответствующего порога достаточности для частичного изъятия.

С начала внедрения возможности частичного изъятия пенсионных накоплений, т.е. за период с 2021 по октябрь 2023 года, на цели улучшения

в защите не только работников, которым при потере трудоспособности в результате травм на производстве выплачивается соответствующая компенсация, но в защите имущественных интересов работодателей. Заключение договоров ОСРНС с каждым наемным работником помогает работодателю избежать судебных тяжб с работниками, получившими травмы при исполнении служебных обязанностей.

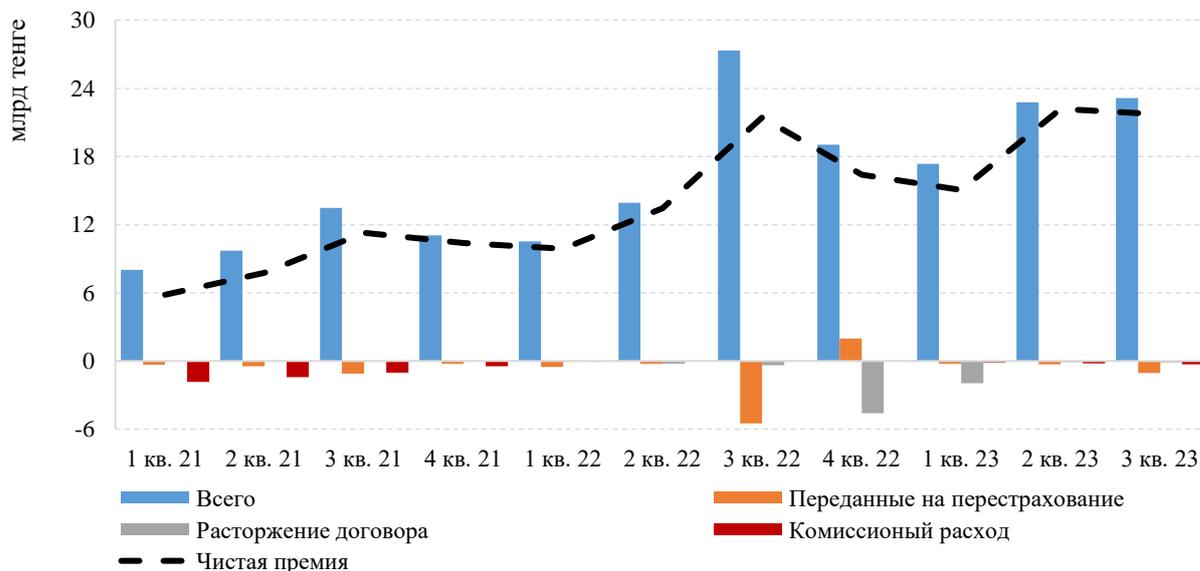
Согласно законодательству, любой работодатель, за исключением государственных учреждений, страхование работников которых не регулируется Законом РК от 7 февраля 2005 года № 30 «Об обязательном страховании работника от несчастных случаев при исполнении им трудовых (служебных) обязанностей», обязан страховать своих работников от несчастных случаев на производстве. Договор страхования позволяет работнику возместить утраченный доход в случае получения увечья на производстве, приведшего к утрате профессиональной трудоспособности на 30%-100%, а также в случае профессионального заболевания, приведшего к утрате профессиональной трудоспособности на 30%-100%, и смерти работника на производстве.

Данный сегмент рынка растет в целом, что говорит о повышении экономической безопасности граждан Казахстана. Объем чистых премий, за исключением расходов на перестрахование, расторжение договоров и комиссионных расходов, за третий квартал 2023 года составил свыше 23 млрд тенге (рисунок 14).

Договоры ОСРНС заключаются на год, однако выплаты производятся до полного восстановления работоспособности работника либо выхода на пенсию в результате утраты профессиональной трудоспособности. Ранее страховые компании недооценивали риски, связанные с продлением утраты профессиональной трудоспособности, что привело к недостаточности сформированных страховых резервов. Начиная с 1 января 2024 года требования к страховым резервам ОСРНС усилены, и страховые организации обязаны доформировать провизии даже по действующим договорам с учетом увеличения обязательств, связанных с удлинением выплат.

Рисунок 14

Динамика премий по ОСРНС с учетом расходных статей



Источник: НБРК

Выплаты пострадавшим работникам и их иждивенцам ежегодно индексируются на инфляцию, что приводит к росту расходов страховых организаций при ускорении инфляции. Прогноз уровня инфляции на долгосрочную перспективу для страховых компаний несет значительные риски ввиду отсутствия возможности предсказать инфляцию с определенной точностью. Это становится особенно важным, когда инфляция выражается двузначными значениями. Данный факт также может привести к недооценке резервов,

поскольку небольшая погрешность ввиду «длины» пассивов» может привести к значительным отклонениям в их оценке.

