

ISSN 2709-2496

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ

Национального Банка Республики Казахстан

№ 4, 2025



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

Сырлыбаева Б. Р.
к.э.н., Казахстанско-Британский технический университет

Нурсеитов А. А.
к.э.н., Институт экономических исследований

Попов С. В.
PhD in Economics, Кардиффский Университет, Великобритания

Шукаев М.
PhD in Economics, Университет Альберты, Канада

Алдашев А.
PhD in Economics, профессор, Казахстанско-Британский технический университет

Ергабулова А. А.
PhD in Economics, Nazarbayev University

Ыбраев Ж. Ж.
PhD in Economics, Департамент финансовой стабильности и исследований НБРК

При рецензировании статей выпуска получены экспертные заключения сотрудников НБРК
Ойшыновой Г. А., Шаих Ш. Б., Салходжаева А. И.

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

№ 4, 2025

СОДЕРЖАНИЕ

Международный опыт применения нетрадиционных мер денежно-кредитной политики <i>Алмагамбетов К. А., Толегенова Ж. Б., Джаржанов М. У.</i>	4
Справедливый переход (Just Transition) в рамках декарбонизации экономики и перехода к ESG в Казахстане <i>Абдуллаева А. Б., Абенова А. М.</i>	40
Использование зерновых расписок в качестве залога при кредитовании в Казахстане <i>Ойшынова Г. А., Нурханова О. В.</i>	62

Международный опыт применения нетрадиционных мер денежно-кредитной политики

Алмагамбетов К. А. – главный специалист-аналитик управления монетарной политики Департамента денежно-кредитной политики Национального Банка Республики Казахстан.

Толегенова Ж. Б. – ведущий специалист-аналитик управления монетарного анализа Департамента денежно-кредитной политики Национального Банка Республики Казахстан.

Джаржанов М. У. – главный специалист-аналитик управления монетарной политики Департамента денежно-кредитной политики Национального Банка Республики Казахстан.

В статье исследуются теоретические основания, инструменты и международная практика применения нетрадиционной денежно-кредитной политики (НДКП), а также оценивается ее связь с инфляционными процессами в развитых и развивающихся экономиках. Актуальность темы определяется тем, что после глобального финансового кризиса 2008 года и особенно в период пандемии COVID-19 НДКП из исключительного антикризисного инструмента превратилась в важный элемент практики центральных банков, тогда как ее инфляционные последствия и границы применимости остаются предметом дискуссий.

Цель исследования состоит в систематизации международного опыта НДКП и выявлении различий в ее применении и последствиях для инфляции в странах с разным уровнем развития финансовых рынков и монетарных институтов. Для достижения этой цели в работе решаются три задачи: уточняется классификация инструментов НДКП и каналов их трансмиссии; сопоставляется опыт развитых и развивающихся стран; проводится межстрановая эмпирическая оценка влияния программ выкупа активов и кредитных мер на инфляцию в период пандемии COVID-19.

Научный вклад работы, в первую очередь, состоит в том, что статья предлагает единую сравнительную рамку анализа НДКП, объединяющую инструменты, каналы воздействия и баланс центрального банка. Во-вторых, работа соединяет обзорную и эмпирическую части, дополняя анализ международного опыта межстрановой оценкой на выборке из 41 страны. В-третьих, статья показывает, что инфляционные эффекты НДКП существенно различаются между развитыми и развивающимися экономиками.

Эмпирический анализ на основе панельных регрессий и метода difference-in-differences показывает, что расширение баланса центрального банка статистически связано с инфляцией, причем эта связь наиболее выражена в развивающихся экономиках. Для развитых стран панельные оценки не выявляют устойчивой связи между расширением баланса и инфляцией, тогда как DiD-подход показывает наличие статистически значимого, но гетерогенного эффекта применения НДКП. В общей выборке стран оценка эффекта составляет около 0,8–0,9 п. п. для периода после запуска мер НДКП. Полученные результаты указывают на то, что применимость стимулирующих мер НДКП зависит от состояния процентного канала, закреплённости инфляционных ожиданий, глубины финансовых рынков и доверия к центральному банку.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, нетрадиционная денежно-кредитная политика, центральный банк, инфляция, COVID-19.

JEL-классификация: C23, E31, E44, E52, E58.

1. Введение

Современная денежно-кредитная политика претерпела существенную трансформацию после глобального финансового кризиса 2008 года, когда традиционные

инструменты, прежде всего изменение краткосрочной процентной ставки, в ряде стран перестали обеспечивать достаточное воздействие на выпуск, кредитование и инфляцию. В ответ центральные банки начали применять нетрадиционные меры денежно-кредитной политики, включая программы покупок активов, целевые кредитные инструменты, forward guidance, отрицательные ставки, контроль кривой доходности и валютные интервенции. В международной литературе накоплен значительный массив исследований, подтверждающих, что такие меры способны заметно влиять на доходности, спрэды, цены активов и финансовые условия в целом. Однако их влияние на инфляцию и границы применимости в разных институциональных средах оцениваются менее однозначно.

Особенно остро этот вопрос проявился в период пандемии COVID-19, когда НДКП стали применяться в существенно более широком масштабе не только в развитых, но и во многих развивающихся экономиках. Материалы Банка международных расчетов (БМР, BIS) и Международного валютного фонда (МВФ, IMF) показывают, что после 2020 года центральные банки активно использовали покупки активов, расширенные кредитные программы, операции поддержки ликвидности и иные нестандартные меры, но характер, масштаб и последствия этих действий заметно различались между странами [4,44,49]. Это особенно важно для развивающихся экономик, где ограниченная глубина финансовых рынков, высокая чувствительность к валютным и фискальным шокам и менее устойчивые инфляционные ожидания могут усиливать побочные эффекты стимулирующей политики.

Несмотря на большой объем исследований, литература о НДКП остается фрагментированной, т. е. неравномерной по охвату тем и стран. Во-первых, значительная часть работ сосредоточена либо на отдельных инструментах НДКП, либо на опыте отдельных центральных банков, прежде всего развитых экономик [5, 6, 11, 12, 20]. Во-вторых, многие исследования анализируют влияние НДКП через финансовые переменные – доходности, спрэды, обменный курс, цены активов, – тогда как межстрановые оценки их связи с инфляцией представлены менее системно [1,7, 15, 27]. В-третьих, сохраняется недостаток работ, которые одновременно соединяли бы типологию инструментов, сравнительный анализ страновых кейсов и единую эмпирическую проверку различий между развитыми и развивающимися странами. Кроме того, в литературе сосуществуют альтернативные интерпретации эффектов НДКП: одни работы подчеркивают их роль в смягчении финансовых условий и предотвращении дефляции, другие акцентируют риски роста инфляции, усиления фискально-монетарной взаимосвязи и накопления финансовых дисбалансов [3, 18, 19].

Настоящая работа направлена на исследование международного опыта применения НДКП с акцентом на различия между развитыми и развивающимися экономиками и на инфляционные последствия стимулирующих мер в период пандемии COVID-19. Цель исследования состоит в систематизации инструментов и практик НДКП и в оценке того, как их применение связано с инфляцией в странах с различными институциональными и макрофинансовыми характеристиками. Для достижения этой цели в работе решаются следующие задачи: во-первых, уточняется классификация НДКП и каналов их передачи в экономику; во-вторых, сопоставляется опыт отдельных центральных банков в единой аналитической логике; в-третьих, проводится межстрановая эмпирическая оценка влияния расширения баланса центрального банка и применения НДКП на инфляцию.

Научный вклад статьи состоит в трех основных аспектах. Во-первых, работа предлагает единую сравнительную рамку анализа НДКП, в которой инструменты рассматриваются через сочетание их целей, каналов трансмиссии и изменений в балансе центрального банка. Во-вторых, статья выходит за рамки преимущественно описательных обзоров, дополняя анализ международного опыта собственной межстрановой эмпирической оценкой на выборке из 41 страны. В-третьих, работа показывает, что инфляционные эффекты НДКП принципиально неоднородны: панельные оценки указывают на более устойчивую связь расширения баланса центрального банка с инфляцией в развивающихся странах, тогда как для развитых стран она выражена слабее и чувствительнее к методологии и временному горизонту оценки.

Тем самым статья отличается от существующих подходов не только широтой охвата стран и инструментов, но и попыткой объединить три уровня анализа в одной работе: теоретическую систематизацию НДКП, сравнительный разбор страновых кейсов и эмпирическую проверку гипотезы о неоднородности инфляционных эффектов. Такой подход позволяет одновременно ответить на два вопроса: как именно НДКП работает в теории и практике, и при каких условиях ее применение оказывается относительно безопасным либо, напротив, сопряженным с более высокими проинфляционными рисками.

Структура статьи подчинена этой логике. В следующем разделе рассматриваются теоретические основы НДКП, предпосылки ее внедрения, классификация и каналы воздействия. В третьем разделе анализируется опыт отдельных центральных банков в развитых и развивающихся экономиках. В заключительной части представлена эмпирическая оценка влияния программ количественного смягчения и кредитных мер на инфляционные процессы в период пандемии COVID-19 с использованием панельных регрессий и метода *difference-in-differences*.

2. Теоретические основы и классификация нетрадиционных мер денежно-кредитной политики

История нетрадиционных мер денежно-кредитной политики отражает эволюцию реакции центральных банков на системные шоки и ограничения традиционной процентной политики. Во время глобального финансового кризиса 2008–2009 годов, в условиях достижения нулевой нижней границы процентных ставок (*zero lower bound, ZLB*), а также в период пандемии COVID-19 центральные банки прибегали к расширению набора инструментов, включая крупномасштабные покупки активов, программы целевого кредитования, операции на валютных рынках и стратегию опережающей коммуникации (*forward guidance, FG*).

В научной литературе отсутствует общепринятое определение НДКП. Вместе с тем среди представителей исследовательского сообщества сформировалось устойчивое представление о том, что меры НДКП применяются с целью устранения сбоев в функционировании механизма денежно-кредитной трансмиссии или стимулирования экономики в условиях неэффективности традиционных инструментов [1].

Среди мер НДКП можно выделить три основных направления: политика управления балансом (*balance sheet policy*), *FG* и отрицательные процентные ставки (*negative policy rates*). На практике подобные меры могут применяться центральными банками как изолированно (независимо друг от друга и от традиционной процентной политики), так и в различных комбинациях в зависимости от цели и ситуации на финансовом рынке [2].

Так, в период антикризисного управления, связанного с глобальным финансовым кризисом 2008 года, центральные банки активно применяли политику управления балансом для стабилизации финансовой системы. Данные меры использовались преимущественно в развитых странах, где традиционные инструменты денежно-кредитной политики оказались ограничены проблемой *ZLB*. В дальнейшем по мере смещения акцента на более традиционные макроэкономические цели центральные банки начали больше полагаться на *FG* [3]. Во время пандемии COVID-19 многие центральные банки возобновили применение нетрадиционных мер, включая масштабные покупки активов и целевые программы кредитования. Эти меры были направлены на стабилизацию финансовых рынков и поддержку экономики в условиях тесной координации денежно-кредитной и фискальной политик [4].

В целом баланс мер денежно-кредитной политики определяется каждым центральным банком индивидуально с учетом особенностей структуры финансовой системы и экономики страны. Классификация мер НДКП представлена в таблице 1.

Таблица 1

Классификация нетрадиционных мер ДКП

	Тип операции	Содержание	Канал влияния
Политика управления балансом (balance sheet policy)	Программы кредитования	Liquidity provision (долгосрочные РЕПО, LTRO) Targeted lending/FFL-программы (FLS, TLTRO, FCIC и др.) Оговорка: применяются в условиях экономического спада, нарушенной кредитной трансмиссии и ограниченного доступа банков к рыночному фондированию. Их использование направлено на восстановление функционирования кредитного канала	Кредитный канал: снижение предельной стоимости фондирования, стимулирование выдачи кредитов, снижение спреда между ставками фондирования и кредитования
	Выкуп активов	Покупка государственных облигаций (QE, LSAP) Покупка корпоративных облигаций и коммерческих бумаг Покупка других частных активов: MBS, обеспеченные облигации, ETF, REIT и др. (credit easing) Оговорка: применяются в условиях глубокой рецессии, дефляционных рисков и устойчиво низких инфляционных ожиданий, когда традиционные инструменты ДКП исчерпаны	Portfolio-balance channel: сокращение свободного предложения долгосрочных активов, снижение доходностей, удешевление долгосрочного финансирования, перераспределение портфелей, стабилизация рынков Signaling channel: подтверждение более длительного периода низких ставок
	Управление резервами банков	Временное снижение нормы обязательных резервов Смягчение нормативов ликвидности	Освобождение ресурсов банков, снижение их средневзвешенной стоимости фондирования, усиление кредитного канала. Может использоваться как дополнение к FFL и QE
Forward guidance (FG)	Коммуникации ЦБ	Календарное FG Ситуационно-зависимое FG Delphic FG (разъяснение перспектив экономики и политики) Odyssean FG (предварительное обязательство удерживать ставку/баланс на заданном уровне)	Инструмент управления ожиданиями: центральный банк через заявления, прогнозы, «dot plot», публикацию траектории ставки сообщает рынкам свою будущую реакцию. Основной канал – signaling channel: влияние на компонент ожиданий в длинных ставках, снижение неопределенности и премии за риск, усиление эффекта нулевой или низкой ставки
Отрицательные процентные ставок (NIRP)	Ставка ЦБ	Установление отрицательной ключевой ставки/ставки по депозитам ЦБ Переход к «tiered system» вознаграждения резервов (часть резервов облагается отрицательной ставкой, часть – нет)	Продление действия традиционного процентного канала за пределы нулевой границы: снижение рыночных ставок, удешевление фондирования, стимулирование кредитования, перераспределение портфелей в более рискованные активы
Другие формы НДКП	Контроль кривой доходности (УСС)	Достижение целевых уровней доходностей по разным срокам	Целенаправленное таргетирование доходности 10-летних и иных гособлигаций через неограниченные покупки/продажи: управление формой кривой, закрепление ожиданий по ставке, снижение долгосрочной премии за срок
	Операции на валютном рынке	Крупномасштабные интервенции для предотвращения чрезмерного укрепления валюты USD swap line и другие своп-линии между ЦБ Валютные своп-операции с коммерческими банками FX spot intervention, режимы минимального курса	Поддержание функционирования валютных рынков и/или управление обменным курсом. Ослабление национальной валюты для противодействия дефляции и поддержки экспорта. Баланс ЦБ расширяется за счет иностранных активов (NFA). В ряде случаев (SNB, ČNB) фактически являются «внешней» формой количественного смягчения

Источник: составлено авторами

2.1. Политика управления балансом (Balance sheet policy)

Политика управления балансом представляет собой альтернативный процентной политике подход, который заключается в корректировке центральным банком собственного баланса для воздействия на финансовые условия [3]. В отличие от традиционных инструментов управления ликвидностью, он характеризуется масштабным и целенаправленным воздействием на структуру и размеры активов/пассивов центрального банка. Политика управления балансом включает крупномасштабные покупки активов и обменные операции (своп-программы), предоставление центральным банком финансирования (ликвидности) на нестандартных условиях (длительные сроки, определенные цели и т. д.) и изменение дюрационной структуры активов.

Наиболее распространенными в практике инструментами данного вида НДКП являются финансирование программ кредитования (funding for lending programmes, FFLs) и программы масштабных покупок активов (large-scale asset purchases, LSAPs).

Оба подхода применяются центральным банком с целью стимулирования экономической активности. Посредством FFLs и LSAPs центральный банк увеличивает денежное предложение, способствуя снижению стоимости финансирования и расширению кредитования, в итоге улучшается передача сигналов денежно-кредитной политики на реальную экономику [5]. Однако характер воздействия этих инструментов различается: в то время как LSAPs снижают общие затраты на финансирование за счет снижения долгосрочной доходности, FFLs напрямую стимулирует банковское кредитование и сокращает разницу между рыночными и банковскими ставками заимствования [6].

Рисунок 1

Механизм FFLs



Источник: составлено авторами

В рамках FFLs центральный банк предоставляет банкам доступ к недорогому финансированию, как правило, при условии дальнейшего кредитования определенных сегментов экономики. Механизм влияния данного инструмента на стоимость финансирования имеет как прямой, так и косвенный характер. С одной стороны, FFLs за счет снижения предельной стоимости фондирования напрямую повышают доступность банковских кредитов. С другой стороны, FFLs оказывают косвенный эффект на финансовый рынок: уменьшая спрос на альтернативные источники фондирования, способствуют снижению доходности и улучшению условий финансирования для системы в целом [7].

В публичных дискуссиях программы покупок активов центральным банком именуется обобщенно количественным смягчением (quantitative easing, QE). Однако в академической литературе и профессиональной среде центральных банков от QE отделяют близкий к его механизму инструмент – кредитное смягчение (credit easing, CE). В отличие

от QE, в котором основное внимание уделяется размеру баланса, SE направлено на манипулирование как размером, так и составом активов ЦБ [8].

Рисунок 2

Механизм LSAPs или QE



Источник: составлено авторами

Для разграничения действия двух инструментов центральные банки могут использовать разные критерии разделения. В частности, Банк Канады предлагает следующие формулировки: QE – это прямая покупка государственных или частных ценных бумаг, финансируемых посредством создания резервов; SE – приобретение частных активов на определенных сегментах кредитного рынка, которое может финансироваться за счет увеличения резервов банков в центральном банке, сокращения запасов других активов, либо увеличения государственных депозитных обязательств¹. Вместе с тем основной целью QE является стимулирование совокупного спроса, SE – улучшение работы ключевых рынков, которые важны для функционирования финансовой системы [9].

Рисунок 3

Механизм Asset purchase SE



Источник: Составлено авторами

¹ В случае финансирования SE за счет сокращения запасов других активов или увеличения депозитных обязательств центральный банк может сохранять денежную базу неизменной, если его влияние на резервы стерилизуется.

В рамках реализации LSAPs центральные банки могут приобретать различные финансовые активы в зависимости от целей политики, структуры финансового рынка и институциональных особенностей каждой страны. Состав приобретаемых активов варьируется от государственных ценных бумаг до частных активов, таких как корпоративный долг, коммерческие бумаги, обеспеченные облигации, даже акции и доли в инвестиционных фондах [10]. В качестве примеров можно привести покупку ФРС США ипотечных ценных бумаг и агентских облигаций, ЕЦБ – банковских обеспеченных облигаций, Банком Японии – коммерческих бумаг, долей в биржевых инвестиционных фондах и инвестиционных трастах недвижимости (рисунки 1, 2, 3).

Посредством программ покупки активов центральный банк воздействует на экономику через два основных канала – балансировки портфеля (portfolio-balance channel) и сигнальный (signaling channel).

Канал балансировки портфеля предполагает, что центральный банк может влиять на долгосрочную доходность, изменяя относительное предложение (объем в обращении) различных финансовых активов. Посредством масштабной покупки активов центральный банк может влиять на их рыночное предложение и, как следствие, на доходность. Присутствие на рынке неоднородных агентов с разными предпочтениями относительно риска и ликвидности позволяет центральному банку воздействовать на распределение средств, потенциально влияя на реальную активность и инфляцию [1].

Сигнальный канал подразумевает, что покупки финансовых активов центральным банком предоставляют информацию рынкам о будущей монетарной политике. Официальные сообщения центрального банка могут служить механизмом подтверждения обязательств или сигналом серьезности намерений в проводимой политике [11]. Поскольку долгосрочные доходности формируются не только под влиянием текущего уровня краткосрочных ставок, но и ожиданий их динамики, сигнальный канал способен снизить доходности по более длинным срокам за счет сокращения компонента ожиданий [12]. Эффективность данного канала зависит от доверия экономических агентов к действиям центрального банка и от того, в какой степени частные ожидания и уверенность влияют на макроэкономические и финансовые условия [1].

2.2. Опережающая коммуникация (Forward guidance)

В целях усиления сигнального эффекта центральные банки применяют другой инструмент нетрадиционной денежно-кредитной политики – Forward guidance (FG). Он представляет собой заявления центрального банка, содержащие прямую информацию о вероятном развитии экономики и состоянии денежно-кредитной политики в будущем. Ключевая функция FG заключается в формировании и управлении ожиданиями участников рынка относительно будущей траектории процентных ставок. Посредством данного инструмента центральный банк может обеспечить дополнительный стимул на уровне нулевой нижней границы, сообщая о том, что процентные ставки останутся ниже уровня, заложенного в рыночных котировках. Помимо этого, FG может снизить степень неопределенности, тем самым снижая волатильность процентных ставок и, возможно, премии за риск [13].

FG может принимать различные формы (например, утверждение целевых показателей, определение экономических прогнозов, объявление о плане) и осуществляться на многих площадках (официальные выступления, информационные сообщения и отчеты о денежно-кредитной политике) [10]. В зависимости от параметров FG может относиться к определенному периоду времени (календарные) или зависеть от экономических условий (ситуационно-зависимые); содержать конкретные числовые значения (количественные) или выражены в неопределенных терминах (качественные).

Например, центральный банк может заявить, что не планирует снижать ключевую ставку в обозримом будущем (календарный и качественный), или до момента достижения инфляцией целевого показателя в 2% (ситуационно-зависимый и количественный), или в течение года (календарный и количественный), или до значительного улучшения ситуации

на рынке труда (ситуационно-зависимый и качественный). В зависимости от сложности заявления, центральный банк может использовать разные комбинации параметров [3]. В целом практика центральных банков развитых стран демонстрирует устойчивое предпочтение ситуационно-зависимого и качественного форматов FG, поскольку они позволяют рыночным ожиданиям корректироваться в соответствии с поступающей информацией [13].

Практическая полезность FG может зависеть от того, рассматриваются ли заявления центрального банка как обязательство, изложены ли они четко, верно ли интерпретируются [14]. По мнению некоторых экономистов, эффективный FG включает в себя предварительное обязательство центрального банка, т. е. когда общественность уверена в выполнении центральным банком обязательств, его заявления могут повлиять на ожидания относительно будущей динамики процентных ставок [15]. Подобный формат FG, включающий обещание или обязательство центрального банка проводить политику определенным образом, называют Одиссеевским (Odyssean). В отличие от него, Дельфийский (Delphic) предназначен исключительно для информирования и разъяснения экономических перспектив и политических планов центрального банка [16].

Как Дельфийский, так и Одиссеевский форматы FG приобретают особую значимость при достижении процентными ставками ЦБ околонулевых значений. Дельфийский FG помогает общественности лучше понять реакцию центрального банка, которая может заметно отличаться от его действий в стандартных условиях. Одиссеевский FG позволяет убедить участников рынка в намерении центрального банка удерживать процентные ставки на низком уровне в течение длительного периода, даже если это предполагает временное превышение целевого показателя инфляции [10]. Таким образом, FG может выступать как действенный механизм влияния на ожидания экономических агентов, повышающий эффективность политики.

2.3. Политика отрицательных процентных ставок

Отрицательные процентные ставки, т.е. взимание процентов с избыточных резервов банков, является одним из последних дополнений к арсеналу нетрадиционных мер денежно-кредитной политики [3]. Данный инструмент в определенные периоды применял ряд центральных банков, включая ЕЦБ, Национальный банк Дании, Национальный банк Швейцарии, Банк Швеции и Банк Японии. Вышеупомянутые центральные банки ввели политику отрицательных ставок (negative interest rate policy, NIRP) для обеспечения дополнительной гибкости денежно-кредитной политики в условиях ограничений, сопряженных с достижением ставками нулевой нижней границы. Мотивация принятия подобного решения различалась: одни центральные банки стремились стабилизировать инфляционные ожидания и поддержать экономический рост, другие концентрировались на снижении давления, способствующего укреплению национальной валюты [17].

В то время как основные мотивы внедрения NIRP могут различаться, каналы ее воздействия на экономическую активность и инфляцию концептуально аналогичны каналам трансмиссии традиционной денежно-кредитной политики. Отрицательные процентные ставки влияют на экономику в основном через процентный и кредитный каналы, а также каналы портфеля и обменного курса. Подобно действию процентных ставок в положительной зоне, снижение ставок до уровня ниже нуля приводит к уменьшению стоимости заимствований и падению доходностей на финансовых рынках. Понижение ставок повышает стимулы банков направлять избыточную ликвидность в кредитование, а переориентация инвесторов на более доходные активы сопровождается повышением их рыночной стоимости и формированием эффекта богатства. Также снижение внутренних ставок относительно внешних приводит к ослаблению национальной валюты и поддержке экспорта. В совокупности действия данных каналов трансмиссии формируются предпосылки для расширения совокупного спроса и ускорения экономической активности [18].

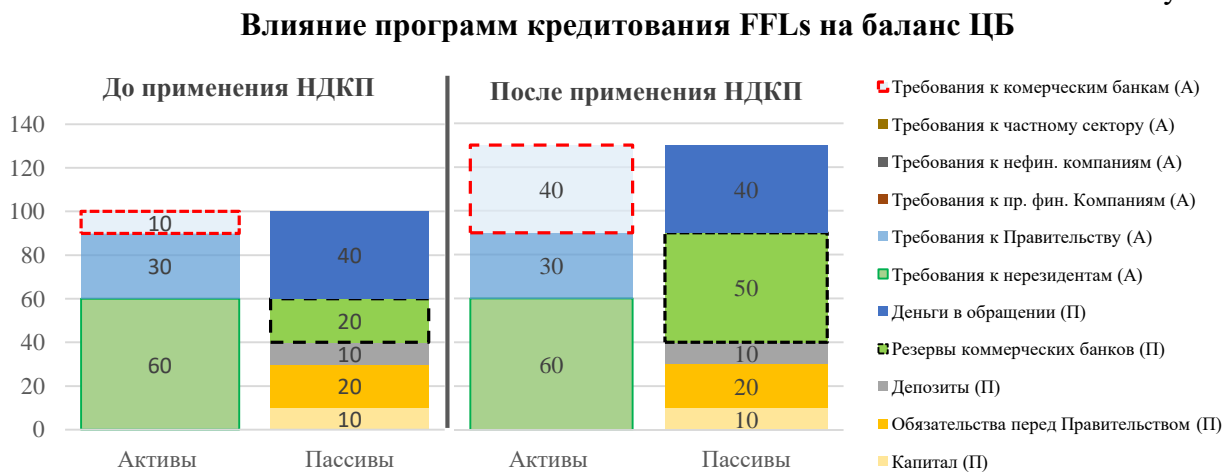
С теоретической точки зрения политика отрицательных процентных ставок выглядит обоснованной, однако ее практическая реализация сталкивается с рядом ограничений. Банки зачастую не решаются в полной мере перенести отрицательные ставки на депозиты, опасаясь оттока средств в наличную форму или альтернативные активы, что может снизить эффективность процентного канала. Кроме этого, давление на прибыльность финансового сектора может ограничивать склонность к наращиванию кредитования и ослабить действие кредитного канала. В итоге фактический эффект отрицательных ставок может быть менее выраженным, чем предполагается в теории [19].

Помимо рассмотренных инструментов (FFLs, QE, CE, FG, NIRP), центральные банки применяли и иные формы нетрадиционной денежно-кредитной политики, такие как крупномасштабные валютные интервенции (Национальный банк Швейцарии и Центральный Банк Чехии посредством данного инструмента временно поддерживали минимальный обменный курс по отношению к евро для предотвращения чрезмерного укрепления франка/кроны и его дефляционных последствий), контроль кривой доходности (Банк Японии посредством рыночных операций проводил политику контроля процентных ставок по различным срокам погашения с целью стимулирования экономики) и другие. По мере появления новых вызовов в мировой экономике центральные банки расширяют и адаптируют инструментарий, комбинируя уже зарекомендовавшие себя подходы с новыми практиками.

2.4. Схема влияния ключевых мер НДКП на баланс ЦБ

В данном подразделе представлено схематическое влияние ключевых операций НДКП на баланс центрального банка, демонстрирующее, каким образом различные меры – LTRO/TLTRO, QE/YCC и FX-swap линии – трансформируют структуру активов и пассивов и усиливают общий стимул ДКП. Понимание механики этих изменений является важной отправной точкой для следующего раздела, где будет рассмотрен опыт применения нетрадиционных инструментов в отдельных странах и показано их фактическое влияние на балансы центральных банков.

Рисунок 4

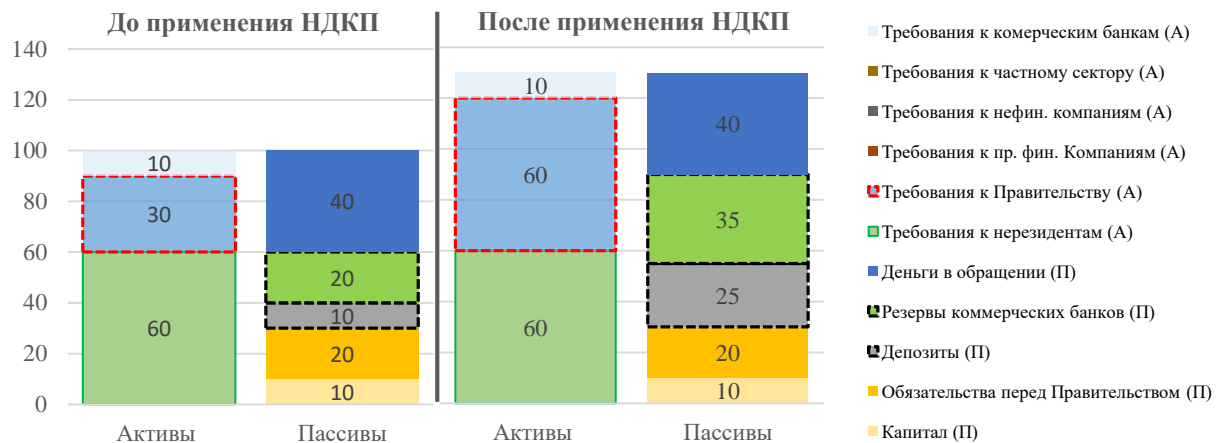


Примечание: Операции по типу LTRO/TLTRO увеличивают требования к банкам (активы ЦБ) – в примере на 30 единиц – и одновременно повышают резервы коммерческих банков в пассивах на ту же сумму (корреспондентские счета в ЦБ), обеспечивая банкам дополнительную ликвидность для кредитования.

Источник: Составлено авторами

Рисунок 5

Влияние QE и YCC на баланс ЦБ

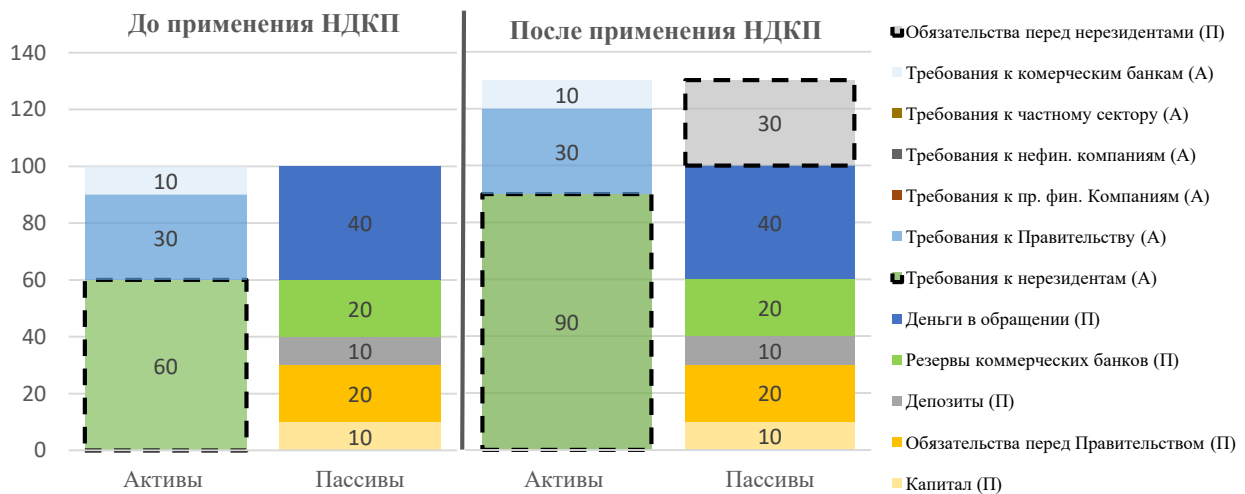


Примечание: QE приводит к росту требований к Правительству (в примере +15 ед. через покупку ГЦБ) и одновременно увеличивает резервы коммерческих банков на ту же сумму, расширяя денежную базу и смягчая финансовые условия. В рамках YCC ЦБ также увеличивает требования к Правительству на 15 ед. (покупка долгосрочных ГЦБ), но финансирует операцию через рост депозитов банков в ЦБ, что позволяет не увеличивать денежную базу и удерживать контроль над кривой доходности без монетарного расширения.

Источник: Составлено авторами

Рисунок 6

Влияние FX Swap Line с ФРС на баланс ЦБ



Примечание: Получение долларов по линии FX-swap от ФРС отражается как рост требований к нерезидентам (в примере +30 ед. – депозит в ФРС) и одновременно как увеличение обязательств перед ФРС на ту же сумму. Эти операции предоставляют валютную ликвидность без расширения денежной базы, поскольку не создают резервов коммерческих банков.

Источник: Составлено авторами

3. Опыт применения центральными банками нетрадиционных мер денежно-кредитной политики

Банк Японии. С момента обвала цен на активы в конце 1980-х годов Япония столкнулась с длительным периодом слабого роста и дефляции. Именно в этот период начали формироваться первые элементы нетрадиционной денежно-кредитной политики.

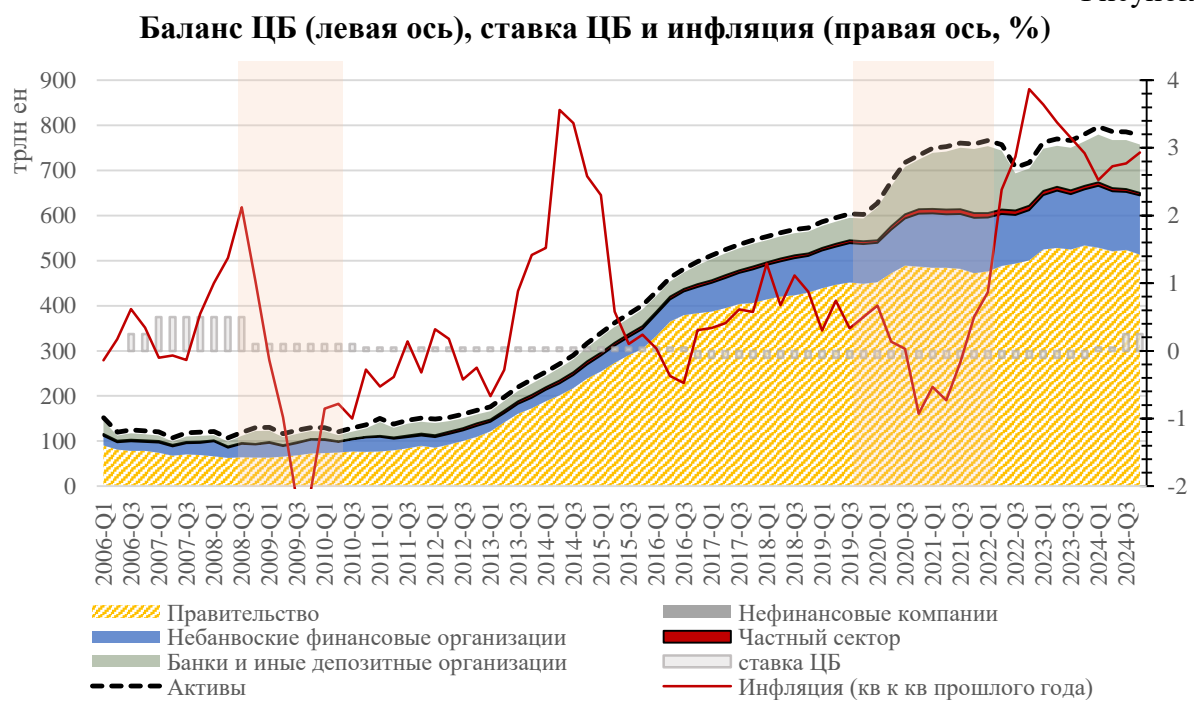
В 1999 году Банк Японии ввел режим нулевых процентных ставок (zero interest rate policy, ZIRP), что стало одним из первых примеров выхода центрального банка за пределы традиционной процентной политики. Попытка нормализации в 2000 году оказалась преждевременной и сопровождалась возвращением ставки к нулевой границе.

В 2001 году Банк Японии сделал следующий шаг, запустив первую в мировой практике программу QE [20]. ЦБ перешел от таргетирования ставки овернайт к целевому

объему резервов и значительно расширил операции с государственными облигациями и отдельными частными активами. Эти меры преследовали цель стабилизировать финансовую систему и предотвратить углубление дефляции. К 2006 году, после некоторой стабилизации инфляции, программа QE была завершена.

Глобальный финансовый кризис 2008 года стал для Японии очередным дефляционным шоком, усилив структурные проблемы экономики². Сжатие глобальной торговли, укрепление иены и ухудшение корпоративной динамики усилили дефляционное давление, а компании и домохозяйства предпочитали сокращать расходы и укреплять балансы [21]. На первом этапе Банк Японии пытался реагировать традиционным набором инструментов: нулевой ставкой и активной FG. Однако инфляция оставалась отрицательной, а баланс ЦБ расширялся умеренно (рисунок 7). Это отражало слабость традиционных каналов трансмиссии.

Рисунок 7



В 2010 году Банк Японии перешел к программе Comprehensive Monetary Easing (CME), включавшей широкий спектр покупок активов – от государственных облигаций до корпоративных бумаг. Этот этап стал переходом к полноценной политике расширения баланса, что нашло отражение в постепенном росте активов.

Решающий поворот произошел в 2013 году с запуском количественного и качественного монетарного смягчения (Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE) – ключевого элемента «Абэномики»³ [22]. QQE предусматривало крупные покупки ГЦБ и рискованных активов, а также формирование долгосрочных инфляционных ожиданий. В 2013–2014 годах инфляция временно ускорилась, однако падение цен на энергоносители и слабость внутреннего спроса вскоре вновь привели к снижению инфляции, что потребовало увеличения масштабов покупок активов [23].

В 2016 году Банк Японии усилил стимулы, введя отрицательные процентные ставки (NIRP) и систему контроля кривой доходности (YCC). Т. е. для удержания доходности в заданном диапазоне центральный банк Японии объявил о готовности покупать или

² На графике рисунка 7 это отражено резким снижением инфляции и удержанием ключевой ставки у нулевой нижней границы.

³ На графике рисунка 7 это отображено резким ускорением роста активов.

продавать облигации в любом объеме, фактически фиксируя цену долгосрочных бумаг вместо заранее установленного количества покупок, как при традиционном QE. Режим YCC позволил сохранять мягкие финансовые условия без экспоненциального роста баланса. В этот период инфляция постепенно стабилизировалась вблизи 1%.

Пандемия COVID-19 вновь усилила потребность в монетарной поддержке [20]. На балансе Банка Японии это отразилось в виде роста активов, отражающих запуск Special Program to Support Financing, расширение покупок корпоративных бумаг и поддержку фондовых рынков (рисунок 7). Одновременно Банк Японии обеспечивал долларовую ликвидность через своп-линии с ФРС. Ключевая ставка оставалась отрицательной, а режим YCC продолжал выполнять стабилизирующую роль.

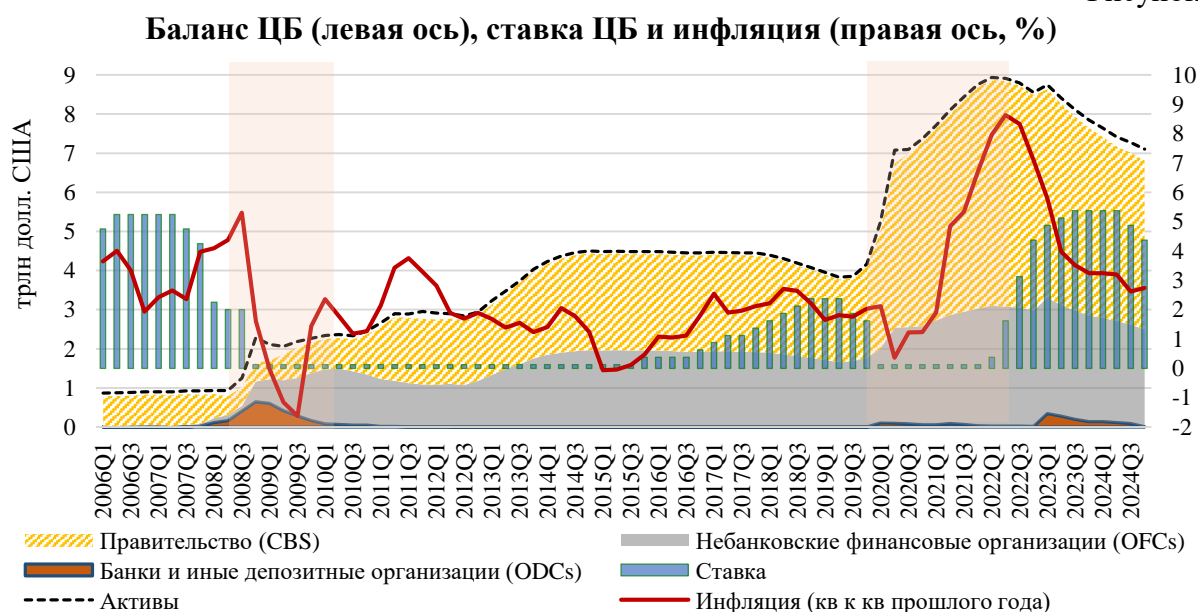
С 2023 года инфляция впервые закрепились вблизи целевого уровня. Банк Японии объявил о постепенном сворачивании нетрадиционных мер к 2026 году.

Согласно оценкам исследователей Банка Японии, применение нестандартных инструментов денежно-кредитной политики с момента введения QQE обеспечило увеличение годового изменения ИПЦ (без учета свежих продуктов питания и энергоносителей) на 0,5-0,7 процентных пункта в среднем за весь период до апреля-июня 2023 года [23]. Данные результаты подтверждают, что политика Банка Японии сыграла ключевую роль в выходе экономики из состояния хронической низкой инфляции. В то же время сохраняющийся масштаб баланса и зависимость от инструментов YCC и NIRP свидетельствуют о структурной нетрадиционности проводимой политики, отражающей длительное воздействие демографических факторов и устойчивых инфляционных ожиданий, которые продолжают ограничивать потенциал роста цен.

Федеральная резервная система США. США представляют еще один показательный пример страны с развитым финансовым рынком, где центральный банк был вынужден выйти за рамки традиционной процентной политики.

Финансовый кризис 2007–2008 годов привел к стремительному смягчению денежно-кредитной политики США. ФРС последовательно снижала целевую ставку по федеральным фондам с 5,25% до диапазона 0-0,25% к декабрю 2008 года, исчерпав потенциал традиционного инструмента и оказавшись в условиях нулевой нижней границы. В ответ ФРС перешла к нетрадиционным мерам, сочетая FG с крупномасштабными покупками активов (рисунок 8) [24].

Рисунок 8



Первый раунд QE был объявлен в ноябре 2008 года и включал покупки ипотечных ценных бумаг (MBS) на сумму 500 млрд долларов и обязательств государственных агентств

GSE на общую сумму 100 млрд долларов. В марте 2009 года программа была расширена. Одновременно ФРС усилила FG, заменив неопределенную формулировку о сохранении мягких условий на указание «в течение длительного периода», тем самым закрепляя ожидания низких ставок.

Медленное восстановление экономики вынудило ФРС сохранить расширенный баланс и перейти ко второму раунду QE (ноябрь 2010 года), предполагающему покупку казначейских облигаций на сумму 600 млрд долларов. В дополнение к прямым покупкам активов FOMC объявил о новой программе продления сроков погашения (Maturity Extension Program, MEP) и политике реинвестирования. Другим ключевым нововведением в политике ФРС было использование календарного и количественного формата FG – в заявлении от 9 августа 2011 года центральный банк сообщил о намерении поддерживать ставки на низком уровне «по крайней мере до середины 2013 года». В дальнейшем практика FG получила развитие благодаря введению в январе 2012 года известного «dot plot», отражающего оценки членов FOMC будущей траектории ставки и усиливающего влияние коммуникации ФРС на ожидания рынка [25].

Замедленное восстановление рынка труда привело к запуску QE3 в сентябре 2012 года, впервые основанного на «условном» формате: ФРС объявила о готовности ежемесячно приобретать MBS и казначейские бумаги на сумму 40 млрд долларов в месяц до тех пор, пока улучшение ситуации на рынке труда не станет «существенным». К моменту завершения программы в 2014 году баланс ФРС достиг 4,5 трлн долларов (рисунок 8).

После окончания программы количественного смягчения в 2014 году ФРС в рамках программы нормализации баланса постепенно сокращала объем активов до вспышки коронавируса, когда регулятору вновь пришлось прибегнуть к стимулирующим мерам.

В ответ на рецессию, вызванную пандемией COVID-19, денежно-кредитная политика США была направлена на сдерживание негативных экономических последствий. Как и в случае с глобальным финансовым кризисом, ФРС в первую очередь снизила верхний предел целевой ставки по федеральным фондам – с 1,75% до 0,25%. Помимо этого, центральный банк продолжил использовать FG, сообщая о намерении поддерживать ставки на низком уровне до тех пор, пока инфляция и уровень безработицы в США не вернуться к целевым значениям [26].

В рамках антикризисных мер поддержки экономики ФРС возобновила программы поддержки ликвидности и кредитования, в рамках которых предлагалось экстренное кредитование теперь не только финансовым учреждениям, но и крупным корпорациям, малому и среднему бизнесу. Дополнительно ФРС предоставляла ликвидность на международные рынки посредством снижения ставок по собственным своп-линиям.

В марте 2020 года, после острой дисфункции на финансовых рынках, FOMC объявил о покупке казначейских облигаций США на сумму не менее 500 млрд долларов и MBS на сумму 200 млрд долларов. Впоследствии LSAP была расширена до потенциально неограниченного масштаба заявлением о том, что ФРС намерена покупать активы «в объемах, необходимых для поддержки функционирования рынка». Кроме этого, были запущены новые механизмы финансирования корпораций на первичном и вторичном рынках (Primary Market Corporate Credit Facility, Secondary Market Corporate Credit Facility) [27]. С появлением данных механизмов ФРС получила право приобретать новые облигации с выгодными условиями и существующие корпоративные облигации, а также ETF корпоративных облигаций инвестиционного уровня. По итогу ФРС совершила относительно небольшой объем покупок облигаций и ETF. Однако, согласно мнению большинства экспертов, стабилизации долговых рынков способствовал не канал балансировки портфеля, а сигнальный канал покупки активов. К концу 2020 года действие PMCCF и SMCCF было приостановлено, а все приобретенные корпоративные облигации и ETF либо истекли, либо были проданы к августу 2021 года [28].

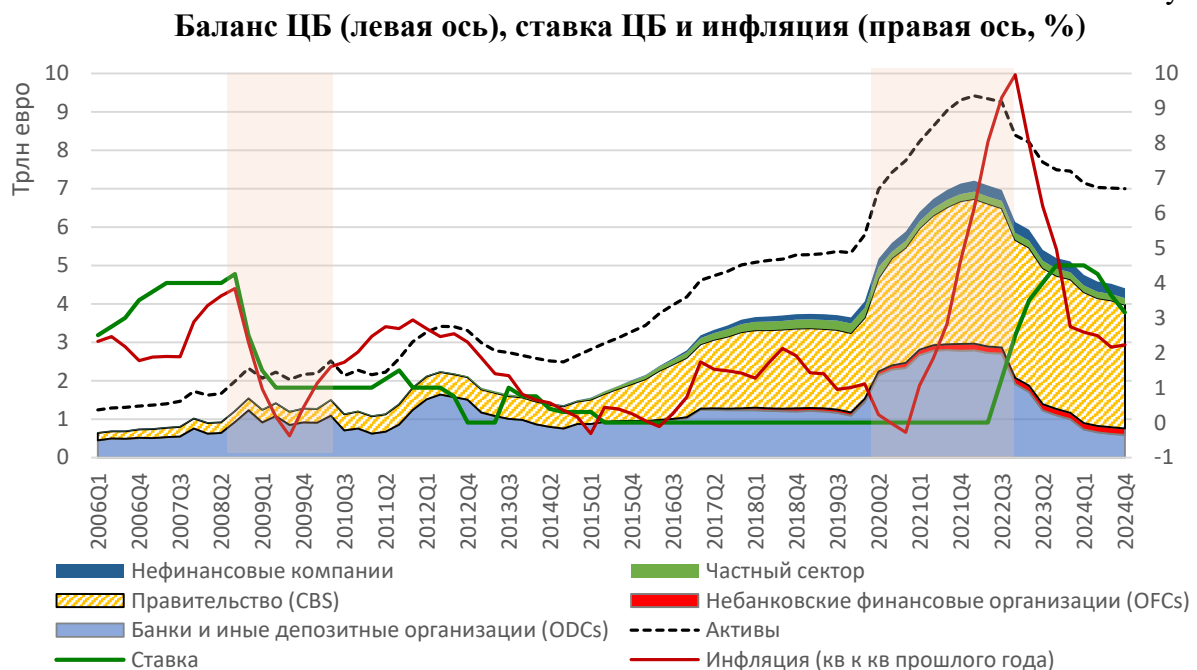
В целом LSAP сыграли ключевую роль в ускоренном восстановлении экономики США. Однако уже во второй половине 2021 года принятые меры ФРС в сочетании с масштабными фискальными стимулами и перебоями в глобальных цепочках поставок

стали одним из факторов резкого роста инфляции, которая достигла максимальных значений за последние четыре десятилетия (рисунок 8).

До ноября 2021 года ФРС продолжала ежемесячно приобретать ценные бумаги на сумму 120 млрд долларов, поэтапно сокращая объем покупки каждый месяц. В результате последовательного уменьшения объемов операций QE было полностью завершено в марте 2022 года, когда чистые покупки ценных бумаг достигли нулевого уровня [29]. К этому моменту накопленный проинфляционный эффект нетрадиционных мер проявился в полной мере, вынудив ФРС перейти к ужесточению денежно-кредитной политики.

Европейский Центральный Банк. Опыт ЕЦБ в НДКП является примером разнообразной, систематической и масштабной политики, направленной на поддержание стабильности финансовых рынков и стимулирование экономики ЕС в условиях хронически низких инфляции и экономического роста. Его условно можно разделить на 3 пересекающихся этапа: начало программ предоставления ликвидности после кризиса 2008 года, активный период масштабного выкупа активов с целью стимулирования экономики с 2015 года и меры после начала ковидного кризиса (рисунок 9).

Рисунок 9



Мировой финансовый кризис 2008 года стал переломным моментом в развитии инструментов денежно-кредитной политики ЕЦБ. Когда изменение процентной ставки перестало эффективно воздействовать на кредитную активность, ЕЦБ был вынужден перейти к мерам НДКП, включающим операции количественного смягчения, долгосрочного рефинансирования и отрицательных ставок.

В 2008–2011 годах ЕЦБ сосредоточился на предоставлении банкам ликвидности через долгосрочные операции рефинансирования (LTRO). Наиболее масштабные из них были проведены в декабре 2011 года и феврале 2012 года на срок три года и общим объемом около 1 трлн евро [30]. Эти меры стабилизировали банковскую систему и снизили риск системных дефолтов.

В 2012 году, в разгар европейского долгового кризиса, был анонсирован инструмент Outright Monetary Transactions (OMT). Фактически это была программа потенциальных неограниченных покупок государственных облигаций стран еврозоны, участвующих в программах макроэкономической стабилизации. Хотя ЕЦБ так и не использовал OMT, само объявление программы резко снизило доходности облигаций Италии и Испании [31]. Таким образом, можно утверждать, что проявился сигнальный эффект политики.

Снижение инфляции до минимальных уровней также побудило ЕЦБ в начале 2015 года запустить комплексную программу покупок активов (Asset Purchase Programme, APP), включающую 4 подпрограммы. До марта 2016 года чистые покупки составляли 60 млрд евро в месяц, затем были увеличены до 80 млрд евро. После 2017 года объемы постепенно снижались вплоть до 15 млрд евро к концу 2018 года. С января 2019 года ЕЦБ прекратил чистые покупки, сохранив реинвестирование погашаемых бумаг⁴. Однако уже в ноябре 2019 года программа была возобновлена в объеме 20 млрд евро в месяц. К моменту завершения чистых покупок в июле 2022 года совокупный портфель APP достиг примерно 3,2 трлн евро [32].

Параллельно с покупками активов ЕЦБ в июне 2014 года впервые установил отрицательную ставку по депозитным операциям на уровне -0,10%, а к 2019 году она была снижена до -0,50% [33]. Таким образом ЕЦБ пытался стимулировать банки направлять избыточную ликвидность в кредитование. Данная мера закрепила ожидания низких ставок и способствовала удешевлению заимствований.

Также для поддержки кредитования предприятий и населения с 2014 года начали действовать целевые долгосрочные операции рефинансирования (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO). В отличие от LTRO ставка по данной кредитной операции снижалась в зависимости от того, насколько больше кредитов банк выдает реальному сектору и домохозяйствам. Например, третья по счету программа TLTRO III, запущенная в сентябре 2019 года, позволила банкам получать трехлетние кредиты по ставкам до -1,0% при выполнении условий кредитования [34]. Общий объем выданных кредитов в пиковый момент достиг около 2 трлн евро.

В марте 2020 года ЕЦБ объявил о запуске Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) с первоначальным объемом 750 млрд евро [35]. Программа отличалась высокой гибкостью: ЕЦБ мог временно совершать покупки в странах с повышенной волатильностью.

К моменту завершения чистых покупок в марте 2022 года совокупный объем PEPP достиг около 1,55 трлн евро [36]. Программа помогла стабилизировать финансовые рынки в период пандемии и предотвратила рост спредов доходностей между странами еврозоны.

В совокупности все программы привели к резкому росту баланса ЕЦБ (рисунок 9), который составлял приблизительно 65% ВВП зоны евро [37]. К концу 2024 года баланс сократился до 6,4 трлн евро, из которых 4,3 трлн евро приходилось на активы, приобретенные в рамках программ денежно-кредитной политики [38].

В целом широкий список мер НДКП ЕЦБ позволил избежать дефляции, снизить стоимость заимствований и поддержать кредитную активность. Вместе с тем регулятору не удалось избежать «побочных эффектов»: рост цен на активы, давление на прибыльность банков, риски зависимости финансовых рынков от центрального банка. Отдельно стоит отметить заметный рост инфляционных процессов: годовая инфляция достигла пиковых значений (10%) по итогам 2022 года.