Несмотря на то, что данный вид страхования выгоден как работодателю, так и работнику и существует на рынке с 2005 года, до сих пор есть работодатели, которые, несмотря на обязательность данной нормы, не страхуют своих сотрудников. Примерная оценка покрытия организаций данным видом страхования составляет не более 60-70% на момент подготовки статьи.

Прочие классы страхования, представленные в линейке КСЖ, к которым относятся страхование жизни в рамках государственной образовательной накопительной системы, страхование на случай болезни, страхование от несчастных случаев, обязательное страхование туриста, не получили широкое распространение. Объем собираемых премий в данных классах незначителен. Это может быть связано с отсутствием заинтересованности страхователей в покупке данного продукта либо с тем, что некоторые продукты появились на рынке не так давно. Например, страхование жизни в рамках государственной образовательной накопительной системы было внедрено только в сентябре 2022 года. Ввиду небольших объемов собираемых премий по прочим классам страхования жизни, а также недостаточности имеющихся данных для анализа, обзор присущих им рисков авторами не проводился.

Заключение и рекомендации

Страхование жизни является одним из перспективных направлений развития всего финансового сектора с учетом возможности привлечения длинных денег. Обязательства страховых компаний, как правило, имеют сроки погашения порядка 10 лет и более, что обуславливает необходимость инвестирования накопленных страховых резервов в активы с сопоставимой дюрацией. Страховые резервы КСЖ могут стать источником финансирования долгосрочных инвестиционных проектов, позволяющих получить доходность, покрывающую их ответственность перед страхователями, и при наличии гарантии со стороны государства.

В части развития рынка страхования жизни можно предложить следующее:

1) повышать финансовую безопасность населения путем стимулирования заключения долгосрочных договоров страхования жизни (таких как накопление дополнительной пенсии и прочее);

2) увеличивать привлекательность пенсионного аннуитета по сравнению с выплатами из ЕНПФ за счет унификации подходов расчета порогов достаточности для изъятия части пенсионных средств на улучшение жилищных условий и для заключения пенсионных аннуитетов, либо

3) внедрить пенсионный аннуитет, являющийся инструментом пожизненного обеспечения граждан пенсией, в формате обязательности. Тогда, по мнению авторов, в полной мере будет реализована концепция перераспределения рисков (устранена и не допущена антиселекция рисков), и снижена стоимость аннуитета за счет расходов ввиду его максимального охвата;

4) перевести ОСРНС на пуловую основу с одновременным снижением уровня страховых премий на 25%-30% в среднем. Такой подход позволит минимизировать и более качественно перераспределять риски работодателя, в особенности крупных промышленных предприятий. При этом потребовать от работодателя высвободившуюся часть денежных средств (премии для работодателя становятся дешевле на 25-30%) направить на финансирование мероприятий, связанных с повышением уровня техники безопасности на предприятиях и с улучшением условий труда;

5) совершенствовать подход к расчету выплат по ОСРНС. Выплаты должны быть более предсказуемы и не вызывать больших неопределенностей ввиду колебаний инфляции, которая закладывается в расчет выплаты. При расчете выплат можно, по аналогии с пенсионным аннуитетом, ставку индексации сразу четко оговорить в договоре.

Литература

1. Swiss Re Institute, 2023. «Sigma 3/2023 - World insurance: Stirred, and not shaken». Available at: <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2023-03.html>;
2. OECD, 2022. «OECD Insurance Statistics». Available at: https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-insurance-statistics-2022_0512c106-en#page1;
3. АО «ЕНПФ», 2023. Показатели по пенсионным активам. Available at: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/pa/current.php>;
4. Закон Республики Казахстан от 18 декабря 2000 года № 126-ІІ «О страховой деятельности»;
5. Отчет о финансовой стабильности Казахстана, 2021. Available at: <https://www.nationalbank.kz/file/download/92781>
6. Canara HSBC Life Insurance and FICCI, Life Insurance-A Consumer's Perspective. Available at: <https://www.canarahsbc.life.com/knowledge-centre/life-insurance-consumers-perspective>

Институт первичных дилеров на рынке государственного долга. Особенности функционирования и перспективы внедрения на рынке государственных ценных бумаг Республики Казахстан

Рыскелдиева А. Т. – главный специалист-дилер управления денежно-кредитных операций и золотовалютных активов Департамента монетарных операций Национального Банка Республики Казахстан

В статье представлен обзор международного опыта внедрения института первичных дилеров. Были изучены причины внедрения данного института, сопутствующие выгоды и недостатки, а также формат его функционирования. В статье рассмотрены основные обязательства и привилегии первичных дилеров, а также другие особенности функционирования института в разных странах. Приведены основные причины необходимости внедрения данного института на казахстанском рынке, а также описаны шаги Национального Банка и Министерства финансов в этом направлении.