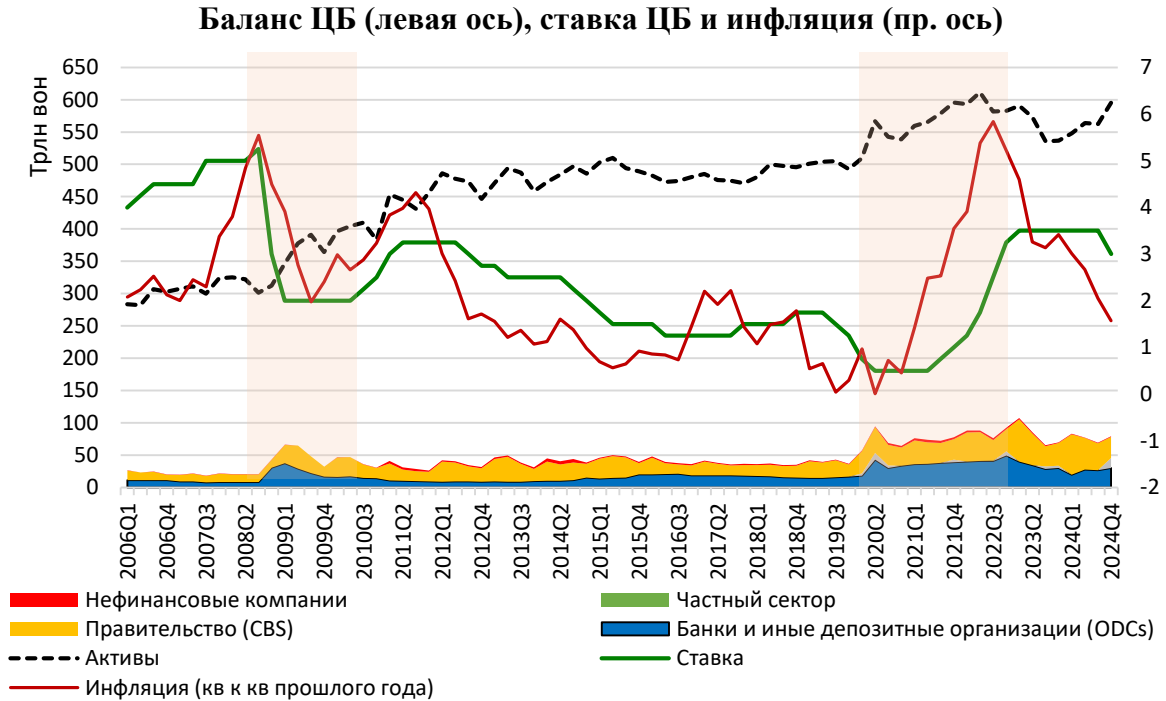
Банк Кореи. Опыт применения нетрадиционных мер денежно-кредитной политики Банком Кореи существенно отличается от практики США, Японии и Еврозоны и отражает структурные особенности корейской экономики. Для данной страны ключевым каналом уязвимости выступает не внутренний спрос, а доступ к иностранной валюте и устойчивость внешнего финансирования. Эта особенность отчетливо видна на графике (рисунок 10): несмотря на колебания ставок и инфляции, структура активов Банка Кореи остается стабильной, а объем требований к правительству, банкам и небанковским организациям минимален, что отражает тот факт, что основная часть баланса – это международные резервы, а не программы внутреннего количественного смягчения.

Во время глобального финансового кризиса 2008–2009 годов центральным каналом стресса стала острая нехватка долларовой ликвидности [39]. В ответ Банк Кореи сделал ставку на международные валютные своп-линии [40]. Заключенная с ФРС линия на сумму

⁴ ecb.europa.eu/mopo/implement/app

до 30 млрд долларов позволила провести аукционы долларового фондирования на 16 млрд долларов, что снизило давление на финансовый сектор и ограничило колебания курса вон. Дополнительно были активированы региональные механизмы – своп с Народным Банком Китая на 180 млрд юаней и расширение линии с Банком Японии – с 3 до 20 млрд долларов.

Рисунок 10



Источник: составлено авторами на основе данных <https://data.imf.org/>

Пандемия COVID-19 стала примером наиболее комплексного применения нетрадиционных мер. Банк Кореи вновь открыл своп-линию с ФРС, увеличив ее объем до 60 млрд долларов, из которых отечественные банки получили более 19 млрд долларов через аукционы. Этот период отражается не ростом активов, а резким снижением ставки и повышенной волатильностью инфляции (рисунок 10), что подчеркивает: основной канал воздействия политики был финансовым, а не балансовым. Параллельно центральный банк запустил режим неограниченной ликвидности (Unlimited Repo Operations), что позволило проводить еженедельные репо по фиксированной ставке с удовлетворением всего спроса. С марта по декабрь 2020 года объем репо достиг 23 трлн вон, а прямые покупки государственных облигаций составили около 11 трлн вон – один из немногих эпизодов, заметно отразившихся в динамике требований к правительству.

В дополнение к операциям обеспечения ликвидности были расширены механизмы целевой поддержки кредитного рынка: программа Corporate Bond-Backed Lending Facility с лимитом 10 трлн вон [41], увеличение верхнего предела Bank-Intermediated Lending Support Facility с 25 до 43 трлн вон [42] и финансирование операций Фонда национального благосостояния на 2,5 трлн вон. Эти меры смягчили волатильность доходностей и стабилизировали инфляцию после резкого спада 2020 года [43]. В последующий период их влияние на инфляционную динамику оставалось умеренным и носило преимущественно косвенный характер, поскольку масштаб и продолжительность применения нетрадиционных инструментов были сравнительно невелики.

В целом опыт Банка Кореи демонстрирует, что нетрадиционные меры денежно-кредитной политики выполняли прежде всего стабилизационную функцию и были направлены на предотвращение валютных и финансовых дисбалансов [44]. Воздействие нетрадиционных мер на реальный сектор оставалось ограниченным, а задачи восстановления экономики решались совместно с активной фискальной политикой.

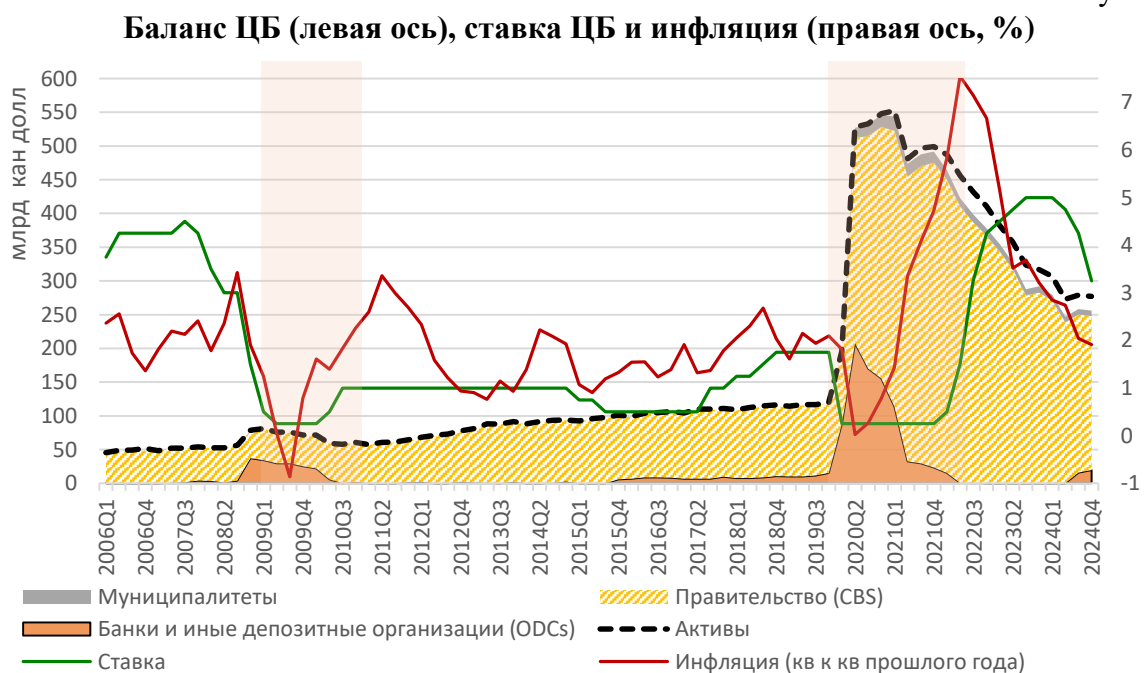
Банк Канады. Глобальный финансовый кризис 2008 года стал одним из масштабных испытаний для денежно-кредитной политики Канады, вынудив центральный банк выйти за пределы традиционного набора инструментов.

Последовательное снижение ставки овернайт довольно быстро привело к достижению нижней границы на уровне 0,25% в апреле 2009 года. В условиях отсутствия возможности стимулирования экономики обычными методами Банк Канады сделал акцент на новом инструменте conditional commitment, ключевом примере Одисеевского forward guidance. 22 июня 2009 года Банк Канады заявил о готовности удерживать ставку на минимальном уровне до конца второго квартала 2010 года при условии благоприятного прогноза инфляции. Это способствовало снижению неопределенности на рынке, уменьшению уровня долгосрочных ставок и укреплению доверия к предсказуемости денежно-кредитной политики [45].

Также Банк Канады развернул масштабные программы по поддержанию ликвидности. В рамках программ банкам второго уровня предоставлялся доступ к фондированию под расширенный набор обеспечений (asset-backed commercial papers, U.S. Treasuries, non-mortgage loan portfolios и др.). В период кризиса общий объем предоставленной ликвидности достиг свыше 100 млрд канадских долларов, включая совместные инициативы с ФРС США и Канадской ипотечной и жилищной корпорацией (Canada Mortgage and Housing Corporation, СМНС). Эта мера позволила избежать масштабных дефолтов банков и сохранить доступность кредитования для экономики.

Спустя десятилетие пандемия COVID-19 вновь поставила Канаду перед необходимостью использовать нетрадиционные меры денежно-кредитной политики. В апреле 2020 года Банк Канады впервые запустил программу количественного смягчения – Government of Canada Bond Purchase Program (GBPP) [46]. Первоначально в рамках данной программы Банк Канады проводил регулярные вторичные покупки государственных облигаций в объеме не менее 5 млрд канадских долларов в неделю, позднее параметры корректировались по мере перехода от задач восстановления функционирования финансового рынка к стимулированию совокупного спроса. Покупки государственных облигаций продолжались до октября 2021 года, после чего Банк Канады перешел в режим реинвестирования (рисунок 11).

Рисунок 11



Источник: составлено авторами на основе данных <https://data.imf.org/>

Помимо основной программы GBPP действовали адресные окна для поддержки корпоративного сектора, провинциальных рынков долговых обязательств, банковской ликвидности [47]. По мере стабилизации рынков Банк Канады завершил большинство программ покупок активов весной 2021 года.

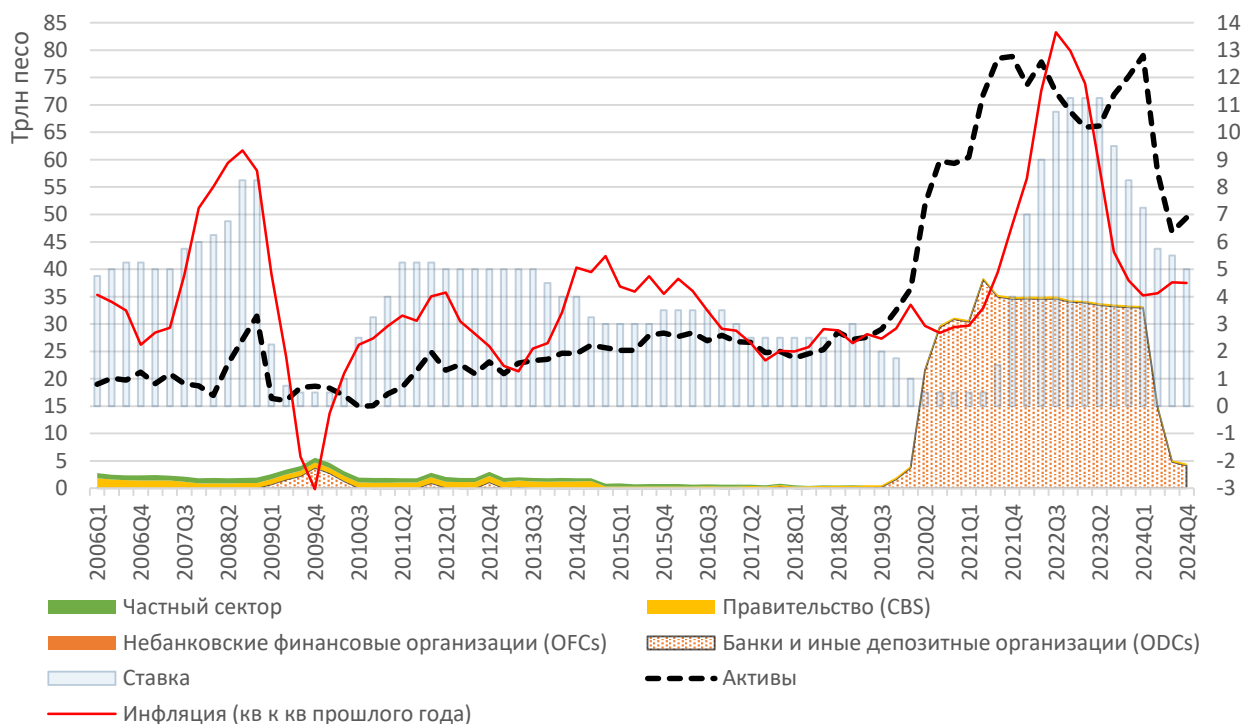
Одновременно с QE Банк Канады продолжал применять FG, заявив 28 октября 2020 года о намерении удерживать процентную ставку на эффективной нижней границе до тех пор, пока не будет устранена экономическая нестабильность для обеспечения устойчивого достижения целевого показателя инфляции в 2%. Подобная коммуникационная политика оказала существенное воздействие на финансовый рынок, заметно повлияв на траекторию ожидаемой краткосрочной ставки.

Согласно оценкам исследования Банка Канады, запуск GBPP оказал значимое влияние на финансовые рынки и макроэкономику: доходности долгосрочных облигаций снизились на 20-80 б. п., что могло привести к ускорению инфляции на 0,6-1,8 п. п. в годовом выражении [60].

Центральный банк Чили. Центральный банк Чили применял нетрадиционные меры денежно-кредитной политики прежде всего в ответ на крупные внешние шоки, когда стандартные инструменты оказывались недостаточными для стабилизации экономики. На графике (рисунок 12) отчетливо выделяются два ключевых эпизода расширения активов.

Рисунок 12

Баланс ЦБ (левая ось), ставка ЦБ и инфляция (правая ось, %)



Источник: составлено авторами на основе данных <https://data.imf.org/>

Первый эпизод приходится на период глобального финансового кризиса 2008–2009 годов. Резкое ухудшение внешних условий, падение цен на сырьевые товары и рост премий за риск привели к напряженности на внешнем рынке фондирования, что сопровождалось заметной волатильностью инфляции и динамичным повышением ставки. В ответ Центральный банк Чили осуществлял масштабные валютные интервенции, объявив о продаже долларов на сумму до 8 млрд, и расширял операции предоставления ликвидности банковской системе через репо-механизмы [48]. Эти меры сопровождалось кратковременным увеличением активов (рисунок 12). Это были временные стабилизационные действия с целью поддержки функционирования финансовой системы;

после нормализации внешней среды баланс быстро вернулся к прежней траектории, а структура активов практически не изменилась.

Второй эпизод начался в 2020 году и отражает качественно иной масштаб и архитектуру политики. Последствия пандемии COVID-19 потребовали более комплексного набора инструментов. В этот период была запущена программа целевых кредитных линий FCIC (Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones), обеспечившая банкам доступ к долгосрочному фондированию на льготных условиях при обязательстве расширять кредитование частного сектора. По оценкам BIS, FCIC стала одним из ключевых примеров адаптации НДКП к условиям развивающихся экономик в период пандемии [49].

Параллельно Центральный банк Чили осуществлял покупки государственных и банковских облигаций. Кроме того, проводились валютные операции и предоставлялась долларовая ликвидность, хотя их роль была вспомогательной по сравнению с весомыми внутренними кредитными и баланс-расширяющими мерами. По данным самого Центрального банка Чили, совокупные меры 2020–2022 годов впервые привели к структурному изменению баланса ЦБ, сделав его динамику сопоставимой с QE [50].

Рост активов в этот период сопровождался заметным ускорением инфляции, достигшей пика около 13% в 2022 году. В ответ Центральный банк Чили предпринял одно из самых агрессивных ужесточений денежно-кредитной политики в регионе, подняв ставку до уровня свыше 11%, что обозначило завершение фазы нетрадиционного стимулирования. В отличие от событий 2008 года, меры 2020–2022 годов носили системный характер, существенно изменили структуру баланса и представляют собой полноценный пример нетрадиционной денежно-кредитной политики в развивающейся экономике.

Национальный Банк Чехии. В отличие от развитых экономик, применявших классические программы количественного смягчения через покупку государственных облигаций, Национальный Банк Чехии (НБЧ) использовал обменный курс как основной нетрадиционный инструмент, а расширение баланса происходило преимущественно через рост иностранных резервов. График (рисунок 13) динамики активов НБЧ демонстрирует именно такую траекторию: начиная с 2013 года активы ЦБ увеличиваются почти исключительно за счет внешних активов (NFA), тогда как требования к банкам, частному сектору и правительству остаются близкими к нулю на протяжении всего периода.

Рисунок 13



Источник: составлено авторами на основе данных <https://data.imf.org/>

К осени 2013 года чешская экономика столкнулась с сочетанием дефляционного давления, низкого экономического роста и исчерпания потенциала традиционной

процентной политики: ключевая ставка была снижена практически до нуля (0,05%), а инфляция опустилась к нулевой отметке. Поскольку НБЧ, в отличие от ФРС или ЕЦБ, был ограничен законодательством в части операций с государственными облигациями, центр тяжести нетрадиционной политики сместился в валютный канал. В ноябре 2013 года НБЧ объявил о введении режима фиксированного нижнего порога курса (FX floor) на уровне 27 CZK/EUR, обязавшись не допускать укрепления кроны сильнее этого уровня [51]. По своей природе это решение являлось чешским аналогом количественного смягчения: для удержания курса ЦБ покупал иностранную валюту, создавая новые кроны, что приводило к резкому увеличению международных резервов и росту банковских резервов на пассивах.

Баланс НБЧ после введения режима менялся асимметрично по сравнению с классическим QE. Внутренние активы («claims on government», «claims on banks», «claims on private sector») оставались неизменно малыми. Зато иностранные активы – прежде всего номинированные в евро – росли стремительно, приводя к почти трехкратному увеличению баланса между 2013 и 2017 годами [52].

Режим FX floor работал через классические каналы курсовой передачи: удешевление кроны стимулировало экспорт и повышало цены на импорт, помогая разорвать дефляционные ожидания. После длительного периода около нулевых значений инфляция возвращается в диапазон цели 2%, что совпало с ускорением экономической активности и снижением безработицы. Выход из режима в 2017 году был реализован плавно: НБЧ прекратил интервенции, позволив курсу постепенно укрепляться, однако значительный объем иностранных резервов сохранился и остается доминирующей составляющей активов на всем последующем горизонте [53].

Второй значимый эпизод политики связан с пандемией COVID-19. Здесь отмечается очередной резкий рост активов после 2020 года, однако в отличие от 2013–2017 годов этот рост не был результатом активных валютных интервенций. Увеличение баланса связано прежде всего с накоплением международных резервов и мерами по поддержанию финансовых условий при давлении внешнего шока, в то время как структура внутренних активов осталась неизменной. МВФ отмечает, что НБЧ, в отличие от ряда соседних стран, практически не использовал программы покупки активов, сохранив ориентацию на классические инструменты и проактивное повышение ставки в ответ на рост инфляции [54]. Так, реакция на ускорение инфляции в 2021–2022 годах была жесткой и одной из самых решительных среди стран-таргетеров: ставка была повышена до уровней около 7%.

В целом опыт Чехии демонстрирует уникальную модель нетрадиционной политики, основанной не на покупке государственных бумаг или расширении кредитных программ, а на использовании валютного курса как основного инструмента стимулирования. Это привело к структурному изменению баланса НБЧ, который стал практически полностью состоять из международных резервов при минимальной роли внутренних активов. Такой подход позволил НБЧ выйти из ловушки нулевой ставки, восстановить инфляцию и поддержать экономическую активность, не нарушая законодательных ограничений и не прибегая к прямому финансированию правительства. На графике (рисунок 13) эта специфика отчетливо видна: активы растут скачкообразно и устойчиво, но их структура остается внешне ориентированной. Это ключевая отличительная черта НДКП в Чехии.

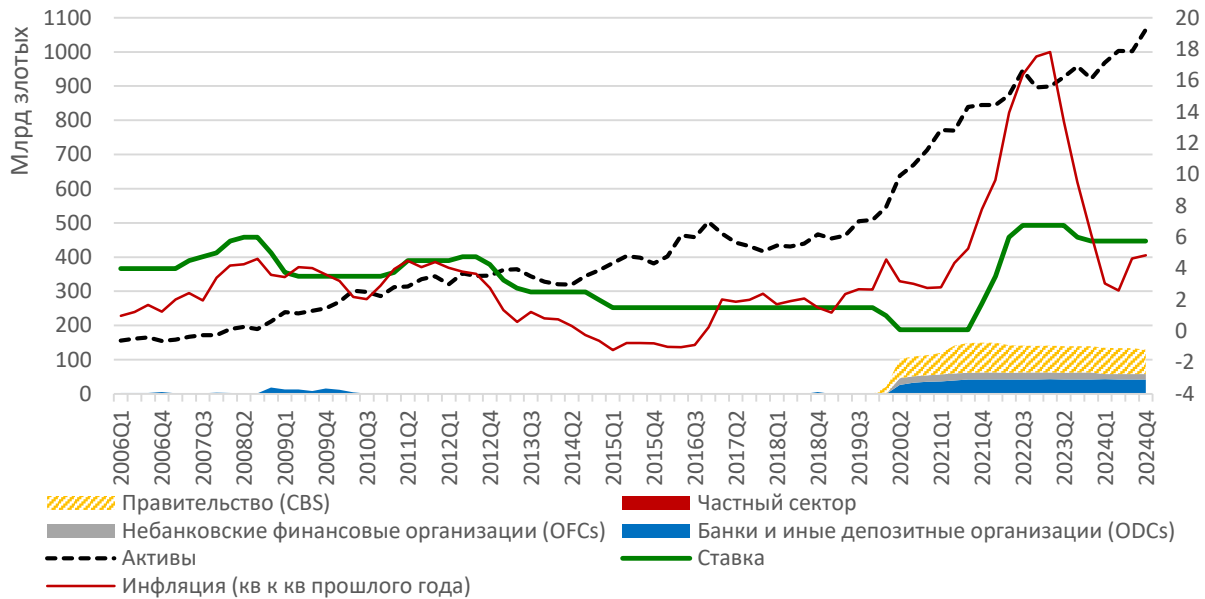
Народный Банк Польши. Народный Банк Польши (НБП) впервые применил масштабные нетрадиционные инструменты с началом пандемии COVID-19 в марте 2020 года, которые были обозначены как структурные операции на открытом рынке (Structural Open Market Operations, SOMO). Целью этих операций было изменение структуры долгосрочной ликвидности в банковском секторе, обеспечение ликвидности приобретенных ценных бумаг на вторичных рынках и укрепление механизма трансмиссии денежно-кредитной политики. SOMO сопровождалась другими мерами смягчения денежно-кредитной политики, принятыми в ответ на кризис (снижение ставки НБП и нормативов МРТ, запуск программы рефинансирования новых кредитов).

В период с марта 2020 года по декабрь 2022 года НБП приобрел ценные бумаги на сумму около 144 млрд злотых (рисунок 14), что составляло около 6% ВВП 2019 года [49].

Наибольшая часть покупок пришлась на 2020 год [55], когда волатильность на рынке была максимальной. Эти операции резко увеличили баланс НБП. За период с февраля 2020 года по январь 2021 года объем активов НБП вырос примерно с 530 млрд до 720 млрд злотых, что сопоставимо с масштабами программ количественного смягчения в странах с развитой экономикой. На начало 2021 года портфель SOMO составлял более 16% баланса НБП и порядка 5% ВВП [30].

Рисунок 14

Баланс ЦБ (левая ось), ставка ЦБ и инфляция (правая ось, %)



Источник: составлено авторами на основе данных <https://data.imf.org/>

Согласно годовому отчету НБП, номинальный объем облигаций, приобретенных в рамках SOMO, составил 136,2 млрд злотых на конец 2022 года и 135,1 млрд злотых на конец 2023 года [56]. Сокращение портфеля происходило главным образом за счет погашений. Активных продаж НБП не проводил, что отражало осторожный подход к нормализации баланса после пикового периода интервенций.

Нетрадиционные меры оказали значимое влияние на рынок: доходности государственных облигаций стабилизировались, снизилась премия за риск, улучшилась работа вторичного рынка, а государственные заимствования в 2020–2021 годах проходили на приемлемых условиях даже при значительном расширении фискального дефицита [49]. Программы также увеличили ликвидность банковской системы, позволив смягчить последствия кризиса для кредитования реального сектора.

Положительный эффект от НДКП в основном передавался по двум каналам. Во-первых, облегчение доступа к финансированию приводит к увеличению потребительского спроса и снижает стоимость привлечения капитала, что, в свою очередь, увеличивает инвестиции в корпоративный сектор и жилищное строительство. Во-вторых, влияние SOMO на реальную экономику передается по торговым каналам. Из-за обесценивания национальной валюты польский экспорт становился более конкурентоспособным на внешних рынках, что приводило к улучшению торгового баланса и увеличению вклада чистого экспорта в экономический рост [55].

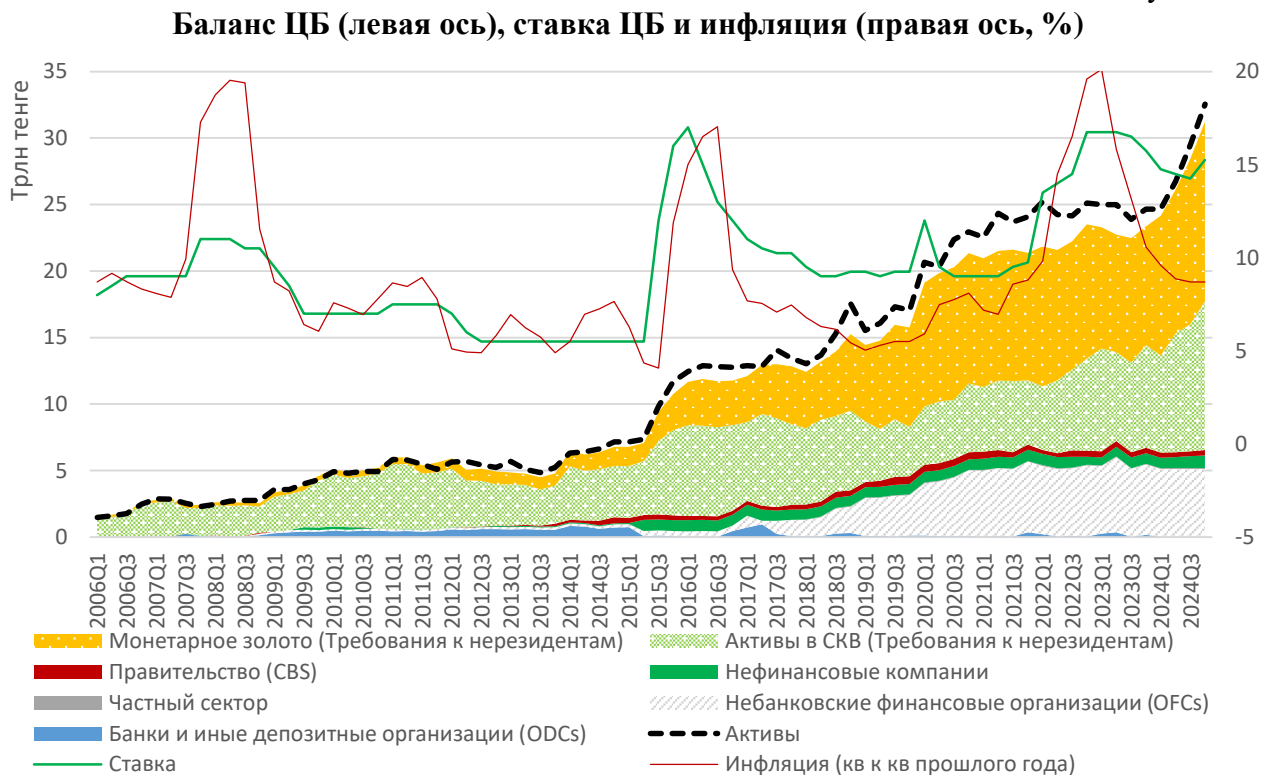
Однако расширение баланса в результате применения НДКП повлекло и издержки. На фоне роста процентных ставок и переоценки активов НБП по итогам 2022 года фиксировал убытки. Это отражает уязвимость ЦБ с крупными портфелями облигаций в условиях ужесточения политики в ответ на рост инфляции.