Ключевые слова: первичные дилеры, рынок государственных ценных бумаг Министерства финансов Республики Казахстан.

JEL-классификация: H63.

Введение

Внедрение института первичных дилеров подразумевает предоставление эксклюзивного доступа к первичным аукционам эмитента ограниченному числу участников взамен на выполнение ряда обязательств на первичном и вторичном рынках.

Институт первичных дилеров является неотъемлемой частью современных финансовых систем и играет ключевую роль в эмиссии и размещении государственных ценных бумаг (ГЦБ). Его наличие позволяет государству эффективно управлять своим долгом, оптимизировать структуру займов и обеспечивать устойчивость финансового рынка. Это особенно важно в условиях изменчивости экономической среды.

Присутствие первичных дилеров снижает риски для государства и инвесторов. Наличие у первичных дилеров обязательств по поддержанию ликвидности сглаживает колебания цен и обеспечивает стабильность рынка. Это снижает вероятность возникновения финансовых кризисов и повышает доверие инвесторов как локальных, так и иностранных к ГЦБ.

Институт первичных дилеров создает условия для привлечения инвесторов. Благодаря стабильности и прозрачности, которые они вносят, рынок ГЦБ становится более привлекательным. Это, в свою очередь, способствует снижению стоимости заемных средств для государства.

Таким образом, институт первичных дилеров является неотъемлемым звеном в построении здорового и стабильного рынка ГЦБ, он влияет на эффективность управления государственным долгом, обеспечение ликвидностью и снижение финансовых рисков. Внедрение этого института поддерживает развитие финансового сектора, способствуя экономическому росту и привлекательности страны для портфельных инвесторов.

Международный опыт

Система первичных дилеров была впервые внедрена в США в 1960 году. С середины 80-х годов применение института первичных дилеров получило распространение в Европе, а с середины 90-х годов – в развивающихся странах (Индия, Южная Корея). Тем не менее ряд стран с достаточно развитой экономикой не используют систему первичных дилеров (Австралия, Новая Зеландия и Швейцария), имея активный вторичный рынок ГЦБ. Общей чертой таких стран является большая доля вложений иностранных инвесторов.

Ряд стран с развивающейся экономикой также не используют первичных дилеров (Коста-Рика, Чили, Латвия, Саудовская Аравия) по причине недостаточной емкости рынка для обеспечения эффективной конкурентной среды и недостаточно диверсифицированной базы инвесторов для исполнения обязательств по осуществлению рыночной деятельности.

Согласно исследованиям Международного валютного фонда и Всемирного банка, институт первичных дилеров применяется в различных странах для решения двух основных задач:

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

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

Среди прочих преимуществ внедрения системы первичных дилеров можно выделить:

- усиление инфраструктуры на рынке ГЦБ путем ее оживления, повышения ликвидности на рынке и расширения базы;
- обеспечение развития андеррайтинга и содействие в разработке стратегии управления долгом органам государственной власти, развитие рынка путем оказания консультативной поддержки;
- улучшение ликвидности на вторичном рынке ГЦБ, что способствует формированию рыночной цены, укреплению оборачиваемости ГЦБ на вторичном рынке.

Институт первичных дилеров также может нести и определенные риски, связанные с возможностью образования «картеля» первичных дилеров. Первичные дилеры могут вступить в сговор, скоординировав свои действия, понизить цену на аукционах с целью дальнейшей продажи на вторичном рынке по более высоким ценам. Кроме того, существует риск установления первичными дилерами высоких комиссионных на посреднические услуги, что понижает спрос со стороны инвесторов. Для управления этими рисками необходим соответствующий надзор за деятельностью первичных дилеров, при тщательном анализе результатов аукционов и соответствующем контроле возможно предупредить такие ситуации.

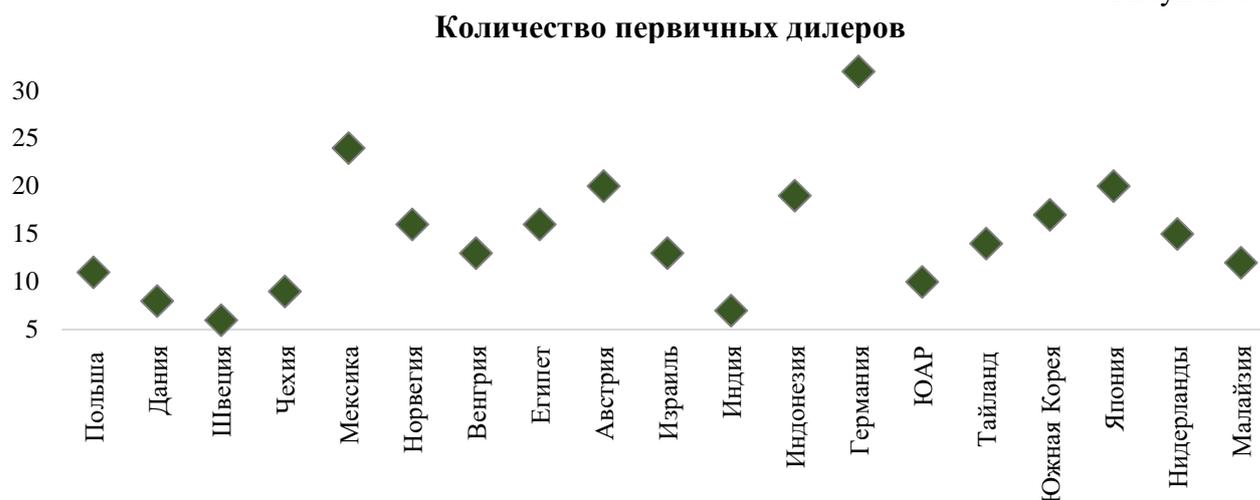
Формат функционирования института первичных дилеров отличается в зависимости от страны, каждая страна адаптирует условия, учитывая локальную конъюнктуру рынков. В целом формат функционирования определяется следующими факторами:

- 1) количество первичных дилеров;
- 2) процесс и критерии отбора;
- 3) обязательства первичных дилеров;
- 4) привилегии первичных дилеров.

На практике количество первичных дилеров обычно колеблется в среднем от 5 до 25 участников. Наибольшее число первичных дилеров наблюдается в Германии – более 30, а наименьшее в Исландии – 5.

Стоит отметить, что практически все из рассмотренных стран в качестве первичных дилеров имеют нерезидентов. Наиболее часто первичные дилеры – нерезиденты представлены J.P.Morgan, Deutsche Bank, Citibank и Goldman Sachs.

Рисунок 1



Источник: составлено автором на основе открытых данных

В большинстве случаев уполномоченные органы не ограничивают число первичных дилеров. У всех участников рынка, соответствующих установленным критериям, имеется возможность стать первичным дилером. При этом критерии к участникам рынка минимальные – зачастую необходимо наличие соответствующей лицензии, достаточный уровень уставного капитала и согласие на исполнение обязательств первичных дилеров. Деятельность первичных дилеров оценивается на периодической основе (1 раз в квартал или полгода), при выявлении несоблюдения требованиям, первичный дилер теряет свой статус незамедлительно.

Однако в Мексике соответствие критериям не гарантирует присоединение к системе первичных дилеров. Банком Мексики определяется пул подходящих кандидатов на основе этих критериев, после этого список первичных дилеров определяется через конкурсный отбор.

В Южной Корее статус первичных дилеров предоставляется в несколько этапов. Соответствующие критериям участники рынка получают статус «предварительный первичный дилер» (Preliminary Primary Dealer). По истечении 6 месяцев оценивается активность «предварительных первичных дилеров» как на первичном, так и на вторичном рынках. Для того, чтобы «предварительный первичный дилер» стал первичным дилером необходимо набрать определенное количество баллов. Однако даже это не гарантирует включение в итоговый список первичных дилеров, конечное решение принимается Министерством финансов. Оценке также подлежат текущие первичные дилеры: участники, показавшие низкую активность на рынке ГЦБ, теряют статус первичных дилеров и становятся «предварительными первичными дилерами». Данное решение также принимается Министерством финансов, т.е. недостижение необходимых результатов не влечет автоматическое исключение из списка первичных дилеров. Стоит также отметить, что в Южной Корее заявления на присоединение к системе первичных дилеров принимаются только 2 раза в год.

Венгрия так же, как и Корея, изначально присваивает статус «кандидат в первичные дилеры».