По оценкам, проведенным исследователями из НБП, эффект от SOMO по итогам 2021 года был сопоставим со снижением ставки ЦБ на 140 б. п. Чистый эффект на рост

годовой инфляции от НДКП составил 0,5 п. п. в 2021 году [55]. При этом нужно понимать, что данный анализ был проведен в 2022 году и охватывает только первые 2 года после начала применения SOMO. В дальнейшем эффект расширяющегося SOMO на инфляцию вероятно заметно усилился, что отражено в динамике инфляции, которая в пике достигала 17,8% (в 1 квартале 2023 года), тогда как в доковидный период она колебалась в пределах 2-3%. Это привело к необходимости ужесточения политики НБП (базовая ставка была повышена до 6,75%).

Национальный Банк Казахстана. Хотя Национальный Банк Казахстана (НБК) формально не позиционировал свои действия как применение нетрадиционной денежно-кредитной политики, с 2018 года им были реализованы меры, которые по своей экономической сути соответствуют инструментарию НДКП, что отразилось в виде роста соответствующих видов активов (рисунок 15). Речь идет прежде всего об участии в государственных программах, направленных на стимулирование кредитной активности в разных секторах экономики.

Рисунок 15



Источник: составлено авторами на основе данных <https://data.imf.org/>

Так, в середине 2018 года Национальный Банк запустил ипотечную программу «7-20-25», а также устранил законодательные пробелы, которые мешали развитию ипотечного рынка. Это привело к смягчению условий ипотечного кредитования, в том числе по размеру первоначального взноса, ставки и срока займа, в результате которого усилился спрос на ипотечное кредитование [57]. В дальнейшем участие НБК в различных государственных кредитных программах расширилось.

В 2020 году с началом кризиса, связанного с COVID-19, в рамках реализации антикризисных инициатив по поддержке экономической активности Национальный Банк профинансировал антикризисные меры на 2,3 трлн тенге, что составило более 50% общего антикризисного пакета государства (программа льготного кредитования субъектов предпринимательства, «Дорожная карта занятости», «Экономика простых вещей», «Нұрлы жер»).

В целом НБК с 2018 года участвовал в 7 программах кредитования экономики. Кредитные программы реализовывались по субсидированным процентным ставкам,

уровень которых был ниже базовой ставки НБК. Фактически это являлось формой целевого кредитования, аналогичного инструментам НДКП, применявшимся центральными банками разных стран в период кризиса. При этом нужно подчеркнуть, что в развитых странах подобные меры, как правило, проводились в условиях ZLB, когда эффективность процентного канала была полностью исчерпана.

В условиях положительной базовой ставки НБК (9-10%) масштабные кредитные программы привели к снижению эффективности трансмиссионного механизма ДКП [58], поскольку их значительная часть осуществлялась вне рыночного ценообразования и с ограниченной чувствительностью к изменениям базовой ставки.

В этой связи НБК с 2021 года начал постепенный выход из программ кредитования экономики, отмечая необходимость сокращения участия государства в экономике в целом, повышения доли рыночного финансирования и пересмотра государственных механизмов поддержки экономики. По итогам 2024 года НБК завершил финансирование 5 из 7 программ, а по итогам 2025 года – продолжает финансирование только программы «7-20-25».

В соответствии со Стратегией денежно-кредитной политики до 2030 года НБК обозначил направления для усиления принципов инфляционного таргетирования через устранение барьеров, снижающих эффективность процентной политики. Одним из важных инициатив стало усиление коммуникационной политики, в рамках которой с 2022 года НБК начал внедрять элементы FG. С 2024 года НБК начал публикацию ожидаемой траектории базовой ставки, что усилило прозрачность и последовательность политики.

В целом опыт НБК показал, что, несмотря на позитивные стимулы для отдельных секторов экономики, масштабные программы целевого и субсидированного кредитования реализовывались при положительной и достаточно высокой базовой ставке, незаякоренных инфляционных ожиданиях и сохраняющейся чувствительности экономики к проинфляционным шокам, а это объективно ослабляло трансмиссионный механизм ДКП и усиливало инфляционные и валютные риски. Постепенный выход НБК из кредитных программ и одновременное усиление коммуникационной политики свидетельствуют о переходе к «классической» модели инфляционного таргетирования, где ключевую роль должен играть процентный канал и управление ожиданиями.

4. Анализ влияния НДКП на инфляционные процессы в период COVID-19 через построение панельной регрессии

Несмотря на тяжелые последствия пандемии, период COVID-19 предоставил уникальную возможность для анализа влияния применения нетрадиционной денежно-кредитной политики на экономические процессы, в частности на инфляцию. Многие страны практически одновременно применили масштабные меры поддержки, такие как количественное смягчение, прямые покупки активов и расширенные кредитные программы. Это создало редкие условия для межстранового анализа. Стало возможно увидеть, как схожие инструменты НДКП отражаются на динамике инфляции. Такой синхронный мировой опыт позволяет лучше понять, способно ли применение НДКП в целом усиливать инфляционное давление. Для проверки этой гипотезы авторами проведен панельный анализ, охватывающий достаточно широкий круг стран и ряд ключевых макроэкономических индикаторов.

В выборку включена 41 страна с различным уровнем экономического развития (рисунки 16, 17). Примерно в половине отобранных государств объявлялись и проводились меры НДКП. В основном в данных странах с 2020 года наблюдался заметный рост баланса центрального банка (часто свидетельствующий об активном применении НДКП). В остальных странах подобной динамики не наблюдалось. Это позволило получить более точную картину влияния масштабной НДКП на инфляционные процессы с учетом других факторов.

Период анализа охватывает 2013–2025 годы, что дает возможность адекватно сравнить динамику инфляции до пандемии COVID-19 и после нее. При заметном

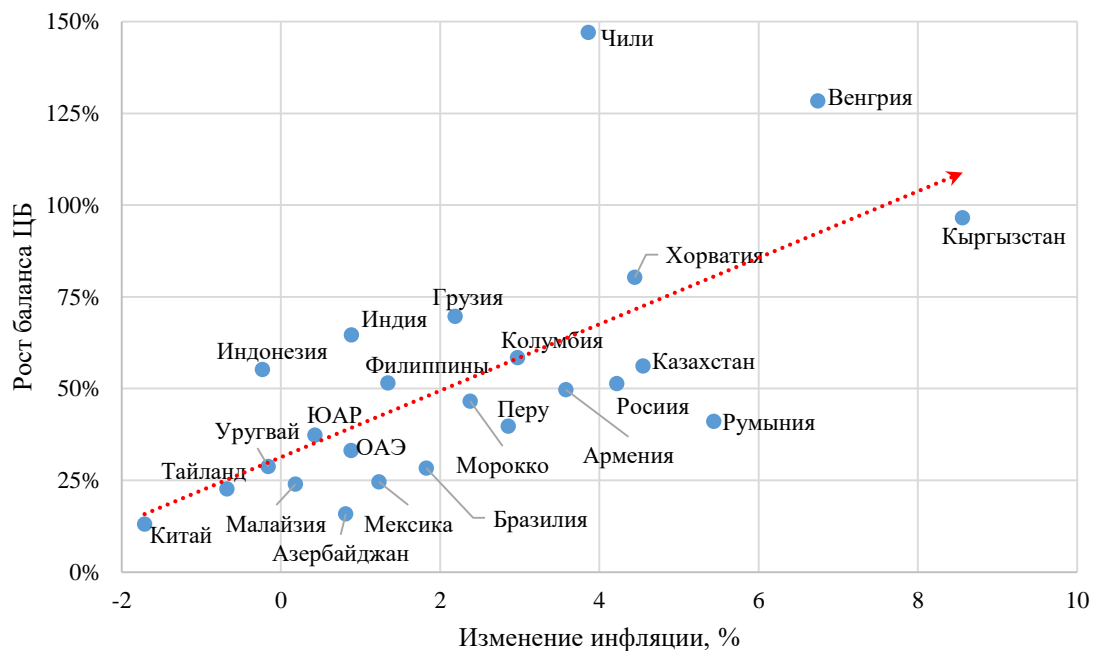
расширении периода анализа возрастает вероятность того, что в отдельных странах центральные банки проводили операции, влияющие на баланс, вне рамок антикризисной политики, например, операции управления ликвидностью, пополнение международных резервов, рекапитализацию банков или валютные интервенции. Чтобы минимизировать влияние подобных факторов и сосредоточиться на наиболее однородном временном отрезке, связанном преимущественно с допандемическим и постпандемическим периодом, нижняя граница выборки установлена на 2013 год – период полного исчерпания последствий глобального финансового кризиса и окончания европейского долгового кризиса.

При проведении панельного регрессионного анализа использована рабочая предпосылка, согласно которой страны, в которых в период 2020–2022 годов наблюдался значительный рост баланса центрального банка, рассматривались как проводившие нетрадиционные меры денежно-кредитной политики. Такой подход позволяет учитывать фактическое расширение активов центрального банка как индикатор применения масштабного выкупа активов и кредитных программ, даже в случаях, когда центральные банки не сопровождали эти действия активными коммуникациями. Следует отметить, что данная предпосылка может быть приближением: рост баланса центрального банка не всегда полностью отражает специфику применяемых инструментов или целей политики⁵. Тем не менее в условиях ограниченной доступности сопоставимых данных о характере НДКП для всех стран выборки, такое допущение представляется оправданным и позволяет выделить общую реакцию монетарных властей на пандемический шок.

На рисунках 16 и 17 представлена визуальная зависимость между изменением баланса центральных банков и изменением годовой инфляции в развивающихся и развитых странах, рассчитанная как разница средних значений за четыре года до пандемии (2016–2019 годы) и четыре года после нее (2020–2024 годы).

Рисунок 16

Рост баланса ЦБ и динамика инфляции в ряде развивающихся стран



Источник: сайты ЦБ и комитетов по статистике стран, расчеты авторов

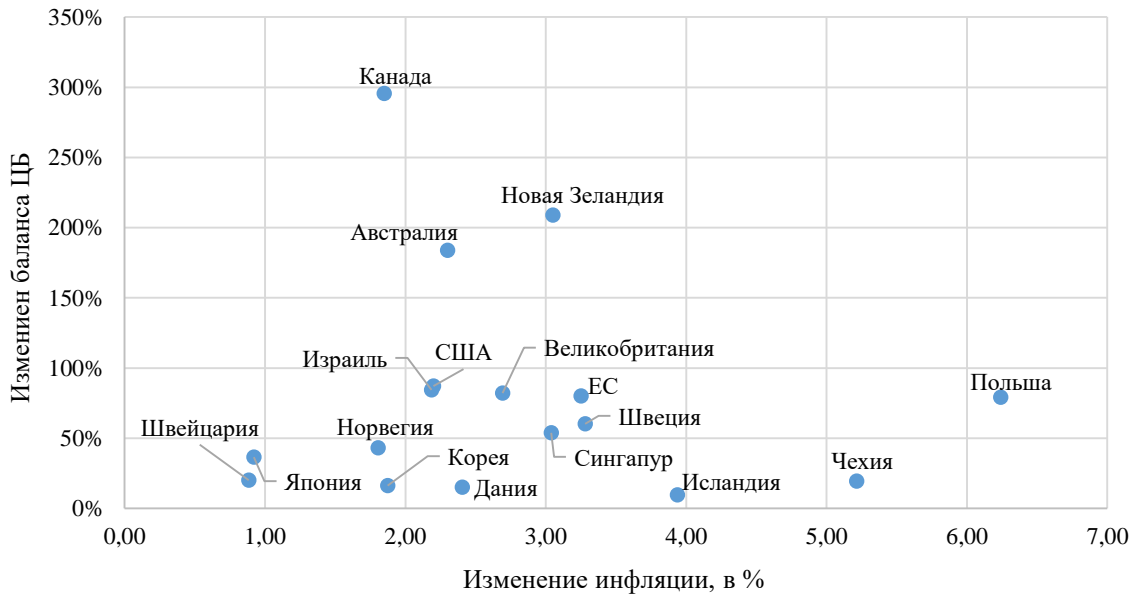
В случае развивающихся стран, несмотря на наличие разброса, прослеживается умеренная положительная зависимость. В странах, где баланс центрального банка

⁵ Такие примеры будут проанализированы в следующем разделе.

увеличивался в большей степени, как правило, фиксировался и более заметный рост инфляции. Это может свидетельствовать о том, что динамика баланса ЦБ была одним из факторов, сопровождавших рост цен в постковидный период. Однако стоит учитывать, что на динамику инфляции влияют не только меры монетарного стимулирования, но и такие факторы, как курсовая динамика, внешние условия, внутренний спрос, фискальная политика и т. д. Тем не менее визуальная зависимость отражает комплексное взаимодействие между политикой центральных банков развивающихся стран и макроэкономическими условиями: расширение баланса ЦБ в результате применения НДКП в развивающихся странах может усилить инфляционное давление.

Рисунок 17

Рост баланса ЦБ и динамика инфляции в ряде развитых стран



Источник: сайты ЦБ и комитетов по статистике стран, расчеты авторов

Для развитых стран характерна иная картина. Зависимость между изменением баланса центральных банков и динамикой инфляции визуально не прослеживается. При том, что в отдельных экономиках масштабы монетарного расширения после пандемии сопровождались более чем двукратным расширением баланса ЦБ, рост инфляции оставался относительно умеренным. Это может свидетельствовать о том, что высокая устойчивость финансовых систем и доверие к монетарным институтам ограничивают прямое влияние увеличения ликвидности на цены.

Для более детального поиска и анализа возможного влияния мер НДКП на инфляционные процессы были использованы панельные регрессионные модели, что дает возможность учесть временные и межстрановые различия. Все переменные взяты в квартальной динамике с начала 2013 года до конца первого полугодия 2025 года⁶.

В качестве зависимой переменной использовались два показателя инфляции: годовая инфляция, характеризующая долгосрочные ценовые тенденции, и квартальная инфляция, отражающая краткосрочные реакции на используемые факторы.

В качестве объясняющих переменных были взяты показатели, характеризующие монетарные факторы и факторы внешней среды:

- денежная масса (M3) – индикатор общего уровня ликвидности в экономике;
- обменный курс (национальная валюта к доллару США) для учета влияния валютной динамики на внутренние цены;

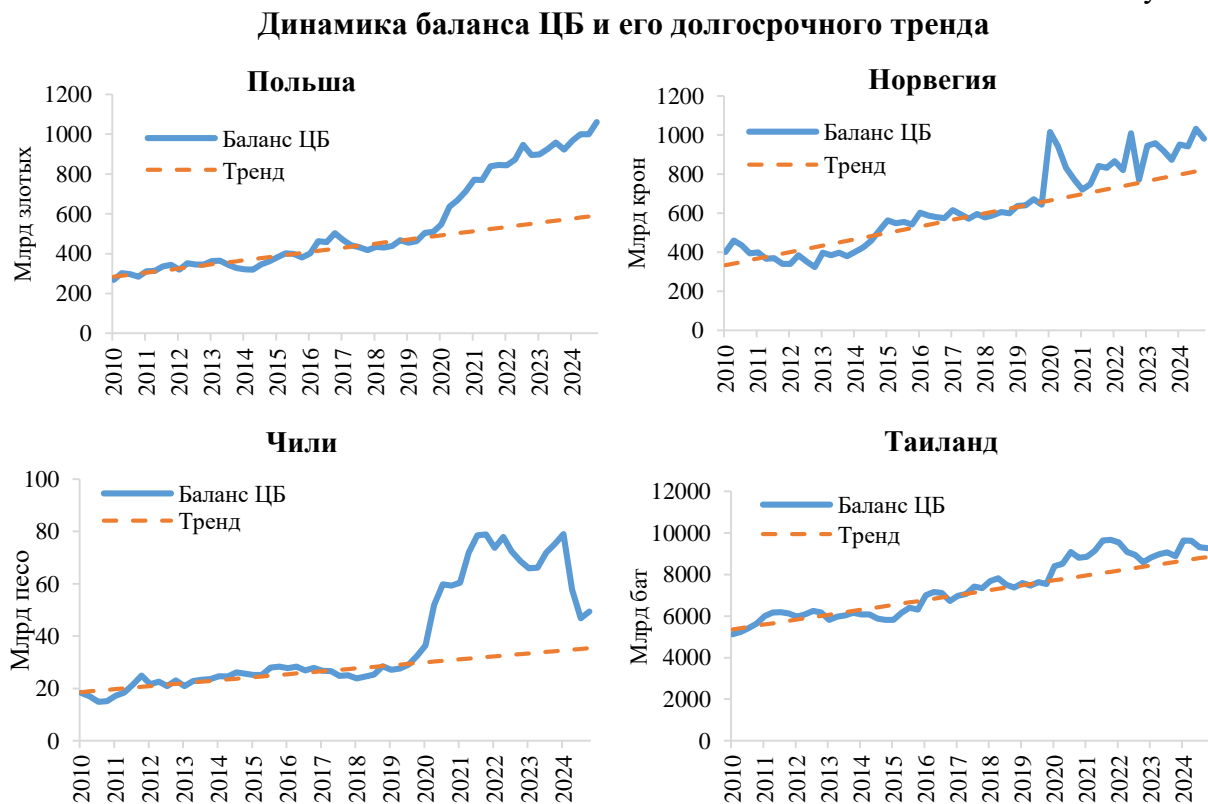
⁶ Число наблюдений для отдельной переменной равно 50, а общее число использованных данных с учетом 41 страны превышает 2 000.

- различные показатели динамики баланса центрального банка, которые отражают масштабы эмиссии;
- денежная база (M0) – дополнительный индикатор масштаба монетарной экспансии;
- ставка центрального банка – основной инструмент денежно-кредитной политики;
- фиктивная переменная COVID-19, принимающая значение 1 в период пандемии (с 2020 по первое полугодие 2023 года⁷), что позволяет отделить глобальный шок 2020 года от других факторов инфляции;
- индекс ФАО, отражающий внешний инфляционный фон в части продовольственной инфляции.

Особое внимание уделено переменной, характеризующей баланс центрального банка (основной анализируемый фактор). Чтобы точнее уловить влияние НДКП для каждой из рассматриваемых стран, был построен модифицированный показатель – разрыв баланса центрального банка, рассчитываемый как процентное отклонение текущего значения от его 10-летнего тренда (с 2010 по 2019 год)⁸. Такой подход, предположительно, позволяет лучше выявить периоды увеличения активов ЦБ именно в период ковидного кризиса (2020–2024 годы) и нормализовать масштабы монетарной экспансии между странами, устраняя размерный эффект. При этом недостатком показателя является сложность точной интерпретации результатов полученных оценок.

На примере 4 стран из выборки наглядно показана логика применения показателя (рисунок 18). В Польше и Чили, где с 2020 года применялись масштабные меры НДКП баланс ЦБ значительно отклоняется от тренда, тогда как в Норвегии и Таиланде подобный эффект практически не наблюдается.

Рисунок 18



Источник: сайты ЦБ стран, данные IMF, расчеты авторов

⁷ 5 мая 2023 года ВОЗ объявила, что COVID-19 больше не является мировой чрезвычайной угрозой в области здравоохранения и ее чрезвычайная фаза завершилась.

⁸ Тренд был построен на основе квартальных данных балансов ЦБ с 2010 по 2019 год с помощью линейных регрессий для каждой страны. Общее число наблюдений по каждой стране составило 40.

Для получения корректных уравнений и результатов были проведены следующие преобразования переменных и анализ имеющихся данных:

1. Для достижения стационарности⁹ временных рядов и приведения в стандартизированную (сравнимую) форму переменные были нормализованы.

2. Зависимые переменные в уравнениях проверены на наличие мультиколлинеарности¹⁰.

3. Для определения предпочтительного типа модели панельных данных был проведен тест Хаусмана. Согласно его результатам, нулевая гипотеза о корректности спецификации модели со случайными эффектами отклоняется на уровне значимости 1%. Это означает, что индивидуальные различия стран коррелируют с объясняющими переменными, и предпочтительной является модель с фиксированными перекрестными эффектами.

4. Лаги переменных определялись исходя из увеличения статистической значимости и корректности интерпретации знаков β коэффициента.

5. В уравнениях зафиксирована как временная, так и перекрестная динамика использованных данных. Выяснилось, что фиксирование временной динамики позволило модели учитывать общие шоки с 2013 по 2025 год, которые отражались на динамике инфляции во всех странах (например, ковидный шок, снижение цен на сырье), гораздо эффективнее, чем ввод отдельных бинарных шоков¹¹ и индекса ФАО.

6. Ввиду значительной инерционности показателя годовой инфляции в уравнении использовалось ее изменение, что практически полностью нивелировало автокорреляцию переменной¹². Показатель квартальной инфляции, в свою очередь, был очищен от сезонности¹³.

Таблица 2

Результаты оценки отдельных факторов инфляции

Изменение годовой инфляции	β коэф.	t-stat.	Квартальная инфляция (сезонно скоррект.)	β коэф.	t-stat.
Изм. обменного курса	0,046	7,70	Изм. обменного курса	0,028	6,22
Изм. баланса ЦБ (-1)	0,014	3,99	Изм. баланса ЦБ (-1)	0,011	3,91
Изм. ставки ЦБ (-4)	-0,33	-9,12			
C	-0.0004	-1,39	C	0,008	42,52
R²	32%		R²	44%	
Изменение годовой инфляции	β коэф.	t-stat.	Квартальная инфляция (сезонно скоррект.)	β коэф.	t-stat.
Изм. обменного курса	0,046	7,34	Изм. обменного курса	0,03	6,80
Разрыв баланса ЦБ (-1)	0,004	2,00	Разрыв баланса ЦБ (-1)	0,011	8,35
Изм. ставки ЦБ (-4)	-0,33	-9,24			
C	-0.0003	-2,03	C	0,008	36,84
R²	32%		R²	45%	

Источник: расчеты авторов

⁹ Данные проверялись через тест на наличие единичного корня с учетом перекрестной зависимости Pesaran – CIPS.

¹⁰ Показатель денежной базы M0 сильно коррелировал с динамикой баланса ЦБ (корреляция варьировалась в пределах 80-99% для отдельных стран), поэтому было решено оставить только показатели баланса ЦБ в качестве основного фактора. К тому же эмиссия в рамках НДКП практически всегда прямо отражается именно на балансе ЦБ.

¹¹ Включение отдельно фиктивной переменной COVID и индекса мировых цен на продовольствие требовало отключения опции фиксирования временной динамики и ухудшало результаты моделей (заметно снижало R²). Фактически модель с фиксированными временными эффектами гораздо лучше улавливает влияние общих шоков на динамику инфляции.

¹² Тест Darbin-Watson составил 1,8, что приближено к 2 (полное отсутствие автокорреляции).

¹³ С использованием метода Seasonal-Trend decomposition using Loess.

Конечные уравнения регрессии показали практически идентичные результаты при использовании показателя процентного изменения баланса ЦБ или оценки процентного разрыва баланса ЦБ¹⁴ (таблица 2). Фактор денежной массы оказался статистически незначим в объяснении динамики инфляции.

Результаты ожидаемо показывают, что динамика годовой инфляции связана с изменением обменного курса и сдвигами в балансе центрального банка. Оба фактора демонстрируют устойчивую положительную статистическую связь с ростом цен. Рост баланса ЦБ на 10% приводит к ускорению инфляции¹⁵. Изменения ключевой ставки с лагом в 1 год приводят к снижению инфляции, что отражает предсказуемую реакцию годового роста цен на ужесточение денежно-кредитных условий. Модель объясняет 32% вариации инфляции, что говорит о наличии других факторов, не учтенных в уравнении.

Связь квартальной инфляции с обменным курсом и балансом ЦБ также сохраняется и проявляется стабильно в данных, что подтверждает влияние этих макропоказателей и на более короткие горизонты¹⁶. Так, рост баланса ЦБ на 10% сопровождается ростом квартальной инфляции на 0,11 п. п. Уравнение для квартальной инфляции объясняет большую долю вариации ($R^2=44\%$) в сравнении с годовой, что указывает на более выраженную зависимость краткосрочной динамики цен от включенных переменных и общих временных шоков.

Для разделенных подгрупп стран (развитых и развивающихся) удалось получить конечные уравнения годовой динамики инфляции (таблица 3). Для квартальной инфляции все выбранные факторы, за исключением обменного курса, оказались статистически незначимыми. Это предположительно связано с большей чувствительностью показателя к ценовым шокам в отдельных странах.

Таблица 3

Результаты оценки отдельных факторов инфляции в развитых и развивающихся странах

Изменение годовой инфляции (развитые страны)	β коэф.	t-stat.	Изменение годовой инфляции (развивающиеся страны)	β коэф.	t-stat.
Изм. обменного курса	0,027	2,87	Изм. обменного курса	0,052	5,47
Изм. баланса ЦБ (-1)	0,0001	0,037	Изм. баланса ЦБ (-1)	0,034	3,46
Изм. ставки ЦБ (-5)	-0,22	-2,29	Изм. ставки ЦБ (-4)	-0,33	-7,94
C	0,0002	0,84	C	-0,001	-4,26
R^2	48%		R^2	31%	

Источник: расчеты авторов

Результаты панельной регрессии развитых стран, как и ожидалось, сошлись с визуальной картиной (рисунок 17): влияние изменений баланса центрального банка (или разрыва баланса) на инфляцию не выявлено, что свидетельствует о низкой эффективности этого показателя как предиктора инфляции в рассматриваемой подвыборке. При этом достаточно высокое значение коэффициента детерминации ($R^2=48\%$) свидетельствует, что остальные факторы (обменный курс, изменение ставки ЦБ) и фиксированные временные эффекты (общие шоки роста цен) в достаточной степени объясняют динамику инфляции.

В подвыборке развивающихся экономик изменения баланса центрального банка положительно и значимо влияют на инфляцию, что говорит о том, что эмиссионное

¹⁴ Ввиду более легкой интерпретации β коэффициентов в выводах и дальнейшем анализе на уровне групп стран будет использовано только процентное изменение баланса ЦБ.

¹⁵ Так как в качестве зависимой переменной взята не сама годовая инфляция, а ее изменение.

¹⁶ Переменная изменения ключевой ставки с разными лагами продемонстрировала положительный коэффициент, что, вероятно, отражает краткосрочное совпадение направления движения ставки и инфляции вследствие реактивного характера денежно-кредитной политики. Поскольку такой знак не позволяет интерпретировать эффект ставки как причинный и противоречит долгосрочной логике, переменная была исключена.

финансирование со стороны ЦБ приводит к росту ценового давления. Изменения обменного курса ожидаемо оказывают сильное положительное и статистически значимое влияние на годовую инфляцию. Изменения ключевой ставки центрального банка оказывают отрицательное и сильно значимое влияние на инфляцию с лагом в 1 год, демонстрируя эффективность ужесточения денежно-кредитной политики в сдерживании роста цен¹⁷. При этом в отличие от результатов по развитым странам, полученное уравнение объясняет около трети вариации инфляции, показывая умеренную предсказательную силу включенных переменных. Это может быть связано с более частыми ценовыми шоками, менее последовательной ДКП и сильными структурными различиями среди выбранных развивающихся стран.

В целом можно отметить, что трансмиссия внешних и монетарных шоков на рост цен в выбранных группах стран различается. Развивающиеся страны демонстрируют значительно более высокий эффект от изменения обменного курса на инфляцию и сильную чувствительность к расширению баланса центрального банка. Это вполне согласуется с экономической теорией, согласно которой недостаточная глубина финансовых рынков, часто более высокая долларизация и инфляционные ожидания приводят к выраженному ускорению инфляции в ответ на возникающие шоки. Практически это означает, что для развивающихся стран критически более важны меры укрепления защиты от валютных шоков и развития финансовых рынков. Для развитых стран своевременная реакция ставки ЦБ остается ключом к стабилизации цен.

5. Анализ влияния НДКП на инфляцию в период COVID-19 методом Difference-in-Differences

Баланс центрального банка может служить индикатором применения нетрадиционной денежно-кредитной политики (НДКП), поскольку программы количественного смягчения и аналогичные меры, как правило, сопровождаются расширением активов на балансе регулятора. Однако использование баланса как единственного прокси-показателя является неполным: рост активов может происходить по причинам, не связанным с НДКП (валютные интервенции, изменение структуры резервов и т. д.), а масштабы и скорость изменений заметно различаются между странами.

В связи с этим в работе был также применен метод Difference-in-Differences (DiD) [59]. Данный метод часто применяется в сфере медицины, образования, социологии и экономической политике и заключается в сравнении показателей в выборках до вмешательства (действие препарата, реформы, политики и т. д.) и после него.

В рамках данной работы для спецификации DiD метода на основе исследования BIS [4], официальной информации с сайтов ЦБ, а также данных об объемах выкупа активов и кредитных программах¹⁸ в выборке были идентифицированы страны, которые объявляли и проводили программы НДКП (таблица 4). Фактически учитывался факт применения и объем мер. Такой подход позволяет выделить эффект именно объявленных и целенаправленных мер НДКП, по большей части нивелируя ситуации, когда динамика баланса ЦБ не была связана с монетарными стимулами (пополнение резервов, переоценка активов и т. д.) или, когда у ЦБ был уже «раздутый» баланс до пандемии без ярко выраженной динамики роста после 2020 года (например, в ЦБ Японии).

¹⁷ Согласно β коэффициенту (-0,33), влияние ставки ЦБ на инфляцию оказалось выше, чем в развитых странах (β коэффициент равен -0,22), что можно объяснить более высоким уровнем и волатильностью инфляции в развивающихся странах.

¹⁸ Из «IMF database» были получены данные по большинству стран из выборки.

Таблица 4

Страны, проводившие/не проводившие масштабный выкуп активов и кредитные программы

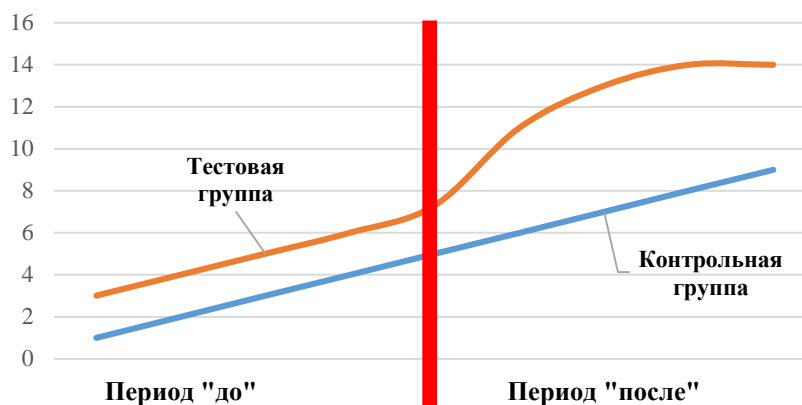
Страны, ЦБ которых не объявляли о масштабном выкупе активов и/или кредитных программах после 2020 года (контрольная группа)	Страны, ЦБ которых объявляли и проводили масштабный выкуп активов и/или кредитные программы после 2020 года (тестовая группа)
Сингапур, Чехия, Дания, Норвегия, Исландия, Швейцария, Корея ¹⁹ , Хорватия, Бразилия, Мексика, Россия, Колумбия, Малайзия, ЮАР, Таиланд, Грузия, Уругвай, Кыргызстан, Азербайджан, Перу, Армения, Марокко, Румыния, ОАЭ, Китай	Польша, Австралия, Израиль, Новая Зеландия, Канада, Великобритания, Швеция, США, ЕС, Филиппины, Казахстан, Чили, Индонезия, Индия, Венгрия, Япония

Источник: составлено авторами

Ключевой логикой DiD подхода является предположение о том, что в отсутствие мер НДКП тренды инфляции в обеих группах стран (тестовой и контрольной) оставались бы параллельными (рисунок 19). Это предположение позволяет рассматривать отклонение в динамике инфляции именно после запуска мер НДКП как результат проведенной политики, а не следствие иных внешних шоков.

Рисунок 19

Схема ожидаемого результата DiD анализа



Источник: составлено авторами

Также для DiD анализа важно обеспечить сопоставимость периода «до» (принятия мер) и «после». Для этого были взяты равные по длительности отрезки времени. Например, 5 лет до применения НДКП и 5 лет после.

Для построения модели были выделены: тестовая группа – страны, реализовавшие программы выкупа активов и кредитные программы с 2020 года²⁰, контрольная группа – страны, не объявлявшие о масштабном использовании инструментов НДКП с 2020 года.

Общий период анализа охватывает квартальные данные с 2015 по 2024 годы. Момент отсечения – 2 квартал 2020 года, когда большинство стран контрольной группы начали масштабное применение мер НДКП. Таким образом, для «чистого» сравнения выбраны докризисный период до 2020 года и посткризисный период после 2020 года.

В качестве зависимой переменной использовалась динамика инфляции. Ключевыми регрессорами выступали:

¹⁹ ЦБ Кореи проводил меры НДКП в 2020 году, однако масштабы были небольшими. То же справедливо для ЦБ Мексики, Колумбии, Таиланда.

²⁰ Тестовая группа состоит из стран, объявивших о реализации масштабных мер НДКП. При этом это не обязательно страны с наибольшим ростом баланса ЦБ.

- фиктивная переменная UMP , принимающая значение 1 для стран, проводивших программы количественного смягчения (с 2020 года), и 0 в противном случае;
- фиктивная переменная $Post$, равная 1 для периода с начала и после COVID-19 (2020–2024) и 0 для периода до пандемии (2015–2019);
- переменная взаимодействия $UMP*Post$, коэффициент, который отражает «чистый эффект» НДКП на инфляцию.

Во всех уравнениях дополнительно учитывались контрольные переменные: динамика процентной ставки ЦБ, изменение обменного курса и лаг годовой инфляции. Наличие этих переменных позволяет заметно снизить риск смещения оценок, возникающий из-за действия прочих факторов денежно-кредитной политики.

Ключевым параметром интереса является коэффициент при взаимодействии $UMP*Post$. Если он положителен и статистически значим, это означает, что инфляция в странах, применявших НДКП, в посткризисный период выросла сильнее по сравнению с динамикой в контрольной группе, что позволяет интерпретировать данный рост именно как эффект реализации программ количественного смягчения. Отрицательный, околонулевой или статистически незначимый коэффициент будет указывать на отсутствие четкой связи между применением НДКП и инфляцией в исследуемой выборке.

Для повышения устойчивости результатов и учета структурных различий в экономическом развитии был проведен DiD-анализ в двух вариантах:

1) объединенная выборка всех стран, включая развитые и развивающиеся экономики. Это позволило получить общую картину воздействия НДКП на инфляцию на глобальном уровне;

2) разделенная выборка отдельно для развитых и развивающихся стран. Такой подход позволяет выявить различия во влиянии НДКП, но страдает от заметного снижения числа наблюдений.

Сравнение двух вариантов анализа дает более полное понимание неоднородности эффекта QE и позволяет избежать усреднения результатов, которое могло бы скрыть важные различия между группами стран.

Следует отметить, что метод DiD, несмотря на свою популярность и интуитивность, имеет ряд ограничений. Главным из них является предположение о параллельных трендах: если до 2020 года динамика инфляции в тестовой и контрольной группах существенно различалась, то интерпретация результатов может быть искажена. Кроме того, эффект QE может проявляться с временным лагом, что не всегда отражается в рамках стандартного DiD анализа. Также остается вероятность влияния глобальных факторов (например, динамики цен на нефть или решений ФРС США), которые затрагивают обе группы стран, но не всегда поддаются корректному учету.

В общем виде уравнение для DiD анализа выглядит следующим образом:

$$Y_{it} = \beta(UMP_i * Post_t) + \gamma_k X_{k,it} + \delta_i + \mu_t + \varepsilon_{it},$$

где:

- Y_{it} – годовая инфляция в стране i в момент времени t ;
- UMP_i – индикатор для страны, в которой началось проведение НДКП в 2020 году (1 – для группы с объявленным НДКП, 0 – для контрольной);
- $Post_t$ – индикатор пост-эффекта (1 – со второго квартала 2020 года, 0 – до);
- $UMP_i * Post_t$ – взаимодействие, коэффициент β которого и есть эффект воздействия (DiD оценка);
- $X_{k,it}$ – комбинация дополнительных ковариант²¹;

²¹ Ведение ковариант уменьшает дисперсию оценки и устраняет дополнительные изменения зависимой переменной, не связанные с основным фактором. При этом в отличие от линейной регрессии, они не меняют степень влияния основной переменной $UMP*Post$. Фактически DiD позволяет лучше очищать индивидуальные перекрестные эффекты и сосредоточиться именно на интересующем факторе.

- δ_i – фиксированные перекрестные (страновые) эффекты;
- μ_t – фиксированные временные эффекты;
- ε_{it} – случайная ошибка.

Результаты представлены в таблице 5, где указаны периоды сравнения, β коэффициенты и значение t-статистики.

Таблица 5

Результаты DiD анализа по всей выборке стран

Период «до»	Период «после»	β коэф.	t-stat.
2015-2019 гг.	2020-2024 гг.	0,875	18,96
2016-2019 гг.	2020-2023 гг.	0,882	12,08
2017-2019 гг.	2020-2022 гг.	0,913	6,27
2018-2019 гг.	2020-2021 гг.	0,797	7,23

Источник: расчеты авторов

Значение β коэффициентов варьируется в пределах 0,8-0,9. Это означает, что инфляция в странах, проводивших НДКП, была в среднем на 0,8-0,9 п. п. выше, чем в контрольной группе²². Это фактически чистый эффект мер НДКП на инфляцию с учетом инерции годовой динамики роста цен, влияния монетарной политики, обменного курса, внешних шоков.

Во всех случаях β коэффициент $UMP*Post$ оказывается положительным и высоко значимым: t-статистика, несмотря на снижение вследствие сокращения числа наблюдений, значительно превышает необходимый пороговый уровень.

Эффект практически не меняется при выборе длины постковидного интервала. Это отражает тот факт, что влияние на инфляцию от мер НДКП было равномерным и продолжительным.

Анализ результатов DiD для инфляции подвыборок развивающихся и развитых стран показывает выраженную гетерогенность²³ эффекта (таблицы 6, 7).

Таблица 6

Результаты DiD анализа выборки развивающихся стран

Период «до»	Период «после»	β коэф.	t-stat.
2015-2019 гг.	2020-2024 гг.	0,515	36,20
2016-2019 гг.	2020-2023 гг.	0,531	29,17
2017-2019 гг.	2020-2022 гг.	0,629	15,27
2018-2019 гг.	2020-2021 гг.	0,795	20,02

Таблица 7

Результаты DiD анализа выборки развитых стран

Период «до»	Период «после»	β коэф.	t-stat.
2015-2019 гг.	2020-2024 гг.	0,855	13,12
2016-2019 гг.	2020-2023 гг.	0,863	10,30
2017-2019 гг.	2020-2022 гг.	0,967	7,67
2018-2019 гг.	2020-2021 гг.	0,693	3,63

Источник: расчеты авторов

²² Нужно подчеркнуть, что в контрольной группе находятся страны, которые не объявляли о масштабных мерах выкупа активов и кредитных программах. При этом показатель баланса ЦБ в данных странах после 2020 года также может расти высокими темпами в силу различных причин (например, в Кыргызстане вследствие покупки монетарного золота).

²³ Другими словами, влияние НДКП на инфляцию при DiD анализе оказалось не одинаковым для всех стран, а зависит от типа экономики, выбранного периода анализа и числа наблюдений.

Для развивающихся стран коэффициенты β колеблются от 0,5 до 0,8 в зависимости от выбранных периодов «до» и «после», при этом t -статистики достаточно высокие, эффект статистически значимый. Это свидетельствует о том, что применение НДКП оказывает умеренное, но устойчивое влияние на инфляцию в подвыборке развивающихся экономик. Причем эффект усиливается при более коротких периодах анализа (например, 2018–2019 гг. к 2020–2021 гг.).

Для развитых стран эффект несколько больше: β колеблется от 0,7 до 1,0. Возможные причины – более масштабные меры, устойчивость экономики к внешним шокам²⁴ и более низкий уровень инфляции в доковидный период²⁵, тогда как в развивающихся экономиках эффект НДКП мог частично компенсироваться курсовой волатильностью, ограничениями объема стимулов и значимостью внешних ценовых шоков.

Однако в результатах расчетов по развитым странам наблюдается снижение t -статистики для последних периодов, что может указывать на возрастание дисперсии данных или меньшую точность оценки вследствие заметного падения числа наблюдений. В развитых экономиках реакция инфляции на НДКП более выражена, но чувствительна к выбору периода анализа.

В целом результаты проведенного DiD-анализа демонстрируют, что влияние бинарной метрики нетрадиционной денежно-кредитной политики на инфляцию является статистически значимым. В развивающихся экономиках эффект НДКП проявляется как умеренный и стабильный, что указывает на последовательную реакцию инфляции на меры по смягчению политики. В развитых странах эффект существенно больше, хотя сопровождается снижением точности оценок в отдельных периодах, что отражает большую чувствительность данных и при снижении числа наблюдений.

6. Выводы

Теоретический блок исследования позволил систематизировать и классифицировать основные формы нетрадиционных мер денежно-кредитной политики, выделив ключевые направления и механизмы их действия на экономику. Обзор опыта отдельных стран показал, что применение НДКП существенно варьируется в странах как по масштабу, так и по длительности. В развивающихся экономиках такие меры, за исключением FG, используются преимущественно в периоды острого стресса и служат стабилизации финансового рынка. В развитых странах НДКП сформировали более продолжительную и структурированную традицию, отличающуюся разнообразием инструментов. Это отражает регулярные эпизоды снижения эффективности процентного канала и необходимость воздействовать на долгосрочные ставки и ожидания посредством операций, выходящих за пределы стандартного набора средств денежно-кредитной политики.

Синтез теоретического и странового анализа указывает на баланс-центричную природу НДКП: практически любые значимые вмешательства центрального банка – от валютных интервенций до покупок активов и целевого рефинансирования – находят отражение в структуре его активов и пассивов. Это делает баланс центрального банка одним из важных индикаторов применяемых мер и позволяет сопоставлять влияние НДКП между странами.

Проведенный эмпирический анализ позволил оценить степень влияния мер НДКП на инфляцию среди выборки из 41 страны. Результаты панельных регрессий показали, что изменения в балансе ЦБ (или процентный разрыв в балансе) имеют устойчивую положительную связь с инфляцией (как годовой, так и квартальной). Особенно заметным является влияние расширения баланса ЦБ на инфляцию в развивающихся странах, где эмиссионное финансирование оказывает значительное ценовое давление. При этом в

²⁴ Вероятно, в развитых странах, не применявших НДКП, инфляция остается заметно ниже, чем в тех, где НДКП применялось. В развивающихся экономиках внешние шоки приводят к соразмерному росту цен, следовательно, разница инфляции в контрольной и тестовой группе может быть ниже.

²⁵ Рост с низкого значения инфляции до умеренного уровня в результате применения НДКП.

развитых странах влияние баланса ЦБ на динамику инфляционных процессов выявить не удалось. Однако результаты показали высокую эффективность других факторов, таких как изменение обменного курса и ключевой ставки, в объяснении инфляции в обеих группах стран.

Применение метода разностей в разностях (DiD) позволило дополнить результаты панельных регрессий, частично нивелировав недостатки баланса ЦБ в качестве индикатора НДКП. Результаты этого метода показали, что меры НДКП оказали влияние на инфляцию как в развивающихся, так и в развитых странах²⁶, несмотря на выраженную гетерогенность. В развитых странах влияние НДКП оказалось чувствительным к выбору периода анализа, что связано с меньшим количеством наблюдений и увеличением дисперсии данных при сужении сравниваемых периодов.

Основываясь на проведенном исследовании, можно сделать вывод, что в развитых экономиках стимулирующие меры НДКП (масштабный выкуп активов и кредитные программы) применялись, как правило, в условиях устойчиво заниженной инфляции (ниже цели ЦБ), стабильных инфляционных ожиданий, фактического исчерпания процентного канала трансмиссии (достижения ZLB) и высокого доверия к регулятору в отношении приоритета ценовой стабильности. При этом высокий рост цен во время кризиса, связанного с пандемией COVID-19, показал, что и развитые страны не застрахованы от проинфляционных рисков, связанных с чрезмерно активным применением стимулирующих мер.

Применение подобных мер НДКП в развивающихся странах зачастую неоправданно и сопряжено с рядом рисков. При неисчерпанном процентном канале (ставка ЦБ существенно выше ZLB) и незаякоренных инфляционных ожиданиях масштабный выкуп активов и кредитные программы существенно снижают трансмиссию ставки ЦБ, размывают сигналы монетарной политики и фактически усиливают проинфляционное давление в экономике. При слабых институциональных якорях²⁷ и высокой чувствительности к курсовым и фискальным шокам такие меры могут восприниматься рынком как отказ от приоритета ценовой стабильности и как форма скрытого фискального доминирования. В результате НДКП не компенсирует ограничения стандартной ДКП, а усугубляет макроэкономические дисбалансы, повышая волатильность инфляции, процентных ставок и обменного курса, а также увеличивая неопределенность в отношении реакции регулятора.

По этой причине важно, чтобы меры НДКП вводились лишь после полного исчерпания традиционных механизмов процентной политики и сопровождалось повышением доверия к ЦБ, укреплением финансовой стабильности, снижением уязвимости экономики к внешним шокам и закреплением инфляционных ожиданий.

Литература

1. Cecioni M., Ferrero G., & Secchi A. (2011). Unconventional monetary policy in theory and in practice. Bank of Italy occasional paper, 102, 1-18.
2. Borio C (1997), "The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey", BIS Economic Papers, no 47.
3. Borio C., Zabaï A. Unconventional monetary policies: a re-appraisal //Research handbook on central banking. – Edward Elgar Publishing, 2018. – С. 398-444.
4. Cantú C, Cavallino P., De Fiore F.& Yetman J. A global database on central banks' monetary responses to Covid-19//BIS WP, no 934, 4-6

²⁶ В рамках взятой выборки стран.

²⁷ К сильным институциональным якорям можно отнести независимость ЦБ, историческую предсказуемость и прозрачность действий регулятора, стабильную институциональную среду на финансовом рынке и т. д.

5. Churm, Rohan, Michael Joyce, George Kapetanios, and Konstantinos Theodoridis. 2018. "Unconventional Monetary Policies and the Macroeconomy: The Impact of the UK's QE2 and Funding for Lending Scheme." *The Quarterly Review of Economics and Finance*, October.
6. Laine, O.M. and Nelimarkka, J., 2023. Targeted longer-term refinancing operations decreased overall credit costs and boosted economic growth.
7. Churm, R., Radia, A., Leake, J., Srinivasan, S. and Whisker, R., 2012. The funding for lending scheme.
8. Bernanke, Ben S. 2009. "The Crisis and the Policy Response." The Stamp Lecture, London School of Economics, January 13.
9. Bank of Canada, 2009, Monetary Policy Report, April 2009 (Ottawa).
10. Bernanke, B. S. (2020). The new tools of monetary policy. American Economic Association, Presidential Address, January 4.
11. Bauer, M. D., & Rudebusch, G. D. (2018). The signaling channel for Federal Reserve bond purchases. 36th issue (September 2014) of the *International Journal of Central Banking*.
12. Bhattarai, S., & Neely, C. (2016). A survey of the empirical literature on US unconventional monetary policy. Federal Reserve Bank of St. Louis, Research Division.
13. Feroli, Michael, David Greenlaw, Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, and Amir Sufi. 2017. "Language After Liftoff: Fed Communication Away from the Zero Lower Bound." *Research in Economics*, Special issue on Macroeconomics, 71 (3): 452–90.
14. Filardo, A.J. and Hofmann, B., 2014. Forward guidance at the zero lower bound. *BIS Quarterly Review* March.
15. Woodford, M (2012): "Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound", *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, pp 185–288.
16. Campbell, Jeffrey R., Charles L. Evans, Jonas DM Fisher, and Alejandro Justiniano. 2012. "Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance." *Brookings Papers on Economic Activity* 2012 (1): 1-80.
17. Bech, M. L., & Malkhozov, A. (2016). How have central banks implemented negative policy rates? *BIS Quarterly Review* March.
18. Arteta, C., Kose, M.A., Stocker, M. and Taskin, T., 2016. Negative interest rate policies: Sources and implications.
19. Heider, F., Saidi, F., & Schepens, G. (2021). Banks and negative interest rates. *Annual Review of Financial Economics*, 13(1), 201-218.
20. Kowalewski P., Shirai S. "History of Bank of Japan's more than two decades of unconventional monetary easing with special emphasis on the frameworks pursued in the last 10 years".
21. Aoki, K. and Ueda, K., 2025. Survey of the effects of unconventional monetary policy in Japan. *The Japanese Economic Review*, pp.1-33.
22. Westelius, N., 2020. Twenty years of unconventional monetary policies: lessons and way forward for the Bank of Japan.
23. Haba, S., Izawa, K., Kishaba, Y., Takahashi, Y. and Yoneyama, S., 2025. Measuring Policy Effects since the Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE): An Analysis Using the Macroeconomic Model Q-JEM (No. 25-E-2). Bank of Japan.
24. Yu E. "Did Quantitative Easing Work", Federal Reserve Bank of Philadelphia Research Department, 2016.
25. Dzyublyuk O. Unconventional Measures of Monetary Policy: Experience of the Federal Reserve System of the United States. – 2017.
26. Fischer, S., 2021. Comparing the Monetary Policy Responses of Major Central Banks to the Great Financial Crisis and the COVID-19 Pandemic (pp. 2022-01). Working Paper. MA, USA: MIT Management Sloan School, Cambridge.
27. Trifonova, S. and Kolev, S., 2021. Impact of The Fed's Unconventional Monetary Policy on The US Financial Market. *Eurasian Journal of Economics and Finance*, 9(3), pp.145-158.

28. Tenreyro, S. and Wazzi, M., 2025. Unconventional Policy Tools at the Fed: Lessons from Theory and Practice.
29. Haas, J., Neely, C.J. and Emmons, W.R., 2020. Responses of international central banks to the COVID-19 crisis. FRB of St. Louis Working Paper No. Forthcoming.
30. ECB, «Impact of the two three-year longer-term refinancing operations», Monthly Bulletin, March 2012.
31. ECB, Technical features of Outright Monetary Transactions, press release, 6 September 2012.
32. ECB, Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 29 July 2022
33. ECB, Monetary policy decisions: June 2014, September 2019.
34. ECB, *TLTRO III and bank lending conditions*, *ECB Economic Bulletin*, Issue 6/2021.
35. ECB, *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) announcement*, March 2020.
36. ICMA, ECB PEPP and APP purchases bi-monthly data – November 2021.
37. CaixaBank Research, «Balance sheets: the not-so-visible normalisation of monetary policy», 2024.
38. ECB, Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 27 December 2024
39. Chung, Hee Chun. The Bank of Korea's Policy Response to the Global Financial Crisis. BIS Papers No. 54, 2011.
40. Federal Reserve Board. Temporary U.S. dollar liquidity arrangements (swap lines). Press release, March 19, 2020.
41. Bank of Korea. BOK to Launch Corporate Bond-Backed Lending Facility. Press release, April 16, 2020.
42. Engbith, Lily S. South Korea: Corporate Liquidity Support Organization. *Journal of Financial Crises*, Vol. 4, 2022
43. Bank of Korea. Annual Report 2020 (Bank of Korea's Conduct of Its Business). BOK, 2021.
44. BIS. The Monetary-Fiscal Policy Nexus in the Wake of the Pandemic. BIS Papers No. 122, March 2022.
45. Carney M., Jenkins P., Duguay P., Longworth D., Murray J., Lane T, July 2009. Monetary Policy Report. Bank of Canada.
46. Fernandes, J. and Mueller, M., 2023. A review of the Bank of Canada's support of key financial markets during the COVID-19 crisis.
47. Bank of Canada, 2024. Review of the Bank of Canada's Exceptional Policy Actions During the Pandemic.
48. Banco Central de Chile, Financial Stability Report, November 2009.
49. BIS, Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis, CGFS Papers No.68, 2021.
50. Banco Central de Chile, Monetary Policy Report, September 2021.
51. ČNB, The Czech National Bank's Exchange Rate Commitment, 2013.
52. BIS, Unconventional Monetary Policies in Emerging Europe, 2015.
53. ČNB, Exit from the Exchange Rate Commitment, 2017.
54. IMF, Czech Republic: Selected Issues 2022.
55. K. Hertel et al., «The impact on the Polish economy of the Structural Open Market Operations programme conducted by NBP», NBP Working Paper №343.
56. NBP, Annual Report 2023.
57. Годовой отчет НБРК за 2018 год.
58. НБРК, Стратегия денежно-кредитной политики до 2030 года, 2021.
59. A. Baker, Difference-in-Differences Designs: A Practitioner's Guide, 2025
60. Azizova, C., Witmer, J. and Zhang, X., 2024. Assessing the Impact of the Bank of Canada's Government Bond Purchases (No. 2024-5). Bank of Canada.

Справедливый переход (Just Transition) в рамках декарбонизации экономики и перехода к ESG в Казахстане

Абдуллаева А. Б. – главный специалист-дилер управления дилинговых операций с пенсионными активами Департамента монетарных операций Национального Банка Республики Казахстан

Абенова А. М. – ведущий специалист-дилер управления дилинговых операций с пенсионными активами Департамента монетарных операций Национального Банка Республики Казахстан

Исследование посвящено анализу концепции «справедливого перехода» в Казахстане с опорой на международный опыт и возможностью его адаптации к национальным социально-экономическим и институциональным условиям. Особое внимание уделяется роли государства и корпоративного сектора в разработке и практической реализации инклюзивных климатических стратегий, основанных на принципах ESG (Environmental, Social, Governance).

В работе рассматриваются успешные международные практики таких стран, как Германия, Польша, Испания, Чили, Китай и Бельгия, с целью определения их применимости в казахстанском контексте. Кроме того, исследование включает анализ опыта стран Центральной Азии, что позволяет сопоставить региональные подходы и определить общие вызовы и возможности в процессе декарбонизации.

Исследование не ограничивается теоретическим анализом, предлагая конкретные механизмы реализации, применимые для национальной климатической политики Казахстана в условиях перехода к низкоуглеродному развитию.

Ключевые слова: справедливый переход, ESG, декарбонизация, устойчивое развитие, энергетическая справедливость, низкоуглеродная экономика, возобновляемые источники энергии.