Создание института первичных дилеров предполагает исполнение первичными дилерами определенных обязательств на первичном и вторичном рынках. В мировой практике, исходя из требований и статуса первичных дилеров, выделяют два широко распространенных режима первичного дилерства: однородный и специализированный. В таких странах как Бельгия, Франция, Финляндия, Япония, Турция, США всем первичным дилерам предъявляются однородные требования, что позволяет обеспечивать прозрачность и простоту управления системой первичных дилеров. Некоторые страны (Италия, Канада) считают эффективным разделением обязательств первичных дилеров, устанавливая

различные уровни дилеров, каждый из которых имеет отдельные требования и цели. Такой подход особенно эффективен в случае наличия ограниченного количества учреждений, обладающих компетенциями, охватывающими все долговые инструменты. В Бразилии существовали организации, специализирующие только на вторичном рынке, но в 2010 году они перешли к применению единого набора обязательств ко всем первичным дилерам.

В исследованиях Всемирного Банка выделяют несколько основных обязательств первичных дилеров.

Первое – участие в первичных размещениях. Посредством участия на первичных аукционах первичные дилеры функционируют в качестве канала между эмитентом и конечными инвесторами. Обязательство участвовать в первичных размещениях обычно включает в себя обязательство первичного дилера подавать определенное минимальное количество заявок и/или успешных заявок. Это требование орган государственной власти рассматривает в контексте частоты участия и минимального объема выкупа ГЦБ каждым первичным дилером. Минимальная сумма, как правило, выражается в виде процента от общей объявленной/размещенной суммы. Минимальная сумма разнится от страны к стране: в Венгрии и Чехии первичные дилеры обязаны приобрести как минимум 3% от годового объема, в Израиле – 4%, в Швеции – 2,5%, в Бельгии и Франции – 2%. В ЮАР обязательный объем участия на каждом аукционе высчитывается с помощью формулы:

$$\frac{1}{\text{количество ПД}} + 2\%, \text{ с округлением до } 1\%.$$

То есть, если имеется 10 первичных дилеров, каждый обязан выставлять заявки на каждом аукционе в размере как минимум 12% от предлагаемого объема. Аналогичная система функционирует в Японии и Мексике, объем заявок на каждом аукционе в процентном выражении (rate of bidding responsibility) равен $100/\text{количество первичных дилеров}$.

В Южной Корее не устанавливается минимальный объем участия, а используется балльная система. В зависимости от доли участия на аукционах первичных дилеров присваиваются баллы, причем наименьшее количество баллов предусмотрено за «короткие» бумаги, наибольшее – за бумаги сроком 10 и 30 лет.

В Польше минимальный объем определяется Министерством финансов на периодической основе. При этом бумаги взвешиваются с учетом сроков: ГЦБ сроком до 4 лет присваивается вес 0,5, а ГЦБ сроком более 4 лет – 1,5.

В Египте, помимо минимального уровня, устанавливается и максимальный объем – ни один из первичных дилеров не может абсорбировать более 30% от любого из аукционов.

В соглашениях с первичными дилерами может быть также включено требование регулярного или обязательного участия в каждом размещении. Многие страны требуют от первичных дилеров выставления заявок по приемлемым ценам (соответствующим ценам вторичного рынка) и в объеме, не меньшем, чем определенный заранее задаваемый уровень. Это требование выражается в определении частоты участия (регулярного или обязательного участия в каждом размещении) и минимального объема выкупа ГЦБ каждым первичным дилером.

Второе обязательство первичного дилера – размещение ценных бумаг среди конечных инвесторов предполагает содействие размещению ГЦБ среди клиентской базы первичного агента посредством проведения исследований, маркетинга, активного продвижения продуктов.

Третье обязательство – поддержание ликвидности на вторичном рынке. Большинство стран обязывают первичных дилеров поддерживать «твердые» котировки по ряду бумаг с различными сроками с установленным минимальным объемом на протяжении определенного периода времени. В Польше устанавливается минимальное время котирования – 5 часов в течение торгового дня. В Латвии первичные дилеры обязаны выставлять ежедневные двусторонние котировки по всем бумагам, чей номинальный объем

превышает 50 млн евро. Некоторые страны обязывают первичных дилеров выставлять ежедневные котировки только по бумагам, входящим в бенчмарк.

Помимо этого, первичный дилер зачастую обязан устанавливать спред, не превышающий его установленной максимально предельной ширины, определяемой органом директивно или в виде определенной функции. К примеру, в Норвегии для разных сроков ГЦБ устанавливается соответствующая максимальная ширина спреда: для облигаций со сроком до погашения менее года – 5 б.п., более 9 лет – 50 б.п. Аналогичная система действует в Исландии: там спреды составляют от 15 б.п. на краткосрочные бумаги до 100 б.п. на бумаги сроком более 18 лет, однако имеется условие, согласно которому при превышении определенного объема транзакций в течение торгового дня, требование к максимальному спреду не применяется до конца этого дня. Есть страны, к примеру Венгрия, не ограничивающие максимальный спред.