JEL-классификация: Q5, Q54, Q55, Q56.

1. Введение

«Справедливый переход» (Just Transition, JT) представляет собой концепцию, направленную на обеспечение перехода к устойчивой экономике с учетом интересов работников, местных сообществ и окружающей среды. Основная идея JT заключается в необходимости сбалансированного перехода к низкоуглеродной модели развития, при котором социальные и экономические последствия для населения и регионов, зависящих от высокоуглеродных отраслей, сводятся к минимуму.

Основная идея «справедливого перехода» заключается в том, чтобы обеспечить инклюзивность и равенство в процессе перехода к устойчивым формам производства. Это включает в себя поддержку работников и сообществ, затронутых изменениями в экономике, обеспечение переквалификации и создание новых возможностей трудоустройства в секторах с низким углеродным следом.

Понятие «справедливого перехода» возникло в 1970–1980-х годах в США, где профсоюзы и активисты выступали за справедливый переход, добиваясь защиты работников, переподготовки и социальной поддержки при закрытии экологически опасных предприятий в условиях деиндустриализации и связанного с ней ущерба для здоровья, окружающей среды и сообществ.

JT отражает необходимость комплексного решения задач, связанных с изменением климата, занятостью и устойчивым развитием. Его реализация напрямую перекликается с Целями устойчивого развития ООН (ЦУР), которые служат универсальной рамкой для оценки прогресса. Таким образом, справедливый переход можно рассматривать не только как инструмент климатической политики, но и как средство достижения более широкого

спектра целей: борьба с изменением климата (ЦУР 13), доступная и чистая энергия (ЦУР 7), достойная работа и экономический рост (ЦУР 8), а также сокращение неравенства (ЦУР 10).

Более того, JT позволяет одновременно учитывать как экологические, так и социальные измерения устойчивого развития. Его успешное внедрение позволяет одновременно решать задачи снижения выбросов парниковых газов, создания новых «зеленых» рабочих мест и защиты интересов наиболее уязвимых категорий населения. Это делает JT важным связующим звеном между глобальной климатической повесткой и локальными социально-экономическими приоритетами.

Значение справедливого перехода особенно важно для Казахстана и стран Центральной Азии, где процесс декарбонизации сопровождается значительными вызовами. Среди них возможное сокращение рабочих мест в традиционных отраслях, рост социального неравенства и необходимость глубокой перестройки энергетической системы.

В условиях изменения международных стандартов отчетности и инвестиционных критериев возрастает потребность в национальных моделях энергетического перехода, способных обеспечить защиту уязвимых групп населения и долгосрочную устойчивость. Однако в Казахстане в настоящее время отсутствует комплексный подход к социальной составляющей трансформации энергетики, а существующие инициативы не в полной мере используют потенциал сотрудничества государства, корпоративного сектора и местных сообществ. Все вышесказанное подчеркивает актуальность данного исследования.

2. Литературный обзор

Концепция справедливого перехода сформировалась в ответ на необходимость объединения задач экологической устойчивости и социальной справедливости. Термин возник в связи с деятельностью профсоюзов США в 1980-х годах, которые требовали защиты занятости в условиях ужесточения природоохранного регулирования. Со временем идея вышла за пределы трудовых отношений и стала ключевой в международных переговорах о климате, включая конференцию Рио+20 (2012) и Парижское соглашение (2015). В докладе Программы развития ООН (UNDP, 2020) подчеркивается, что справедливый переход должен объединять климатические меры с социальной политикой, чтобы минимизировать неравенство и обеспечить защиту наиболее уязвимых слоев населения.

Концептуальные основы справедливого перехода получили развитие и институциональное закрепление в документах ведущих международных организаций. В частности, Международная организация труда рассматривает справедливый переход как ключевой элемент обеспечения достойного труда в условиях климатической трансформации, подчеркивая необходимость социального диалога, активной политики на рынке труда, программ переподготовки и адресной поддержки работников и регионов, затронутых структурными изменениями.

Международное энергетическое агентство в рамках сценариев достижения углеродной нейтральности (Net Zero Emissions) акцентирует внимание на рисках асимметричного воздействия энергетического перехода на отдельные регионы и социальные группы, а также на важности интеграции социальных и региональных аспектов в национальные стратегии декарбонизации (IEA, 2025).

Современные аналитические подходы делают акцент на необходимости измерения и мониторинга JT. Европейский союз в 2023 году представил методологию, в рамках которой переход оценивается через социальные, экономические и экологические индикаторы. В отличие от более общих концептуальных рамок, этот инструмент ориентирован на практическую реализацию и позволяет адаптировать переходные меры к специфике регионов. Введение таких систем мониторинга особенно важно для ресурсозависимых экономик, где социальные риски от сокращения рабочих мест могут подорвать устойчивость реформ.

Не менее важен потенциал финансовых институтов и инноваций в этой области. Just Transition Finance Lab подчеркивает, что финансовая система может стать ключевым механизмом реализации справедливого перехода, если она будет учитывать не только экологические и климатические цели, но и социальные последствия (Just Transition Finance Lab, 2025). Их подход расширяет понятия зеленого и устойчивого финансирования, вводя обязательное включение социальных рисков, возможностей и диалога с обществом в инвестиционные решения.

Особое внимание в исследованиях уделяется странам, экономика которых опирается на экспорт углеводородов. Hasan, Heffron, Mohtadi и Urpelainen (2024) исследуют перспективы JT в так называемых «petrostates». Авторы отмечают, что вызовы в этих экономиках отличаются от стран с диверсифицированной структурой: критическими факторами являются зависимость государственных бюджетов от нефти и газа, институциональная инерция и социальная уязвимость домохозяйств. Для успешной реализации JT требуется сочетание диверсификации экономики, институциональных реформ и вовлечения населения в процессы принятия решений.

Stockholm Environment Institute (2022) подчеркивает, что энергетический переход, основанный исключительно на технологических инновациях, не гарантирует справедливости. Необходимы механизмы прозрачного распределения выгод, защита прав человека и программы поддержки альтернативных средств к существованию для тех, кто теряет работу в результате реформ. Это подчеркивает важность интеграции принципов процедурной, распределительной и восстановительной справедливости в проекты энергетического перехода.

Практические примеры реализации JT можно наблюдать на уровне национальных партнерств. Vanheukelom (2023) анализирует южноафриканскую инициативу Just Energy Transition Partnership (JETP), запущенную при поддержке международных спонсоров. В этом кейсе финансирование энергетической трансформации сопровождалось программами социальной защиты и переквалификации работников угольной отрасли. Такой комплексный подход позволил смягчить социальные риски и повысить доверие к реформам, продемонстрировав важность сочетания финансовых инструментов и социальных мер.

В совокупности эти подходы формируют картину справедливого перехода как комплексной трансформации, которая требует не только климатических мер, но и институциональных реформ, систем мониторинга и активного участия сообществ, особенно в странах с ресурсозависимой экономикой, таких как Казахстан и страны Центральной Азии.

3.1. Казахстан: энергетическая зависимость и вызовы справедливого перехода

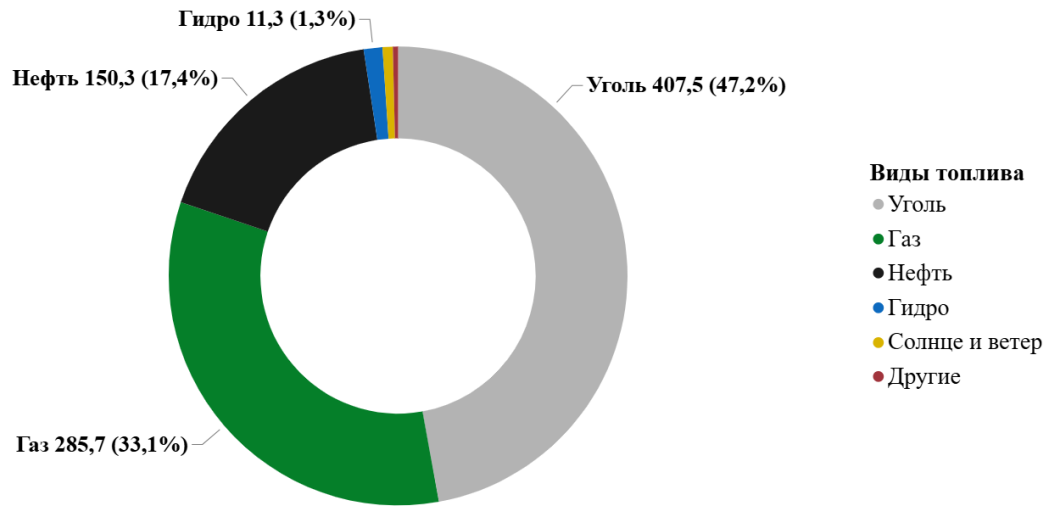
Справедливый энергетический переход становится все более актуальным для Казахстана как в связи с глобальными климатическими обязательствами, так и с необходимостью минимизации социально-экономических последствий отказа от ископаемого топлива. Несмотря на заявленную цель достичь углеродной нейтральности к 2060 году и предпринимаемые шаги по модернизации энергетического сектора, нынешние усилия требуют дальнейшего системного развития, поскольку на данном этапе носят фрагментарный характер и лишь частично отражают принципы социальной справедливости, инклюзивности и устойчивости.

Экономика страны остается сильно зависимой от ресурсов, и это создает особые вызовы при реализации JT. По данным Бюро национальной статистики Казахстана, в 2024 году более 47% первичного потребления энергии приходилось на угольную генерацию – это 407,5 млрд кВт*ч (рисунок 1), что делает уголь крупнейшим источником в структуре энергопотребления страны. В отрасли занято порядка 32 тысяч человек, в основном в монопрофильных регионах Карагандинской и Павлодарской областей. Такая концентрация занятости повышает уязвимость местных экономик: без сопутствующих мер поддержки

резкое сокращение угольной генерации может привести к росту безработицы и общественной обеспокоенности.

Рисунок 1

Первичное потребление энергии в Казахстане в 2024 году, млрд кВт*ч



Источник: stat.gov.kz

В этой связи ключевым элементом национальной стратегии JT становится интеграция экологических целей с социальными и экономическими мерами, направленными на защиту уязвимых групп. Как подчеркивает UNDP (2020), справедливый переход предполагает не только снижение углеродного следа, но и создание достойных рабочих мест, сохранение социальных гарантий и поддержку локальных экономик. Для Казахстана это означает необходимость комплексной стратегии, объединяющей государственные инициативы, корпоративные программы и участие местных сообществ.

Серьезным вызовом остаются институциональные барьеры. Nasan и соавторы (2024) отмечают, что в странах с нефтегазовой зависимостью переход осложнен централизованными структурами управления и слабой нормативной базой, что снижает гибкость политики. Похожие выводы делает SEI (2022), подчеркивая, что без прозрачных процедур распределения выгод программы рискуют остаться формальными. Европейский союз (2023) предлагает инструменты системного мониторинга, позволяющие преодолеть эти ограничения и повысить согласованность действий. Для Казахстана это может означать усиление межведомственной координации, создание региональных центров поддержки и внедрение механизмов прозрачной отчетности.

Финансовая составляющая также приобретает все большее значение. Just Transition Finance Lab подчеркивает необходимость интеграции социальных критериев в решения банков и инвесторов (рисунки 2 и 3). В Казахстане подобный подход может проявляться в финансировании модернизации угольных станций с постепенным снижением выбросов, в развитии возобновляемых источников энергии (ВИЭ) и поддержке сферы услуг, создающих «зеленые» рабочие места.

Рисунок 2



Источник: justtransitionfinance.org

Рисунок 3



Источник: justtransitionfinance.org

Мониторинг и оценка прогресса – еще один ключевой элемент JT. Европейская методология (EU, 2023) выделяет распределительную, процедурную и восстановительную справедливость как индикаторы, позволяющие отслеживать динамику и корректировать меры. В Казахстане это может выражаться в отслеживании занятости в угольных регионах, количества переквалифицированных работников, уровня вовлеченности сообществ и соблюдения социальных гарантий.

При этом национальная стратегия должна учитывать культурно-институциональные особенности. Jayasuriya (2024) подчеркивает, что модели «сверху вниз» редко учитывают локальные практики и снижают доверие населения. Stark (2023) добавляет, что универсальные решения редко эффективны без адаптации к контексту. Для Казахстана это особенно важно в угледобывающих регионах, где игнорирование местных реалий может подрывать легитимность реформ.

Ряд инициатив уже показывает первые шаги к интеграции JT. Так, исследование Agora Energiewende и Qazaq Green (2024) предлагает стратегию постепенного закрытия угольных мощностей с параллельным развитием ВИЭ и модернизацией сетей. По данным

другого исследования Agora (2024), доля ветровой и солнечной генерации может достичь 15-20% к 2030 году. В 2025 году в эксплуатацию были введены девять объектов возобновляемой энергетики общей установленной мощностью около 503 МВт, включая ветровую электростанцию мощностью 50 МВт в Карагандинской области. В их состав вошли пять ветровых электростанций суммарной мощностью 387 МВт, три солнечных электростанции на 90 МВт и одна гидроэлектростанция мощностью 26 МВт. Реализация данных проектов охватила шесть областей страны: Карагандинскую, Улытаускую, Актюбинскую, Жетысускую, Кызылординскую и Мангистаускую, – что способствует повышению доли ВИЭ в энергетическом балансе и укреплению региональной энергетической инфраструктуры (Astana Times, 2026).

Особое внимание в рамках JT в Казахстане должно уделяться социальной справедливости. Как подчеркивает UNDP (2020), ключевым является не только создание новых рабочих мест, но и защита уязвимых групп – женщин, молодежи, работников с низкой квалификацией. Программы перехода должны обеспечивать равный доступ к обучению, социальным выплатам и процессам принятия решений. Это создает доверие к политике и снижает риски общественной обеспокоенности.

Ниже представлен PESTLE анализ (Political, Economic, Social, Technological, Legal, Environmental – политические, экономические, социальные, технологические, правовые и экологические факторы) текущей ситуации в Казахстане.

Таблица 1

PESTLE анализ

Фактор	Ключевые аспекты
Политические	<ul style="list-style-type: none"> Сильная централизованная власть: Президент К.-Ж. Токаев публично поддерживает климатические цели и курс на углеродную нейтральность к 2060 году Угольные регионы (Карагандинская, Павлодарская области) имеют стратегическое значение, что делает переход политически чувствительным Возможное сопротивление на региональном и местном уровнях. Следовательно, необходимо проводить широкую разъяснительную работу в регионах, где угольная отрасль играет важную роль в занятости и доходах Зависимость от международной поддержки (ЕС, GIZ, ПРООН) для разработки политики и технического содействия
Экономические	<ul style="list-style-type: none"> Существенная зависимость экономики от ископаемого топлива: уголь, нефть и газ составляют значительную долю ВВП и экспорта Угольная промышленность и энергетика обеспечивают рабочие места в ключевых регионах, что усложняет диверсификацию Ограниченные бюджетные возможности для масштабных программ переподготовки кадров, инвестиций в ВИЭ и социальных гарантий Потенциал привлечения «зеленых» инвестиций, особенно с учетом введения углеродного пограничного налога в ЕС с 2026 года (CBAM, Carbon Border Adjustment Mechanism)
Социальные	<ul style="list-style-type: none"> Риск общественной обеспокоенности в угольных регионах из-за потери рабочих мест, миграции населения и спада местной экономики Необходимость инклюзивного планирования с участием заинтересованных сторон: профсоюзов, местных властей, молодежи и уязвимых групп

	<ul style="list-style-type: none"> • Гендерное неравенство в угольной и энергетической отраслях может затруднить справедливое распределение новых возможностей
Технологические	<ul style="list-style-type: none"> • Низкий уровень внедрения ВИЭ (преобладают ГЭС, небольшие проекты ВИЭ), но растущий интерес к чистым технологиям • Устаревшая инфраструктура угольной генерации требует модернизации или перепрофилирования • Недостаточное развитие цифровой инфраструктуры в сельских и моногородах ограничивает альтернативные экономические перспективы • Необходимы инвестиции в научные исследования и инновации, развитие «зеленых» навыков и трансфер технологий с участием международных партнеров
Правовые	<ul style="list-style-type: none"> • Экологический кодекс РК содержит положения о «зеленом» регулировании, но не включает обязательные сроки отказа от угля • Энергетическое законодательство по-прежнему ориентировано на поддержку ископаемого топлива; необходимы реформы субсидий и тарифной политики • Ввиду слабой нормативной базы и дублирования функций госорганов, существует потенциал для дальнейшего совершенствования регулирования и координации • Важно законодательно закрепить трудовые и социальные гарантии работников в переходный период (переподготовка, компенсации и др.)
Экологические	<ul style="list-style-type: none"> • Высокий уровень загрязнения воздуха в угольных регионах; важность решения вопросов общественного здоровья и экологической справедливости • Потенциал значительного сокращения выбросов парниковых газов за счет постепенного отказа от угля и развития ВИЭ • Уязвимость к климатическим изменениям (засухи, паводки) усиливает необходимость перехода к низкоуглеродной экономике

Источник: собственная адаптация авторов.

ESG инициативы Казахстана в контексте справедливого перехода. В Казахстане постепенно формируется институциональная и практическая база для продвижения принципов справедливого перехода через ESG-повестку. Эти инициативы охватывают гендерное равенство, образование и переподготовку кадров, зеленое финансирование, стратегию устойчивого развития, а также государственные и международные обязательства.

Одним из приоритетов является гендерная интеграция. В 2023 году ПРООН совместно с Qazaq Green инициировали создание сети Women for Just Transition, направленной на расширение участия женщин в возобновляемой энергетике и процессах принятия решений (Astana Times, 2023). Согласно исследованию ПРООН (2023), женщины занимают лишь 16% управленческих и 19% технических позиций в энергетическом секторе. В угольной промышленности их доля составляет около 22%, в нефтегазовой отрасли – 18%, а в секторе возобновляемой энергетики – около 30%. Более половины женщин в электроэнергетике (53%) при этом заняты на неквалифицированных должностях. Эти данные подчеркивают необходимость программ, направленных на расширение гендерного равенства и вовлеченности женщин в процессы справедливого перехода.

Значительное внимание уделяется и зеленому финансированию. В 2022 году был создан Национальный ESG-клуб, ставший площадкой для диалога бизнеса, государства и инвесторов (Qazaq Green, 2022). Параллельно AIFC Green Finance Centre продвигает

инструменты устойчивого финансирования, включая зеленые облигации, что обеспечивает привлечение инвестиций в проекты ВИЭ и энергоэффективности.

В финансовом секторе прослеживается рост стратегической интеграции принципов устойчивости. Банк Развития Казахстана получил ESG-рейтинг от Sustainable Fitch, что отражает повышение стандартов отчетности и стремление к внедрению принципов устойчивости в практику корпоративного управления (Sustainable Fitch, 2023).

Не менее важным направлением остаются государственные стратегии и международные обязательства. Казахстан утвердил Стратегию достижения углеродной нейтральности к 2060 году и продолжает реформировать национальную систему торговли квотами на выбросы (ETS, Emissions Trading System), что подтверждается международными отчетами (UNCTAD, 2022). На COP28 страна присоединилась к Глобальному меморандуму по сокращению выбросов метана на 30% (Directorate-General for Energy, 2023). Также на COP29 Президент Токаев вновь подчеркнул необходимость предсказуемого климатического финансирования и доступа к передовым технологиям как ключевых условий достижения углеродной нейтральности (UNFCCC, 2023).

Таким образом, ESG-инициативы Казахстана демонстрируют постепенное институциональное закрепление принципов справедливого перехода. Они объединяют социальное измерение (гендерная интеграция), экономические инструменты (зеленое финансирование и стратегии банков) и долгосрочные климатические обязательства в рамках национальной и международной повестки.

Корпоративные и квазигосударственные инициативы в Казахстане. Важной особенностью энергетического сектора Казахстана является высокая концентрация квазигосударственных компаний, которые, обладая значительными финансовыми и институциональными ресурсами, способны оказывать системное воздействие на процесс справедливого перехода. Именно через их стратегические инвестиции и управленческие решения формируются базовые предпосылки для интеграции ESG-подходов и снижения углеродного следа экономики.

Одним из наиболее показательных примеров является национальная нефтегазовая компания АО «КазМунайГаз» (КМГ). В рамках утвержденной программы Low-Carbon Development 2022–2031 КМГ поставила цель сокращения выбросов парниковых газов на 15% к 2031 году и поэтапного движения к углеродной нейтральности к 2060 году. Компания также присоединилась к международной инициативе Партнерство по метану в нефтегазовой отрасли (OGMP) 2.0, направленной на мониторинг и сокращение метановых выбросов, что отражает ее стремление следовать лучшим мировым практикам. Кроме того, КМГ объявила о планах по реализации проектов в области ВИЭ мощностью не менее 300 МВт, что подтверждает переход к практическим инвестициям в «зеленые» технологии (KazMunayGas, 2023).

Существенную роль играет АО «Самрук-Энерго», крупнейшая электроэнергетическая компания Казахстана. Ее стратегия устойчивого развития охватывает как технологическую модернизацию, так и социальное измерение энергетического перехода. Компания активно инвестирует в программы взаимодействия с местными сообществами, включая развитие социальной инфраструктуры и поддержку региональных инициатив. Так, в 2024 году Самрук-Энерго оказала финансовую помощь пострадавшим от наводнений в размере около 800 млн тенге и профинансировала благотворительный марафон, что демонстрирует важность интеграции социальной ответственности в корпоративную стратегию (Samruk-Energy, 2024). Эти меры способствуют укреплению доверия между компанией и населением.

Особое место занимают проекты модернизации углеродоемкой энергетической инфраструктуры. В 2023 году при поддержке АО «ФНБ «Самрук-Казына» и Азиатского банка развития началась реализация программы перевода Алматинской ТЭЦ-2 с угольного топлива на природный газ. Этот шаг не только способствует сокращению выбросов и улучшению качества воздуха в мегаполисе, но и служит примером того, как

государственно-частные партнерства могут реализовывать масштабные проекты справедливого перехода с высоким социальным эффектом.

Также примечательна деятельность АО «КазТрансОйл», компании, ответственной за транспортировку нефти. В ее практике акцент сделан на снижении локальных экологических рисков: проводятся проекты рекультивации загрязненных территорий вдоль трубопроводов, внедряются технологические меры по сокращению испарений (например, установка понтонов на резервуарах, уменьшающих выбросы до 80%). Так, по итогам 2024 года общий объем выбросов загрязняющих веществ в атмосферу был сокращен на 6,9 % по сравнению с 2023 годом (на 38,75% с 2019 года) благодаря модернизации объектов и внедрению энергосберегающих технологий (KazTransOil, 2025). Параллельно реализуются инициативы по экологическому просвещению работников и местных сообществ: проведение акций, высадка деревьев, внедрение раздельного сбора отходов (KazTransOil, 2025). Мангистауским нефтепроводным управлением проведена рекультивация 1,4 га исторически загрязненных территорий вдоль нефтепровода Узень-Жетыбай-Актау. Эти шаги демонстрируют, что принципы JT могут интегрироваться не только в стратегические проекты декарбонизации, но и в повседневную операционную деятельность компаний. Таким образом, корпоративные и квазигосударственные инициативы в Казахстане демонстрируют постепенное становление системного подхода к справедливому переходу. Он проявляется в совмещении долгосрочных стратегий декарбонизации, участия в международных климатических инициативах, модернизации энергетической инфраструктуры и социальной поддержке сообществ, что в совокупности формирует основы инклюзивной и устойчивой климатической политики.

Реализация целей устойчивого развития (ЦУР) ООН в Казахстане. Казахстан постепенно интегрирует Цели устойчивого развития ООН в национальную стратегию социально-экономического развития, связывая их с задачами справедливого энергетического перехода. Координация в этой сфере обеспечивается Координационным советом по ЦУР и межведомственными рабочими группами, что отражает стремление адаптировать глобальные цели к национальному контексту (United Nations, 2022). Особое внимание уделяется энергетическим и климатическим аспектам, напрямую сопряженным с концепцией JT. Согласно данным ПРООН (UNDP, 2023) и ЕЭК ООН (UNECE & REN21, 2022), приоритетными направлениями для Казахстана остаются доступная и чистая энергия (ЦУР-7), борьба с изменением климата (ЦУР-13) и сохранение экосистем суши (ЦУР-15). Эти цели соответствуют задачам по декарбонизации и снижению зависимости от ископаемого топлива, что составляет ядро справедливого перехода.

Казахстан также выступает инициатором региональных механизмов. По предложению Президента Токаева Генеральная Ассамблея ООН в 2022 году поддержала создание Регионального центра по ЦУР в Алматы, призванного координировать сотрудничество в Центральной Азии и Афганистане (Government of Kazakhstan, 2025). Этот шаг демонстрирует амбицию Казахстана быть региональным хабом в вопросах устойчивого развития, включая JT.

Внутри страны проблематика справедливого перехода развивается на таких платформах, как конгрессы ECOJER, где обсуждаются перспективы низкоуглеродного развития, зеленого финансирования и трансформации рынка труда (UNDP, 2024). Поддержка инициатив со стороны международных организаций, включая ПРООН в рамках программы PAGE, Partnership for Action on Green Economy (PAGE, 2021), позволяет соединять экологические и социальные измерения в национальной климатической политике.

Таким образом, опыт Казахстана демонстрирует, что достижение ЦУР служит не только глобальной задачей, но и практическим инструментом институционализации JT на национальном и региональном уровнях.

3.2. Инициативы справедливого перехода в странах Центральной Азии (Кыргызстан, Узбекистан, Таджикистан) и Азербайджане

Кыргызстан. В Кыргызстане справедливый энергетический переход получил институциональную поддержку через создание Фонда зеленой энергетики при Кабинете министров. Этот шаг закрепил переход на институциональном уровне, обеспечив формально-правовую основу для финансирования проектов в области возобновляемой энергетики, внедрения энергосберегающих технологий и развития социальной инфраструктуры. Постановление Правительства 2023 года позволило государству систематизировать поддержку зеленых инициатив и сделать акцент на вовлечении уязвимых групп населения в энергетическую трансформацию (Green Energy Fund of the Kyrgyz Republic, 2023). Дополнительно в 2025 году было утверждено положение о гарантированном выкупе электроэнергии, произведенной из возобновляемых источников. Этот шаг призван повысить инвестиционную привлекательность сектора и обеспечить предсказуемость доходов для инвесторов. Важным примером стало соглашение между Фондом зеленой энергетики и Росатомом о гарантированном выкупе энергии с будущего ветропарка мощностью 100 МВт, что отражает растущую роль международного сотрудничества в реализации принципов справедливого перехода (Central Asia Climate Portal, 2025; AtomMedia, 2025).

Международные доноры уделяют внимание гендерному измерению справедливого перехода. Так, в рамках регионального проекта SECCA была проведена национальная гендерная оценка, а Министерство энергетики Кыргызстана учредило Гендерный комитет, который обеспечивает учет прав женщин, равный доступ к чистой энергии и расширение возможностей трудоустройства в энергетическом секторе (FSR, 2023). Кроме того, проекты OSCE и SolarSpar с Bulan Institute обучают специалистов, включая женщин и молодежь, установке и техническому обслуживанию солнечных панелей, тем самым сочетая развитие компетенций и социальную инклюзивность (Bulan Institute, 2023).

Особое внимание уделяется поддержке малых и средних предприятий (МСП) как ключевого элемента справедливого перехода. Программы USAID и Азиатского банка инфраструктурных инвестиций (АИВ) направлены на продвижение зеленых технологий и развитие доступа женщин-предпринимателей к климатическому финансированию (АИВ, 2023; USAID, 2023). Кроме того, совместные инициативы EBRD, правительства и Национального института стратегических исследований выявили необходимость повышения информированности бизнеса о налоговых льготах и преференциях в сфере зеленых технологий, что подчеркивает значимость институциональной поддержки и диалога с предпринимательским сектором (Akchabar, 2023).