Поддержание ликвидности на вторичном рынке также включает обязательство по поддержанию заданного уровня объема торгов на вторичном рынке за определенный период. Уровень объема может быть рассчитан в виде доли от общего объема торгов либо всех участников на вторичном рынке. Например, в Греции минимальный объем торгов каждого первичного дилера в течение года должен составлять 2% общего объема торгов на всех рынках. В Бельгии минимальная 2-х процентная доля для каждого из первичных дилеров рассчитывается от общего объема торгов всех первичных дилеров. Отсутствие данного требования в некоторых странах может свидетельствовать о большей ориентированности на ценовую определенность, чем на объем торгов, что повышает сложность качественной оценки последствий возможного искусственного характера сделок (торговля между собой двух маркет-мейкеров).

Четвертое обязательство первичного дилера – проведение консультативных мероприятий и поддержание партнерских отношений между первичными дилерами и органом управления государственным долгом. Большинство стран не описывают конкретные требования к коммуникации с уполномоченным органом, однако все отмечают необходимость ее наличия. Так, в Польше первичные дилеры обязаны еженедельно заполнять анкету Министерства финансов, в Бельгии – регулярно предоставлять обзор рынка, в Израиле – участвовать во встречах с Министерством финансов.

Пятое обязательство – предоставление отчета о своей деятельности на ежемесячной или ежеквартальной основе: отчетность первичных дилеров содействует органу управления государственным долгом в проведении оценки изменений на рынке и в отдельных организациях.

Как правило, в обмен на выполнение обязательств первичные дилеры могут получать широкий спектр привилегий. Их предоставление нацелено, во-первых, на повышение мотивации первичных дилеров, во-вторых, на поддержку операций, выполняемых первичными дилерами, на первичном и вторичном рынках.

Очевидными привилегиями первичных дилеров являются предоставление статуса первичных дилеров, а также эксклюзивное право на участие в первичных аукционах ГЦБ.

В ряде таких стран, как Дания, Швеция, Нидерланды, Исландия и Чехия, предусмотрено вознаграждение за деятельность первичных дилеров в зависимости от их активности на рынке ГЦБ. Исландия имеет систему фиксированной и переменной доходности, в зависимости от приобретенных объемов на первичном рынке. Помимо этого, для большинства стран характерны следующие привилегии:

- получение эксклюзивной информации от органа, управляющего государственным долгом, касающейся его стратегии развития рынка, прогнозов и планов;
- участие в периодических совещаниях с органом, управляющим государственным долгом;
- составление и публикация рэнкинга наиболее активных участников первичного и вторичного рынков – эффективный инструмент маркетинговых компаний таких дилеров в целях привлечения клиентов и институциональных инвесторов;

- подача первичными дилерами неконкурентных заявок после проведения аукциона (Green shoe option);
- эксклюзивный доступ к механизму кредитования ценными бумагами (кредиты ценными бумагами без обеспечения, операции обратного репо с центральным банком);
- льготный доступ к привлечению денежных средств в центральном банке;
- право выступать контрагентом в операциях центрального банка на вторичном рынке.

Целью предоставления первичным дилерам эксклюзивного доступа к механизму кредитования ГЦБ является компенсация рисков, вытекающих из самого характера деятельности первичных дилеров. В случае, когда маркетмейкер выставляет твердые цены и обязан продать ГЦБ, которых у него нет в портфеле, он может занять ГЦБ (Security lending facility). Например, в Норвегии первичные дилеры могут занять ценные бумаги на срок до пяти дней по рыночным ценам. Форвардная цена обратной сделки рассчитывается как ключевая ставка Банка Норвегии за вычетом 5 б.п.

Перспективы внедрения института первичных дилеров на рынке ГЦБ Казахстана

В последние годы Национальным Банком и Министерством финансов активизирована совместная работа по повышению привлекательности рынка ГЦБ для иностранных инвесторов. В частности, ведутся работы по включению ГЦБ в индекс J.P. Morgan GBI-EM. В результате предпринятых мер, в настоящий момент ГЦБ находятся на первой стадии (помещены на «радар») включения в данный индекс. Следующим этапом является включение государственных облигаций в список «Index Watch». Включение в индекс позволит повысить узнаваемость и привлекательность казахстанских ГЦБ, привлечь иностранных инвесторов, снизить стоимость заимствования, а также диверсифицировать инвесторскую базу.