Таким образом, опыт Кыргызстана встраивает элементы справедливого энергетического перехода через институционализацию инклюзивных механизмов, поддержку уязвимых групп, упор на гендерное равенство и интеграцию МСП в процесс низкоуглеродного развития. Это позволяет рассматривать Кыргызстан как пример страны, где социальное измерение энергетических реформ постепенно укрепляется под влиянием международных партнеров.

Узбекистан. Узбекистан активно работает над подготовкой третьей версии Определяемых на национальном уровне вкладов (Nationally Determined Contributions NDC 3.0), в рамках которых усиление климатических целей, принятых согласно Парижскому соглашению, сочетается с интеграцией принципов социальной справедливости, гендерного равенства и экологической устойчивости. Проект Supporting Uzbekistan in the Development of NDC 3.0, осуществляемый при содействии ПРООН и Министерства экологии, включает мероприятия по повышению потенциала государственных органов, институционального взаимодействия и инклюзивного участия гражданских организаций и уязвимых групп в процессе формирования климатической политики (Daryo, 2024).

Одной из ключевых инициатив в этом направлении является программа Promoting Just Energy Transition in Uzbekistan. Она направлена на укрепление нормативной и институциональной базы, устранение барьеров в производстве и потреблении энергии и

интеграцию принципов JT в NDC 3.0. Программа предусматривает подготовку и вовлечение 60-70 технических специалистов и порядка 30 управленцев, а также проведение общественных консультаций с уязвимыми группами (Joint SDG Fund, 2024a).

Вторым важным элементом является программа Accelerating Decent Jobs and Social Protection for a Just Transition to Formality. Данная инициатива направлена на снижение уровня неформальной занятости посредством институционализации рабочих мест и предприятий. Одновременно предусматривается расширение механизмов социальной защиты на категории населения, ранее исключенные из подобных систем, при этом особый акцент делается на вовлечение женщин, молодежи и уязвимых слоев населения. Программа рассчитана на охват около 720 тыс. малообеспеченных граждан и создание условий для достойной занятости и социальной справедливости (Joint SDG Fund, 2024b).

Таким образом, комплекс программ наряду с подготовкой NDC 3.0 формирует целостный подход к справедливому переходу в Узбекистане, соединяя климатические обязательства с задачами социальной инклюзии, защиты труда и устойчивого экономического развития.

Таджикистан. Таджикистан, обладая значительными гидроэнергетическими ресурсами, в своем энергобалансе опирается преимущественно на гидроэлектростанции: около 90-93% генерации обеспечивается гидроэнергией, согласно отчетам Азиатского банка развития (ADB, 2023). Такая структура снижает углеродный след производства электроэнергии, но одновременно делает страну уязвимой к колебаниям водных ресурсов и изменению климата.

В июне 2025 года в Душанбе был запущен проект Roadmap for Sustainable Development Goal 7, разработанный Министерством энергетики и UNESCAP, который содержит рекомендации по повышению энергоэффективности, обновлению устаревших систем отопления и приготовления пищи, а также диверсификации энергетических источников с участием ВИЭ.

Также внимание уделяется подготовке молодежи и формированию «зеленых навыков». Так, форум Investing for the Future, организованный UNICEF и Всемирным банком, акцентировал необходимость развития человеческого капитала для поддержки зеленых рабочих мест и перехода к низкоуглеродной экономике (UNICEF, 2023).

Таким образом, Таджикистан уже предпринимает первые конкретные шаги в направлении справедливого энергетического перехода, проявляющиеся через инициативы и проекты, поддерживаемые международными партнерами. Мероприятия SECCA, OSCE/CAREC, отчет Всемирного банка CCDR и усилия UNICEF демонстрируют намерение государства сочетать цели устойчивого развития с социальным измерением – вовлечение молодежи, женщин, местных сообществ, смягчение климатических и энергетических рисков.

Азербайджан. Азербайджан в последние годы активизировал реализацию масштабных проектов в области возобновляемой энергетики, что формирует основу для будущего энергетического перехода. Так, в рамках COP29 был подписан контракт между АИВ и Masdar на строительство двух солнечных электростанций – Banka Solar (315 МВт) и Vilasuvar Solar (445 МВт), что стало одним из крупнейших частных проектов в регионе (АИВ, 2024). Ранее аналогичные инициативы включали запуск ветропарка Khizi-Absheron мощностью 240 МВт при поддержке ОПЕК Fund и EBRD, а также проекты по развитию солнечной генерации в регионе Восточного Зангезура, где выделено более 200 гектаров земли под ВИЭ-инфраструктуру (ОПЕК Fund, 2023; Caspian News, 2024).

Вместе с тем несмотря на высокие темпы развития «зеленых» мощностей и создание инструментов климатического финансирования, включая планы учреждения национального Зеленого фонда, институциональная составляющая JT в Азербайджане пока остается фрагментарной. В частности, отсутствуют комплексные механизмы социальной адаптации работников, занятых в традиционной энергетике, а также программы по переквалификации и вовлечению уязвимых групп населения. Инициативы, такие как сотрудничество UNECE по вопросам энергоэффективности и программы AccessBank для

финансирования МСП в сфере «зеленых» технологий, создают предпосылки для интеграции принципов социальной справедливости, но пока не формируют целостной модели справедливого перехода (UNECE, 2024; AccessBank, 2024).

Таким образом, Азербайджан демонстрирует прогресс в наращивании потенциала возобновляемой энергетики и климатического финансирования, однако его подход к справедливому переходу остается в большей степени ориентированным на инфраструктурные и инвестиционные проекты, чем на социальные аспекты перехода.

3.3. Опыт реализации политики отказа от угля: примеры успеха и трудностей

В этом разделе рассматриваются практики стран, осуществивших политику постепенного сокращения использования угля, и подходы, которые позволили им реализовать этот процесс, а также трудности, с которыми они столкнулись. В выборку включены как развитые, так и развивающиеся страны с различной долей угля в производстве электроэнергии: от высокой (Польша) до сравнительно низкой (Испания). Все страны либо уже объявили о сроках полного отказа от угля (Германия, Польша, Чили), либо рассматривают возможность установления таких сроков (Испания).

Германия. Уголь долгое время был ключевым источником энергии для Германии, с конца XIX века обеспечивая индустриальное развитие страны. Страна обладает значительными запасами бурого (лигнита) и каменного угля, однако добыча каменного угля начала снижаться с 1960-х годов из-за геологических сложностей и потери конкурентоспособности. В 1968 году большинство шахт Западной Германии объединили в консорциум Ruhrkohle AG (позже RAG), при этом государство взяло на себя долговые обязательства компаний, что позволило централизованно управлять закрытием шахт и оказывать поддержку высвобожденным работникам. Социальная защита работников была закреплена на законодательном уровне.

В 2007 году правительство земли Северный Рейн-Вестфалия и Саар, профсоюз IG BCE и RAG договорились о полном прекращении добычи каменного угля до 2018 года, с учетом мер по переподготовке работников, финансирования мер экологической и промышленной безопасности, а также поддержки образования, науки и культурных инициатив в угольных регионах. В 2018 году была создана независимая «Угольная комиссия», которая подготовила план постепенного отказа от угольной генерации и обеспечения справедливого перехода для работников и регионов, включая программы переподготовки кадров. Рекомендации комиссии предусматривали вывод 44 ГВт угольных мощностей с предполагаемыми затратами 69-93 млрд евро.

В 2020 году принят Закон о поэтапном отказе от угля с полным прекращением добычи каменного угля к 2038 году (с возможным ускорением до 2030 года). Снижение добычи бурого угля согласуется между операторами и государством, а вывод каменноугольных станций осуществляется через аукционы на компенсации. Закон о структурном развитии угольных регионов предусматривает финансовую поддержку регионов и социально уязвимых муниципалитетов, а также досрочный выход на пенсию для работников.

Реализация проекта сопровождается крупными инвестициями, включая завод Tesla в Бранденбурге, литиевый завод Rock Tech Lithium в Губене и производство материалов для батарей BASF в Шварцхайде. В Рурской области наблюдается трансформация экономики от угольной промышленности к туризму, образованию и «зеленой» энергетике; ветропарк Königshovener Höhe построен на рекультивированной шахте. С 2018 года добыча каменного угля полностью прекращена, его импортируют из США, Австралии, Колумбии и ЮАР, а вывод угольных станций продолжается по плану: весной 2024 года выведено 15 блоков суммарной мощностью 4,4 ГВт.

Несмотря на институционально выстроенный и социально ориентированный характер отказа от угля, германский опыт выявляет ряд устойчивых проблем справедливого перехода. Ключевым вызовом остается высокая стоимость трансформации: оценочные затраты в размере 69-93 млрд евро создают долгосрочную фискальную нагрузку и

усиливают общественные дискуссии о распределении издержек между федеральным бюджетом, землями и налогоплательщиками. Дополнительной проблемой является неравномерность региональных эффектов: экономическая диверсификация в Рурской области и Бранденбурге развивается неравномерно, а создание новых рабочих мест в «зеленых» секторах не всегда компенсирует утрату стабильной занятости в угольной промышленности по уровню доходов и квалификации. Усилившиеся после 2022 года риски энергетической безопасности, рост цен на электроэнергию и необходимость временного продления эксплуатации угольных станций также продемонстрировали уязвимость долгосрочных планов отказа от угля к внешним шокам, что усложняет общественное восприятие справедливости перехода (WRI, 2021).

Испания. Испания реализовала комплекс программ реструктуризации угольной отрасли, включавших закрытие нерентабельных шахт, поддержку работников, восстановление шахт, развитие новых и существующих предприятий, а также инвестиции в инфраструктуру. В ответ на требования ЕС был утвержден План закрытия угольных шахт до конца 2018 года, что привело к сокращению добычи в Астурии, Леоне, Паленсии и Теруэле. В 2019 году был принят Стратегический рамочный документ по энергетике и климату, включающий Закон 7/2021 о климате и энергетическом переходе, Национальный интегрированный энергетический и климатический план (PNIEC) и Стратегию справедливого перехода (ETJ).

В 2020 году при Министерстве экологического перехода был создан Институт справедливого перехода, реализующий срочный план на 2019–2027 годы для угольных регионов. Программа предусматривает компенсации высвобожденным работникам, поддержку занятости, заключение соглашений о справедливом переходе с бизнесом и профсоюзами, включая переобучение, трудоустройство и реализацию новых проектов. Институт создает базы данных работников, находящихся под риском, обеспечивает персональное сопровождение, профориентацию и обучение «зеленым» профессиям, особенно для женщин. Дополнительно запущена поддержка бизнеса через гранты: 279 проектов получили 39,8 млн евро субсидий, что мобилизовало 345 млн евро инвестиций и позволило создать более 1,2 тыс. рабочих мест. Энергетические компании также реализуют собственные стратегии: EDP создает центры производства зеленого водорода, а Iberdrola открывает производство солнечных панелей в Астурии и строит солнечные станции в Велилье мощностью 350 МВт.

В результате к 2018 году угледобыча в Испании фактически прекратилась, а с 2019 года началось массовое закрытие ТЭС: из 10,6 ГВт установленной мощности большая часть уже закрыта (EURACOAL, 2020).

Польша. С начала 1990-х годов угольная промышленность Польши проходит глубокую трансформацию. В 1998–2002 годах была реализована программа «Социальный пакет для горняков» (MSP), стимулировавшая добровольный уход работников через досрочные пенсии, выходные пособия, переквалификацию и социальные надбавки. Участниками могли стать подземные работники с опытом не менее пяти лет и часть сотрудников наземной инфраструктуры. Программа включала горняцкий отпуск с оплатой 75% зарплаты, выходное пособие в размере 24 окладов, пособие по трудоустройству и курсы переподготовки, общие расходы составили 2,4 млрд долларов США при финансировании правительства, Всемирного банка и компаний отрасли.

В 2000 году была создана Компания по реструктуризации шахт (SRK) для ликвидации нерентабельных шахт, рекультивации территорий и социальной поддержки работников. С 2010 года SRK действует по нормам ЕС и получила более 2,8 млрд долл. США субсидий. В 2012–2018 годах бывшие шахтеры получали бесплатный уголь или его эквивалент, а с 2017 года – единовременную компенсацию в 3 тыс. долл. США, что обошлось бюджету более чем в 700 млн долларов.

К 2023 году доля угольной генерации снизилась до 61% из-за перехода домохозяйств на газ и тепловые насосы. В 2020 году правительство подписало социальное соглашение с профсоюзами о полном отказе от добычи каменного угля до 2049 года, гарантируя

сохранение рабочих мест и социальную поддержку, включая горняцкий отпуск и выходные пособия. В 2021 году был принят Социальный план по трансформации отрасли с мерами по сохранению рабочих мест, досрочному отпуску, выплатам до 31 тыс. долл. США и переквалификации работников, а также инвестициями свыше 4,1 млрд долл. США в углехимические технологии.

В 2022 году заключено соглашение о трансформации электроэнергетики и лигнитовой отрасли, предусматривающее создание Национального агентства энергетической безопасности (NABE), которое возьмет управление ТЭС на лигните и каменном угле (до 55% генерации), а также закрепленный на законодательном уровне пакет социальных гарантий.

Результаты трансформации включают сокращение занятости на убыточных предприятиях, предоставление льгот и социальных выплат и партнерство с профсоюзами. Проблемными остаются слабая переквалификация, низкая вовлеченность уволенных работников в новые виды деятельности и высокие бюджетные расходы. Однако есть успешные примеры, такие как программа ZE PAK (крупнейшая энергетическая компания Польши) по карьерному переходу работников в сектор ВИЭ через RES Training Centre, где более 70 сотрудников получили квалификацию по установке солнечных панелей.

Польский опыт справедливого перехода характеризуется сочетанием масштабных социальных мер и сохраняющихся структурных проблем. Несмотря на значительные расходы на социальные пакеты, досрочные пенсии и компенсации, эффективность переквалификации остается ограниченной, а значительная часть высвобожденных работников не интегрируется в новые сектора экономики. Зависимость регионов от угольной отрасли сохраняется, а доля угля в электроэнергетике остается одной из самых высоких в ЕС, что отражает медленный темп структурной диверсификации. Существенным вызовом является и высокая бюджетная нагрузка: совокупные субсидии и компенсации измеряются миллиардами долларов, при этом продление сроков отказа от угля до 2049 года снижает стимулы к ускоренной трансформации. Дополнительную неопределенность создает институциональная модель с созданием NABE, которая, с одной стороны, обеспечивает управляемость перехода, а с другой – консервирует угольную генерацию и переносит финансовые и экологические риски на государство (OECD, 2025).

Чили. В январе 2018 года Министерство энергетики Чили подписало добровольное соглашение с основными владельцами угольных ТЭС: AES Gener, Colbún, Enel и Engie, – закрепившее отказ от строительства новых угольных станций и запуск поэтапного вывода действующих мощностей. Было создано ведомственное рабочее объединение для анализа технических, экологических, социальных и экономических последствий вывода. С июня 2018 по январь 2019 года группа по декарбонизации энергетики провела оценку влияния отказа от угля на энергосистему и регионы с участием неправительственных организаций, местных сообществ, научных учреждений, органов власти и международных организаций.

По итогам были заключены соглашения с Министерством энергетики, предусматривающие запрет на строительство новых угольных станций без систем улавливания углерода, полный отказ от угля к 2040 году, закрытие 8 блоков общей мощностью 1 ГВт к 2024 году и регулярные пересмотры плана каждые 5 лет. Угольные блоки также сохраняются как стратегический резерв на 5 лет. В июне 2019 года объявлен поэтапный вывод всех 28 блоков, закрепленный в плане 2020 года по выводу и перепрофилированию мощностей.

В декабре 2021 года Чили представила Стратегию справедливого энергетического перехода, разработанную с участием профсоюзов, местных сообществ, министерств и международных организаций. Стратегия опирается на 4 направления: людей, экономическое и экологическое развитие, управление и участие общества, – и включает 8 инициатив и 32 меры. В 2022 году ее расширили до концепции «справедливого социально-экологического перехода» с акцентом на достойные рабочие места и экологическую справедливость.

Согласно Рамочному закону об изменении климата, Чили обязуется достичь углеродной нейтральности к 2050 году: к 2030 году обеспечить 80% электроэнергии из ВИЭ, а к 2050 году полностью перейти на безуглеродную генерацию. На 2019 год работало 28 блоков мощностью 5,5 ГВт, основными владельцами которых является Enel, AES Andes и Engie. На сегодняшний день закрыто 71% мощностей, остаются 20 блоков (4,1 ГВт), 5 из которых перепрофилируются. Добыча угля в стране полностью прекращена в 2020 году, весь потребляемый уголь импортируется (OECD, 2024).

Бельгия. Бельгия стала одной из первых стран Европейского союза, полностью отказавшихся от угольной генерации электроэнергии: последняя угольная ТЭС была закрыта в 2016 году. К моменту закрытия доля угля в энергобалансе страны составляла менее 5%, а установленная мощность угольных электростанций не превышала 1 ГВт, что существенно снизило масштабы социально-экономических последствий перехода. В отличие от стран с высокой зависимостью от угля, отказ от угольной генерации в Бельгии не сопровождался масштабными социальными шоками, что во многом объясняется ограниченной ролью угля на завершающем этапе перехода, развитой системой социальной защиты и активной ролью государства в управлении структурными изменениями.

Политика декарбонизации реализовывалась в рамках более широкой стратегии климатического и энергетического перехода, интегрированной с социально-экономической повесткой. Существенный акцент был сделан на предотвращение социального неравенства, территориальных диспропорций и рисков энергетической бедности, которая, по оценкам европейских институтов, затрагивает около 10% домохозяйств в стране. В 2022–2023 годах в Бельгии была институционализована концепция справедливого перехода через создание Высшего комитета по справедливому переходу (High Committee for a Just Transition), объединившего представителей научного сообщества, органов власти, профсоюзов и гражданского общества, а также разработавшего пакет принципов и мер для достижения климатической нейтральности к 2050 году.

В рамках справедливого перехода ключевыми направлениями стали интеграция климатической и социальной политики, участие заинтересованных сторон в принятии решений, защита уязвимых групп населения и работников, а также развитие механизмов многоуровневого управления. Особое внимание уделяется перераспределению издержек перехода, снижению регрессивных эффектов климатической политики и обеспечению справедливого доступа к выгодам декарбонизации. Дополнительную финансовую поддержку обеспечивают инструменты политики ЕС, в частности, в рамках политики сплочения и механизмов справедливого перехода Бельгии было направлено около 183 млн евро на меры по социальной адаптации, развитию навыков и поддержке регионов, затронутых структурными изменениями в энергетике и промышленности.

Несмотря на ранний и формально успешный отказ от угольной генерации, бельгийский опыт выявляет ряд устойчивых проблем. В стратегических документах подчеркивается риск регрессивных социально-экономических эффектов климатической политики, включая рост цен на энергию и усиление энергетической бедности уязвимых групп населения. Даже при развитой системе социальной защиты интеграция климатических и социальных целей требует постоянной корректировки мер поддержки и механизмов компенсации. Дополнительным вызовом остается институциональная фрагментация управления, связанная с распределением полномочий между федеральным уровнем и регионами, а также неопределенность долгосрочных эффектов в части качества и устойчивости «зеленых» рабочих мест, что требует активной и координирующей роли государства (High Committee for a Just Transition, 2023).

Китай. Китай остается крупнейшим в мире производителем и потребителем угля: на долю угля приходится более 50% выработки электроэнергии и около 60% установленной мощности энергосистемы, что отражает глубокую структурную зависимость энергетики от этого топлива. Несмотря на рост возобновляемых источников, Китай продолжает активно эксплуатировать угольную инфраструктуру и планирует поддерживать угольное производство на значительном уровне в ближайшие годы, в том числе за счет новых и

модернизируемых мощностей для обеспечения энергетической безопасности и стабильности сети.

С начала 2000-х годов Пекин закрыл более 10 тыс. мелких и устаревших угольных шахт, что существенно повысило концентрацию производства в крупных провинциях (Шаньси, Внутренняя Монголия, Шэньси, Синьцзян). Это явление сопровождалось социально-экономическими последствиями для городов и регионов, где угольная промышленность традиционно обеспечивала значительную долю ВРП, налоговых поступлений и занятости (например, в провинции Шаньси до 50% промышленной добавленной стоимости и около 900 тыс. рабочих мест были связаны с углем). Чтобы смягчить социальные последствия сокращения угольного сектора, государство и региональные власти реализуют программы переобучения, перенаправления рабочей силы и стимулирования занятости. Так, по оценкам Международного энергетического агентства, правительство Китая выделило примерно 1,4 млрд евро на обучение работников, а провинция Шаньси – около 0,3 млрд евро на поддержку переквалификации, ранних пенсий и создания новых рабочих мест, благодаря чему значительная часть уволенных сотрудников находила занятость в других секторах.

Китайский опыт подчеркивает сложность справедливого перехода в условиях энергетической зависимости и демографически крупного угольного сектора: одновременно с закрытием шахт сохраняются поддержка энергетической безопасности и экономическое развитие за счет угля, что создает противоречивую динамику между декарбонизацией, социальными рисками и институциональными приоритетами (IEA, 2023).

США. На примере США демонстрируется опыт ослабления климатических и экологических политик. В Соединенных Штатах конкретная политика отказа от угля не была централизованно реализована на федеральном уровне аналогично европейским странам с углеродными схемами, но страна стала важным кейсом в обратном направлении – демонтажа ключевых климатических мер и ослабления регулирования угольного сектора. В рамках борьбы с изменением климата администрация президента Барака Обамы в 2015–2016 гг. инициировала так называемый «Чистый энергетический план» (Clean Power Plan), направленный на сокращение выбросов CO₂ в энергетическом секторе на 32% к 2030 году относительно 2005 года за счет закрытия угольных ТЭС и развития ВИЭ. Однако начиная с 2017 года и особенно после возвращения Дональда Трампа в Белый дом в 2025 году, американская климатическая политика претерпела существенные изменения, сместила акцент на дерегулирование и поддержку ископаемого топлива. В первые дни президент Д.Трамп подписал исполнительный указ о выходе США из Парижского соглашения по климату и ряда международных обязательств, что стало вторым таким выходом США из этого соглашения. Американская Администрация по охране окружающей среды (EPA) под руководством Трампа инициировала откат или отмену основных элементов Clean Power Plan, что фактически снимает федеральные ограничения на выбросы углекислого газа с электростанций и ослабляет требования к контролю за токсичными выбросами. Также были подписаны указы о предоставлении регуляторных льгот примерно 70 угольным электростанциям и другим промышленным объектам для соблюдения менее строгих стандартов, действовавших до введения новых норм (Harvard University Center for the Environment, 2017).

Такой разворот характеризуется как попытка восстановить и защитить угольную индустрию и другие углеродоемкие сектора, но он также создал регуляторную нестабильность и критику со стороны экологических сообществ, указывающих на риски увеличения выбросов и ухудшения качества воздуха. Этот кейс служит примером обратного курса в климатической политике и показывает, что даже крупные экономики могут сталкиваться с трудностями согласования долгосрочных климатических обязательств с краткосрочными политическими приоритетами (AP News, 2025).

3.4. Адаптация международных практик справедливого перехода к условиям моногородов Казахстана

В контексте практического анализа особенностей развития казахстанских моногородов важно учитывать международный опыт поддержки территорий с узкой экономической специализацией. Изучение зарубежных инициатив позволяет выявить закономерности и эффективные инструменты, которые могут быть адаптированы к местным условиям и способствовать диверсификации экономики, развитию предпринимательства и повышению устойчивости городов. В частности, следующие международные программы и практики представляются наиболее релевантными:

1. Программы диверсификации экономики и поддержки малого и среднего бизнеса. Примером служит программа Европейского банка реконструкции и развития по развитию моногородов в России и Восточной Европе, направленная на стимулирование предпринимательства и создание новых рабочих мест в условиях экономической зависимости от одного предприятия.

2. Интеграция принципов устойчивого развития и «зеленой» трансформации. Международный опыт показывает, что переход на более экологичные технологии способствует модернизации экономической базы городов. Так, инициатива Европейского Союза «Just Transition Mechanism» поддерживает регионы, зависимые от угольной и другой углеродоемкой промышленности, в переходе к устойчивой экономике.

3. Сотрудничество в рамках международных сетей моногородов. Например, Всемирный банк реализует проекты обмена опытом и консолидации знаний между моногородами в странах СНГ и Восточной Европы, что позволяет адаптировать успешные практики локального экономического развития.

4. Привлечение инвестиций и развитие человеческого капитала через международные грантовые программы. Программы ЮНЕСКО и ООН поддержки малых городов и промышленно зависимых территорий предоставляют гранты и обучение для повышения квалификации местных специалистов, что способствует снижению социальной и экономической уязвимости.

4. Рекомендации по справедливому энергетическому переходу в Казахстане

Ниже представлены обобщенные и структурированные рекомендации для обеспечения справедливого энергетического перехода в контексте Казахстана.

1. Разработка национальной стратегии справедливого перехода с акцентом на социальную справедливость. Для обеспечения устойчивого и социально ориентированного энергетического перехода Казахстану необходима комплексная национальная стратегия, объединяющая климатические и социальные цели. Конкретными шагами должны стать: разработка и утверждение «Национальной стратегии справедливого перехода Республики Казахстан» с четко определенными целями по сокращению занятости в углеродоемких секторах и созданию не менее 30 тыс. «зеленых» рабочих мест к 2030 году; создание Национального фонда справедливого перехода под управлением Министерства национальной экономики, направленного на финансирование программ переподготовки работников в углеродоемких секторах, субсидирование МСП в сфере возобновляемой энергетики и поддержку социальной инфраструктуры в добывающих регионах. Необходимо также внедрить целевые грантовые программы для молодежи в регионах, где доминирует добывающая промышленность, чтобы стимулировать диверсификацию занятости и развитие предпринимательства.

2. Усиление институциональной координации и обеспечение прозрачности процессов. Эффективная реализация стратегии требует создания институционального механизма управления переходом. Для этого целесообразно образовать Межведомственный совет по справедливому переходу при Правительстве Республики Казахстан с участием Министерства энергетики, Министерства труда и социальной защиты, Министерства экологии и природных ресурсов, Министерства национальной экономики, а также представителей акиматов добывающих регионов и профсоюзов. На

региональном уровне до 2027 года следует открыть центры справедливого перехода (например, в Караганде, Павлодаре и Экибастузе), которые будут отвечать за реализацию программ переквалификации, мониторинг трудовых рынков и координацию с образовательными учреждениями. Необходимо внедрить цифровую систему мониторинга социальных и экологических показателей на основе открытых данных, включающую показатели распределительной (доходы домохозяйств, занятость), процедурной (доля представителей местных сообществ в рабочих группах, публичные онлайн отчеты) и восстановительной справедливости (компенсации и социальная поддержка). Публикация ежегодных отчетов о справедливом переходе должна быть закреплена постановлением Правительства.

3. Активное вовлечение местных сообществ в процессы принятия решений. Для повышения легитимности и эффективности реформ необходимо обеспечить участие населения на всех этапах перехода. В каждом регионе, затронутом процессом декарбонизации, следует создать рабочие группы по вопросам энергетического перехода при акиматах, включающие представителей гражданского общества, профсоюзов и бизнеса. Следует также проводить регулярные общественные слушания и консультации, результаты которых будут учитываться при формировании региональных программ занятости и социальной адаптации. Программы переквалификации должны разрабатываться совместно с местными учебными заведениями и центрами занятости, чтобы они соответствовали потребностям рынка труда и уровню подготовки работников.