На текущий момент главным сдерживающим фактором для включения казахстанских ГЦБ в индекс остается низкий уровень ликвидности. Так, на первичных аукционах Министерства финансов участвуют те, у кого есть доступ к площадке «фондовая» на Казахстанской фондовой бирже – это более 40 участников. Наличие доступа к первичным аукционам у большого количества участников снижает потенциал развития вторичного рынка ГЦБ. Для повышения ликвидности на рынке государственных облигаций совместными усилиями Министерства финансов и Национального Банка планируется внедрить институт первичных дилеров.

Для реализации проекта по внедрению института первичных дилеров на казахстанском рынке ГЦБ требуется определить критерии отбора первичных дилеров, а также разработать для них концепцию обязательств и привилегий.

В целях предоставления равных условий всем участникам рынка было принято решение о проведении мониторингового периода в течение 6 месяцев для оценки деятельности участников рынка на рынке ГЦБ. Для прозрачности процесса Национальным Банком по согласованию с Министерством финансов была разработана скоринговая модель оценки деятельности участников. Скоринговая модель включала следующие показатели:

- 1) показатели первичного рынка:
 - а) доля участия (оценивался приобретенный объем на первичных аукционах Министерства финансов);
 - б) частота участия (оценивалась доля аукционов, в которых участник принимал участие из общего количества проведенных аукционов);
 - в) равномерность участия (позволяла оценить концентрацию участия на определенных сроках, оценивалась с помощью индекса ННН (Herfindahl-Hirschman Index));
- 2) показатели вторичного рынка:
 - а) доля участия (оценивалось отношение объема торгов участника рынка к общему объему на вторичном рынке);

b) количество котировок (оценивалось количество котировок на биржевой и внебиржевой платформах, учитывались котировки объемом не менее 500 млн тенге и активные в течение не менее 3 часов);

c) количество уникальных бумаг (оценивалось количество бумаг, по которым выставлялись котировки на биржевой и внебиржевой платформах);

d) качество котирования (оценивалось наличие двусторонних котировок на биржевой и внебиржевой платформах);

3) дополнительные показатели:

a) предоставление аналитической информации;

b) коммуникация с Министерством финансов;

c) наличие сделок с нерезидентами.

Важно отметить, что скоринговая модель была разработана таким образом, чтобы оценить активность участников не в абсолютном, а в относительном выражении. Так, расчет баллов по показателям первичного и вторичного рынка осуществлялся путем ранжирования всех участников рынка на основе соответствующего показателя.

Участник, занявший первое место в рэнкинге по определенному показателю, получал максимальное количество баллов за этот показатель в процентном соотношении (100%), последующие участники получали на 10% меньше (к примеру, за первое место в рэнкинге участник получал – 100%, за второе место – 90% баллов, за третье – 80%, за десятое – 10%, за одиннадцатое и все последующие – 0%). В случае, если два и более участника рынка имели одинаковый показатель, им начислялось одинаковое количество баллов в соответствии с их местом в рэнкинге, а последующий участник получал на 10% меньше (к примеру, два участника заняли первое место и получали – 100%, следующий за ними участник – 90% баллов и так далее). Следовательно, итоговая оценка в баллах рассчитывалась путем произведения оценки в процентном соотношении и максимального балла за соответствующий показатель.

Расчет по дополнительным критериям осуществляется по принципу «да/нет». Если участник выполнил требование хотя бы один раз, он получал 5 баллов по критерию, в случае невыполнения – 0 баллов.

Данная скоринговая модель была разъяснена всем участникам рынка, а также опубликована на официальном сайте Казахстанской фондовой биржи. После публикации модели, начиная с мая 2023 года, был объявлен мониторинговый период.

Важно отметить, что мониторинговый период оказал позитивное влияние на вторичный рынок ГЦБ. Так, объем торгов на вторичном рынке во втором квартале (после начала мониторингового периода) вырос в 3 раза по сравнению с 1 кварталом. Помимо этого, значительно увеличилось количество доступных котировок: если до мониторингового периода на внебиржевом рынке (платформа Bloomberg Ebond) котировки практически отсутствовали, то к концу мониторингового периода на той же площадке были доступны котировки по более чем 40 бумагам. Немаловажным фактором является улучшение и «качества» котирования. В начале мониторингового периода спреды по большинству бумаг составляли от 150 до 200 базисных пунктов, в то время как на текущий момент спреды в основном не превышают 50 базисных пунктов.

Таким образом, мониторинговый период позитивно повлиял на состояние рынка государственных облигаций. Параллельно с запуском мониторингового периода Национальным Банком совместно с Министерством финансов началась разработка концепции обязательств и привилегий. Первичный вариант концепции был обсужден с участниками рынка и включает следующие положения об обязательствах и привилегиях первичных дилеров.

Обязательства на первичном рынке будут включать:

1) минимальный объем покупок на первичном рынке. Ожидается, что он будет равным для всех участников и будет высчитываться как отношение доли гарантированного минимального объема покупок для всех участников рынка, определенной Министерством

финансов, к количеству первичных дилеров на начало года. Предполагается, что бумаги с более длинным сроком будут иметь больший вес;

2) минимальная активность на первичном рынке. От первичных дилеров будет ожидать проявление активности (выставление заявок) не менее определенной доли от всех аукционов. При этом заявки – «аутлайеры» (значительно отличающиеся от цены отсечения) учитываться не будут.

Обязательства на вторичном рынке будут включать:

1) выставление ежедневных котировок, учитывая максимальный спред. Первичные дилеры будут выставать ежедневно двусторонние котировки на биржевой и внебиржевой платформах по бумагам, входящим в перечень обязательных бумаг для котирования;

2) минимальный объем на вторичном рынке. Каждый первичный дилер будет обязан поддерживать определенный объем торгов на вторичном рынке.

В качестве основной привилегии первичные дилеры получают эксклюзивный доступ к аукционам Министерства финансов, что позволит им перепродавать ГЦБ другим участникам рынка с установленной комиссией. Также первичные дилеры будут иметь доступ к информации от Министерства финансов касательно плана выпусков ГЦБ. Помимо этого, первичным дилерам будут предоставлены льготные условия на Казахстанской фондовой бирже в части оплаты комиссий.

Для более эффективного управления портфелем ГЦБ прорабатывается вопрос о предоставлении первичным дилерам следующих возможностей:

1) доступ к аукциону switch. На таком аукционе первичные дилеры смогут не только изменить дюрацию портфеля, заменив бумаги с одним сроком на другой, но и приобрести более ликвидные бумаги взамен на менее ликвидные;

2) краткосрочная возможность фондирования;

3) кредитование ценными бумагами (Securities lending facility). Так как первичные дилеры будут иметь обязательство ежедневного котирования ряда бумаг, рассматривается разработка механизма securities lending, который позволит в случае отсутствия бумаги занять ее на рыночных условиях;

4) Green shoe option. Ожидается, что на следующий день после аукциона у первичных дилеров будет право докупить дополнительно определенный объем от суммы удовлетворенных на аукционе заявок.

Выводы и заключение

В завершение можно подчеркнуть, что внедрение института первичных дилеров несет в себе потенциал для существенного улучшения функционирования рынка и становится стратегическим шагом в развитии фондового рынка страны.

Неэффективность действующей системы доступа к первичным аукционам Министерства финансов подчеркивает необходимость ее переосмысления. Более того, уязвимость текущей системы к рыночным изменениям, выявленная опытом 2022 года в контексте геополитических потрясений, подчеркивает необходимость устойчивых механизмов реагирования. Внедрение института первичных дилеров позволит создать гибкую систему, способствующую более эффективному функционированию рынка ГЦБ.

В процессе мониторингового периода выявлено, что наличие стимулов у определенных участников рынка может служить импульсом для развития всего рынка ГЦБ. Таким образом, внедрение института первичных дилеров представляет собой не просто инструмент для решения текущих проблем, но и стратегическую инициативу, способствующую долгосрочному укреплению рынка ГЦБ и его адаптации к переменам в рыночной конъюнктуре.

Литература:

1. World Bank. 2010. Primary Dealer Systems: Draft Background Note. © Washington, DC. <http://hdl.handle.net/10986/24099>

2. Marco Arnone and George Iden. IMF Working paper: “Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries Experience”. March 1, 2003
3. <https://www.aft.gouv.fr/en/primary-dealers-presentation>
4. <https://akk.hu/download?path=6a9cf213-3514-4847-928b-0a178fd17eec.pdf>
5. <https://www.gov.pl/web/finance/primary-dealers>
6. <https://www.mfcr.cz/en/fiscal-policy/state-debt/dealers/selection-of-dealers>
7. <https://www.nationalbanken.dk/media/aovdo4mv/pd-contract-bonds-2022.pdf>
8. <https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/statsgjeld/2021/primarhandleravtale---statsobligasjoner-eng.pdf?v=11302020130652>