4. Интеграция социальных критериев в финансовые инструменты и инвестиционные проекты. В целях балансирования экономических и социальных интересов государственные и частные финансовые институты должны учитывать социальные аспекты при оценке инвестиционных проектов. Министерство финансов должно внедрить методологию учета социальных критериев ESG при выпуске государственных «зеленых» облигаций, а также предусмотреть льготы для частных инвесторов, реализующих проекты с подтвержденным социальным эффектом. Международные финансовые организации (ЕБРР, Всемирный банк, АБР) могут быть привлечены для финансирования инфраструктурных проектов в промышленных регионах при условии выполнения социальных стандартов. Следует разработать систему независимой оценки воздействия проектов на занятость и качество жизни населения, а также включить требования социальной отчетности.

Таким образом, реализация политики справедливого энергетического перехода в Казахстане требует комплекса последовательных шагов – от принятия национальной стратегии и создания специализированных институтов до внедрения прозрачных механизмов финансирования и активного участия населения (рисунок 4). Эти меры позволят минимизировать социальные риски, связанные с декарбонизацией, и обеспечить устойчивое развитие регионов в контексте глобального энергетического перехода.

Рекомендации по справедливому переходу в Казахстане

Источник: собственная адаптация авторов.

5. Заключение

Справедливый энергетический переход выступает ключевым инструментом сочетания климатических целей с социальными и экономическими мерами защиты уязвимых групп. Международный опыт показывает, что успешная реализация JT требует комплексного подхода, включающего институциональные реформы, финансовую поддержку, вовлечение местных сообществ и учет культурно-социальных особенностей региона.

В контексте Казахстана переход от угольной энергетики к низкоуглеродной экономике сопровождается высокой социальной и экономической уязвимостью: угольная отрасль обеспечивает значительную часть занятости в моноотраслевых регионах, а резкое сокращение добычи без мер поддержки может вызвать рост безработицы и общественной обеспокоенности.

Поэтапный отказ от угля невозможен без широкого участия всех сторон, которых этот процесс напрямую затрагивает: государственных органов, энергетических и угледобывающих компаний, работников отрасли, местных сообществ и экологических организаций. Международный опыт показывает, что создание независимых комиссий и специализированных институтов повышает доверие и прозрачность реформ (например, Угольная комиссия в Германии или Институт справедливого перехода в Испании). Такой подход для Казахстана может стать ключевым инструментом выработки сбалансированного и справедливого плана перехода.

Особое внимание в стратегии JT уделяется судьбе работников угольной отрасли. Сокращение добычи угля и закрытие электростанций ведут к потере рабочих мест, но сектор возобновляемой энергетики способен создать до 15 тысяч новых рабочих мест, при этом уровень зарплат здесь выше, чем в традиционной угольной генерации. Дополнительные возможности открываются в производстве компонентов ВИЭ, развитии электротранспорта, энергоэффективных технологий и перспективно – в секторе «зеленого» водорода. Реализация этих возможностей требует инвестиций в образование, программы переподготовки, социальные меры (например, досрочные пенсии) и тесное взаимодействие государства, бизнеса и университетов.

Диверсификация экономики угольных регионов является не менее критическим аспектом. Помимо инвестиций в ВИЭ и модернизацию электростанций, важны

рекультивация и восстановление загрязненных территорий, переработка отходов, развитие туризма, малого и среднего бизнеса, строительство и цифровизация. Уже предпринимаемые попытки диверсификации в разных регионах страны показывают необходимость продолжения и расширения этих инициатив.

Финансовые и политические инструменты играют ключевую роль в поддержке поэтапного отказа от угля. К ним относятся зеленые облигации, система торговли квотами на выбросы (ETS, Emissions Trading System), внедрение наилучших доступных технологий и участие в международных инициативах, таких как программа Accelerating Coal Transition или Механизм энергетического перехода Азиатского банка развития. Эти меры обеспечивают финансирование проектов, поддержку переквалификации работников и стимулируют сокращение выбросов.

Вместе с тем несмотря на наличие в Казахстане множества инициатив, связанных со справедливым энергетическим переходом, нынешние усилия требуют дальнейшего системного развития, поскольку на данном этапе носят фрагментарный характер. Отсутствие целостной координации и системного подхода ограничивает их эффективность, а масштабы реализуемых мер пока слишком малы, чтобы оказать заметное воздействие на общенациональную траекторию низкоуглеродного развития.

Литература

1. UNDP. (2020). Just transition report: Energy and social policies. New York: United Nations Development Programme. Retrieved from: <https://climatepromise.undp.org>
2. International Energy Agency (IEA). (2025). Ensuring a Strong Labour Dimension for Just and Inclusive Energy Transitions. Retrieved from: <https://iea.blob.core.windows.net>
3. European Union. (2023). Just transition measurement approaches. Brussels: European Commission. Retrieved from: <https://just-transition-experts.ec.europa.eu>
4. Just Transition Finance Lab. (no date). Just transition finance. London: Just Transition Finance Lab. Retrieved from: <https://justtransitionfinance.org>
5. Hasan, Q., Heffron, R.J., Mohtadi, S. and Urpelainen, J. (2024). 'Stepping into the just transition journey: The energy transition in petrostates'. Energy Policy, 172, 113279. Retrieved from: <https://www.researchgate.net>
6. Stockholm Environment Institute (SEI). (2022). Considerations for a just and equitable energy transition. Stockholm: Stockholm Environment Institute. Retrieved from: <https://www.sei.org>
7. Vanheukelom, J. (2023). Two years into South Africa's Just Energy Transition Partnership: How real is the deal? Maastricht: ECDPM. Retrieved from: <https://ecdpm.org>
8. Agora Energiewende & Qazaq Green. (2024). Enabling a just coal transition in Kazakhstan. Berlin: Agora Energiewende. Retrieved from: <https://www.agora-energiewende.org>
9. Agora Energiewende. (2024). Modernising Kazakhstan's coal-dependent power sector through renewables. Berlin: Agora Energiewende. Retrieved from: <https://www.agora-energiewende.org>
10. Jayasuriya, U. (2024). 'Just transitions as relationship-building'. Environmental Politics. Retrieved from: <https://www.tandfonline.com>
11. Samruk-Kazyna. (2024). Climate impact reduction initiatives. Nur-Sultan: Samruk-Kazyna. Retrieved from: <https://sk.kz>
12. Stark, A. (2023). 'Just transitions' meanings: A systematic review'. Society & Natural Resources, 36(9), pp. 1036-1055. Retrieved from: <https://www.tandfonline.com>
13. The Astana Times (2026). 'Kazakhstan Expands Renewable Energy Capacity as Clean Generation Reaches 7% in 2025'. The Astana Times, 8 January. Retrieved from: <https://astanatimes.com>
14. UNDP. (2024). Kazakhstan secures €6 million for grid efficiency modernization and energy loss reduction. United Nations Development Programme. Retrieved from: <https://www.undp.org>

15. Astana Times. (2023). 'Kazakhstan launches Women for Just Transition network to promote gender equality in energy'. The Astana Times. Retrieved from: <https://astanatimes.com>
16. UNDP. (2024). The path to equality: overcoming gender barriers in the energy sector of Kazakhstan. United Nations Development Programme. Retrieved from: <https://www.undp.org>
17. Sustainable Fitch. (2023). Development Bank of Kazakhstan assigned ESG rating. Sustainable Fitch. Retrieved from: <https://www.sustainablefitch.com>
18. Directorate-General for Energy. (2023). 2023 Global Methane Pledge Ministerial: decisive action to curb emissions. Retrieved from: <https://energy.ec.europa.eu>
19. UNFCCC. (2023). Statement by President of Kazakhstan Kassym-Jomart Tokayev at the World Leaders Climate Action Summit, COP29. United Nations Climate Change Conference (UNFCCC). Retrieved from: <https://unfccc.int>
20. UNDP. (2024). Just transition, green economy: IV ECOJER Congress presents solutions. Retrieved from: <https://www.undp.org>
21. KazMunayGas (2023) Low-Carbon Development Programme 2022-2031. Astana: KazMunayGas. Retrieved from: <https://www.kmg.kz>
22. Samruk-Energy (2024) Promotion of socio-economic development. Annual Report 2024. Nur-Sultan: Samruk-Energy. Retrieved from: <https://ar2024.samruk-energy.kz>
23. KazTransOil (2025) АО «КазТрансОйл» сократило выбросы загрязняющих веществ в атмосферу на 6,9% в 2024 году. Retrieved from: <https://kaztransoil.kz>
24. KazTransOil (2023) KazTransOil JSC continues to prove its commitment to ESG principles. Nur-Sultan: KazTransOil. Retrieved from: <https://kaztransoil.kz>
25. United Nations. (2022). Coordination Mechanisms for Sustainable Development Goals in Kazakhstan. New York: United Nations. Retrieved from: <https://www.un.org>
26. UNDP. (2021). Programme for Action on Green Economy (PAGE) in Kazakhstan. Retrieved from: <https://www.un-page.org>
27. UNDP. (2023). UNDP report shows women's rising role in the Kazakhstan renewable energy sector. Retrieved from: <https://www.undp.org>
28. UNECE & REN21. (2022). Renewable energy status report. Retrieved from: <https://www.astrid-online.it>
29. Government of Kazakhstan. (2025). The Initiative of the President of Kazakhstan to Establish a UN Center in Almaty was Unanimously Supported by UN Member States. Retrieved from: <https://www.gov.kz>
30. Joint SDG Fund. (2024a). Promoting Just Energy Transition in Uzbekistan. Retrieved from: <https://www.jointsdgfund.org>
31. Joint SDG Fund. (2024b). Accelerating Decent Jobs and Social Protection for a Just Transition to Formality in Uzbekistan. Retrieved from: <https://www.jointsdgfund.org>
32. Daryo. (2024). UNDP partners with Uzbekistan on \$250,000 project to prepare NDC 3.0 for climate goals. United Nations Development Programme. Retrieved from: <https://daryo.uz>
33. UNDP. (2024). Uzbekistan strengthens climate commitment with second NDC 3.0 coordination workshop. United Nations Development Programme. Retrieved from: <https://www.undp.org>
34. Green Energy Fund of the Kyrgyz Republic. (2023). Фонд зеленой энергетики при Кабинете Министров Кыргызской Республики [Green Energy Fund at the Cabinet of Ministers of the Kyrgyz Republic]. Retrieved from: <https://www.greenenergy.gov.kg>
35. Central Asia Climate Portal. (2025, February). The Kyrgyzstan's Cabinet of Ministers approved the regulation on the procedure for the guaranteed purchase of electricity generated by renewable energy facilities. Retrieved from: <https://centralasiacclimateportal.org>
36. AtomMedia. (2025). Rosatom and Green Energy Fund of the Kyrgyz Republic signed guaranteed power purchase agreement. Atom Media. Retrieved from: <https://atommedia.online>
37. Asian Development Bank. (2023). Tajikistan: 2024 Commitments (\$ million). Retrieved from: <https://www.adb.org>

38. United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific. (2025, June 24). Roadmap for Sustainable Development Goal 7 for Tajikistan officially launched in Dushanbe. Retrieved from: <https://en.avesta.tj>
39. United Nations Children's Fund. (2024, May 13). International Human Capital Forum Empowers Youth in Tajikistan towards Green Skills and Jobs. Retrieved from: <https://www.unicef.org>
40. Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB). (2024). AIIB signs landmark private sector solar PV project in Azerbaijan at COP29 in Baku. Retrieved from: <https://www.aiib.org>
41. OPEC Fund for International Development. (2023). OPEC Fund supports clean energy development in Azerbaijan with US\$50 million loan to ACWA Power. Retrieved from: <https://opecfund.org>
42. Caspian News. (2024). 'Azerbaijan Accelerates Renewable Energy Transition'. Caspian News, 5 November. Retrieved from: <https://caspiannews.com>
43. United Nations Economic Commission for Europe (UNECE). (2024). Renewable energy in Azerbaijan: current status and development priorities. Retrieved from: <https://unece.org>
44. AccessBank Azerbaijan. (2024). 2024 Annual Environmental & Social Performance and Client Protection Performance Reports Highlights. Retrieved from: <https://www.accessbank.az>
45. World Resources Institute. (2021). Germany's "Coal Commission": Guiding an Inclusive Coal Phase-Out. Retrieved from: <https://www.wri.org>
46. European Association for Coal and Lignite (EURACOAL) (2020) Coal industry across Europe (7th edition): Spain. Available at: <https://euracoal.eu>
47. OECD. (2025). OECD Economic Surveys: Poland 2025 – Managing the green transition. OECD Publishing, Paris. Retrieved from: <https://www.oecd.org>
48. OECD (2024) OECD Environmental Performance Reviews: Chile 2024. Retrieved from: <https://www.oecd.org>
49. High Committee for a Just Transition. (2023). Just Transition in Belgium: Concepts, Issues at Stake, and Policy Levers – Scientific Report. Brussels: High Committee for a Just Transition. Retrieved from: <https://www.justtransition.be>
50. International Energy Agency (IEA). (2023). China's coal and steel capacity cuts and worker re-employment. Retrieved from: <https://www.iea.org/policies>
51. Harvard University Center for the Environment. (2017). Trump Signs Executive Order Unwinding Obama Climate Policies. Retrieved from: <https://www.environment.harvard.edu>
52. AP News. (2025). Trump eases regulations on coal, iron ore and chemicals. Retrieved from: <https://apnews.com>

Использование зерновых расписок в качестве залога при кредитовании в Казахстане

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

Нурханова О. В. – начальник управления исследований финансовых рынков Департамента – Центра исследований и аналитики Национального Банка Республики Казахстан

В данной статье рассматривается практика использования зерновых расписок как инструмента залога при кредитовании аграрного сектора банками второго уровня. В последние годы со стороны государства был принят ряд мер, направленных на повышение привлекательности зерновых расписок при кредитовании как со стороны регулирования финансового рынка, так и рынка зерновых расписок в целом. Однако, как показал опрос действующих банков второго уровня, проведенный в рамках данного исследования, принятые меры значительного влияния на объемы кредитования не оказали. В работе представлены факторы, обозначенные банками как сдерживающие выдачу займов под залог зерновых расписок, а также исследованы отраслевые проблемные вопросы, решение которых создаст условия для трансформации зерновой расписки в полноценный инструмент залога при кредитовании.

Ключевые слова: зерновые расписки, агрофинансирование, твердые виды залога, залог зерновых расписок, банки второго уровня, цифровая платформа Qoldau.

JEL-классификация: Q14, G14, G18.

1. Введение

Зерновые расписки относятся к инструментам агрофинансирования, с помощью которых аграрии и трейдеры имеют возможность получить доступ к капиталу под обеспечение сельскохозяйственной продукцией. Успешное функционирование такого рода финансирования зависит от многих факторов, включая тщательную проработку законодательной среды, формирование четких механизмов взаимодействия между участниками рынка, соблюдение баланса интересов заемщиков и финансовых организаций.

В последние годы со стороны государства был принят ряд мер, направленных на повышение привлекательности зерновых расписок при кредитовании: разработана нормативная среда для признания зерновых расписок в качестве твердого вида залога, ведется работа по повышению уровня цифровизации в системе учета зерновых расписок. В данной статье представлены результаты анализа практики финансирования под залог зерновых расписок в Казахстане на основе опроса банков второго уровня.

2. Международный опыт

Зерновая расписка – это ценная бумага (складское свидетельство или расписка), подтверждающая право собственности на зерно, сданное на хранение на элеватор. Зерновые расписки могут выступать в качестве залога по кредитам в зависимости от установленных условий, а также могут использоваться как инструмент расчетов и торговли (купля-продажа) – ими можно передавать право на зерно без физической поставки, позволяя тем самым отсрочить продажу и управлять ценовым риском. Кроме того, электронные расписки используются как базовый актив для заключения форвардных и фьючерсных сделок.

В международной практике существует несколько моделей расписок, отличающихся юридическим статусом, механизмом обеспечения обязательств или особенностями признания текущего или будущего урожая. Различия в моделях отражают специфику

аграрного сектора стран, но цели инструментов едины – обеспечить ликвидность и снизить риски участников рынка.

Более широкая категория расписок – аграрные, покрывающие любые типы агропродукции. Такие расписки распространены в странах Латинской Америки, в частности, Бразилии, одном из мировых лидеров по производству зерна. Суть расписок, а также отличие от зерновых, заключается в возможности заимствования денег под залог будущего урожая. При этом механизмы регистрации и система обращения взыскания максимально просты, что делает инструмент привлекательным для аграриев. Бразильская модель рынка аграрных расписок изучается и успешно перенимается отдельными странами, в частности, Украиной и Сербией, чей опыт также изложен в научной литературе.

В США, где самый долгий исторический опыт использования зерновых расписок (Warehouse Grain Receipts), финансовый инструмент используется успешно благодаря высоким стандартам и системам лицензирования элеваторов и стандартизации качества зерна по федеральным нормам. Особенностью использования зерновых расписок в Канаде является высокая юридическая сила самих расписок, система отслеживания полного цикла зерна, а также возможность получения кредита за 24–48 часов после выдачи расписки.

В России складские свидетельства или складские расписки на зерно используются в основном средними и крупными агрохолдингами. Складская расписка может быть двойной и простой. Двойная расписка состоит из товарной (удостоверяет право собственности на товар) и залоговой (удостоверяет право залога на товар) расписок, которые могут обращаться раздельно. К примеру, товарная может быть передана покупателю, а залоговая находится в залоге у банка. Простая складская расписка удостоверяет только право собственности на хранимый товар.

После ратификации Соглашения о правилах выпуска, обращения и погашения складских свидетельств на сельскохозяйственную продукцию в странах ЕАЭС с 2026 года будет возможна дистанционная продажа продукции путем реализации складских свидетельств. Нормы Соглашения предусматривают возможность получения доступа к сведениям об имеющейся складской инфраструктуре в странах ЕАЭС.

В странах с развитым финансированием под залог складских расписок созданы специальные органы, в функции которых входят запуск и поддержание всего цикла финансирования.

Канадская комиссия по зерну (CGC), помимо установления и поддержки стандартов качества канадского зерна и регулирования обработки зерна в Канаде, осуществляет лицензирование зерновых элеваторов, несет ответственность за обеспечение соответствия элеваторов определенным стандартам, в том числе стандартам выдачи зерновых складских расписок.

Служба сельскохозяйственного маркетинга Министерства сельского хозяйства США (AMS), кроме задач по разработке, внедрению и управлению национальным производством, обработкой и стандартами маркировки органических сельскохозяйственных продуктов, инспекцией погрузочно-разгрузочных операций, отвечает за обеспечение соответствия складов определенным стандартам, включая стандартам выдачи складских квитанций на зерно.

Управление по развитию и регулированию складского хозяйства Индии регулирует процесс предоставления залога и его взыскания в отношении товаров, находящихся на складском хранении, устанавливает требования (включая аккредитацию) к складам и складским работникам, осуществляет аудит складов, агентств по аккредитации и других организаций, связанных со складским бизнесом, регулирует и развивает электронную систему хранения, регулирует ставки и условия, которые предлагаются складскими работниками в отношении складского бизнеса, и т. д.

Немалую лепту в успешное функционирование расписок вносит и цифровизация процессов, связанных с отслеживанием полного цикла зерна.

В США внедрена система электронных складских расписок (EWR), которая позволяет зерновым складам не тратить ресурсы на хранение, архивирование, защиту и

отслеживание использованных и неиспользованных складских расписок. Наличие данной системы также освобождает от необходимости хранения бумажной копии зерновой расписки. В системе хранится история деятельности складов в течение как минимум шести прошедших лет. Для компаний с несколькими складами предусмотрена опция централизованной выдачи складских расписок с предоставлением права оформления/передачи складских расписок определенным сотрудникам с соответствующим уровнем доступа. Управленческий персонал имеет возможность видеть и просматривать каждую электронную складскую расписку, выданную компанией. По данным Министерства сельского хозяйства США в стране есть четыре лицензированных поставщика электронных складских расписок. Их роль заключается в предоставлении электронных расписок фермерам, хранящим свою продукцию на складах. Эти четыре организации несут ответственность за прием товаров, включая маркировку, взвешивание, размещение на хранение, оценку качества товаров и предоставление расписок. Фермеры могут использовать полученные складские расписки для кредитования в банке, при этом их товары, хранимые на складе, будут признаваться твердым залогом. Склады могут мгновенно просмотреть историю каждой выпущенной или удерживаемой EWR для детального аудита. Кроме того, система EWR позволяет государственным и федеральным регулирующим органам в электронном виде просматривать информацию о квитанциях, включая информацию о качестве товара, которая ранее была доступна только во время проверок на месте, а также позволяет передавать информацию о квитанциях в электронном виде, что существенно сокращает время ввода данных.

3. Обзор литературы

В целом можно обозначить ограниченность научных статей и исследовательских работ на тему использования зерновых расписок в качестве залога при финансировании ввиду того, что зерновые расписки являются практико-ориентированным инструментом финансирования, исследуемым преимущественно в рамках прикладных кейсов и институциональных условий. Вместе с тем экспертами разных стран также обозначается весомая роль и преимущества зерновых расписок как дополнительного источника финансирования аграриев, а также указываются частично схожие проблемы в функционировании данного механизма.

Так, в работе Jonathan Coulter и G. Onumah (2002) отмечается значимость складских расписок в том, что они дают доступ к финансированию и могут использоваться в качестве залога для краткосрочных кредитов, позволяя фермерам получить доступ к кредиту вскоре после сбора урожая, не будучи вынужденными немедленно продавать свои культуры. В то же время в исследовании признаются проблемы, в частности, связанные с непоследовательным, несистематическим государственным вмешательством в сельскохозяйственные рынки, которые могут подавлять участие частного сектора.

В докладе «Финансирование под залог складских свидетельств в сельском хозяйстве стран с переходной экономикой» Инвестиционного центра Продовольственной и сельскохозяйственной организации Объединенных Наций (Food and Agriculture Organization, FAO, ФАО) авторы определяют складские свидетельства как главное преимущество для банков в расширении сельскохозяйственного кредитного портфеля. При этом отмечается важность для центральных банков рассматривать займы под залог складских свидетельств как имеющие первоклассное залоговое обеспечение в условиях надежно функционирующей системы их обращения. В таких условиях должны быть скорректированы требования к коммерческим банкам, касающиеся резервирования на случай потерь по кредитам.

На официальной платформе блога о развитии частного сектора Группы Всемирного банка также отмечаются преимущества систем складской приемки, такие как стабилизация послеуборочных цен, снижение потерь из-за несоответствующих складских помещений и расширения источников финансирования. При этом трудностями при реализации такой формы финансирования обозначаются:

- недостаточная осведомленность среди заинтересованных сторон (особенно фермеров);
- отсутствие соответствующих правовых и нормативных рамок для защиты кредитования;
- недостаток знаний у банков о финансировании складских расписок;
- отсутствие подходящих складов и услуг управления складами.

В технико-экономическом обосновании «Warehouse receipt financing feasibility study» Фонда «Укрепление финансового сектора Кении» (FSD Kenya, 2024)¹ в качестве ключевых факторов, определяющих эффективность системы складских расписок в передовом мировом опыте, выделены:

- широкое распределение складов для сортировки и хранения товаров – чем больше складов, тем ниже стоимость мониторинга системы;
- наличие независимых и профессиональных операторов складов, дисциплинированных и вызывающих доверие у вкладчиков и финансистов, – это позволяет финансистам полагаться на складскую расписку как на залог по кредиту;
- соответствующее ценообразование на предлагаемые складские услуги – плата за хранение на складе должна быть экономически оправданной для вкладчика с учетом ожидаемого роста рыночной цены товара;
- наличие правовой базы, поддерживающей использование расписок в качестве залога, – ясность в процессе создания, оформления и обеспечения залогового права на складскую расписку;
- адекватная система мониторинга и надзора, обеспечивающая работу складов в соответствии с законом, – неэффективная система надзора увеличивает затраты на управление залоговым обеспечением.

В странах, где рынок финансирования под залог зерновых расписок более зрелый, некоторыми авторами предлагается использовать современные технологии, которые создают предпосылки для системного и более прозрачного решения имеющихся проблем. В частности, в статье «Research on warehouse receipt pledge financing based on blockchain technology» авторы обращают внимание на технологию блокчейн. Для создания процесса финансирования под залог складских расписок на основе технологии блокчейн используются распределенный реестр блокчейн, технология шифрования, механизм консенсуса и смарт-контракты, что позволяет решить проблемы, присущие традиционному финансированию под залог зерновых расписок.

В работе Искакова С. М. «Законодательное регулирование зернового рынка в Республике Казахстан» автор приходит к заключению, что для широкого использования зерновых расписок в качестве залога необходимо повышать прозрачность данного рынка с целью привлечения еще больших инвестиций, а также обеспечения безопасности путем сокращения вероятности мошенничества и преступлений в данной отрасли, создавать правовую основу для внедрения инновационных подходов. Такой подход позволит повысить инвестиционную привлекательность зернового рынка не только для отечественных, но также и международных финансовых институтов.

4. Зерновые расписки в Казахстане

Понятие зерновой расписки как инструмента в законодательной среде Казахстана появилось в 2001–2003 годах, однако практическое использование их в качестве залога началось позже. Закон Республики Казахстан «О зерне» дает определение зерновой расписки как складского свидетельства в виде долговой бездокументарной неэмиссионной ценной бумаги, удостоверяющей права ее держателя на получение зерна у хлебоприемного

¹ FSD Kenya – независимый фонд, целью которого является создание финансовой системы, приносящей пользу зеленой и инклюзивной цифровой экономике, одновременно улучшая финансовое положение и возможности женщин и микро- и малых предприятий.

предприятия в объеме и качестве, определенных при ее выпуске. Выделение расписок как предмета залога впервые осуществлено через поправки в указанный закон в 2016 году.

Центральным исполнительным органом, осуществляющим координацию и регулирование деятельности участников зернового рынка в Казахстане, является Министерство сельского хозяйства. Реализация государственной политики в области зернового рынка находится в компетенции местного исполнительного органа области, который также осуществляют лицензирование деятельности по оказанию услуг складской деятельности с выпуском зерновых расписок. В 2018 году была запущена цифровая платформа Qoldau, которая объединяет множество сервисов для бизнеса и граждан, в первую очередь для цифровизации отдельных вопросов сельского хозяйства.

В 2023 году в Указе Президента Республики Казахстан от 10 марта 2023 года № 140 «О мерах по расширению кредитования реального сектора экономики и снижению закредитованности населения» была обозначена необходимость² повышения эффективности рынка зерновых расписок с введением возможности их использования в качестве твердых залогов при наличии гарантии субъектов квазигосударственного сектора. В результате в 2023 году зерновые расписки нормативно признаны в качестве твердого вида залога Постановлением Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка (далее – Постановление № 170)³.

Согласно поправкам, права требования по зерновым распискам исключаются из нетвердых видов залога в случае если:

1) по зерновым распискам имеется гарантия юридического лица, 100% голосующих акций (долей участия в уставном капитале) которого прямо или косвенно принадлежат государству или национальному управляющему холдингу, либо

имущество (зерно), являющееся залогом по зерновой расписке, обеспечено договором страхования, содержащим пункты о безусловном и безотзывном исполнении обязательств, заключенным со страховыми организациями, имеющими рейтинг не ниже "B+" рейтингового агентства Standard & Poor's или рейтинг аналогичного уровня одного из других рейтинговых агентств или договором страхования, условия которого предусмотрены в пункте 2-1 нормативов, при этом часть ответственности страховой (перестраховочной) организации по договору страхования передана в перестрахование в перестраховочную организацию, имеющую рейтинг не ниже "B+" по международной шкале рейтингового агентства Standard & Poor's или рейтинг аналогичного уровня одного из других рейтинговых агентств;

2) срок зерновой расписки не превышает предельно допустимого срока хранения зерна, принадлежащего держателю зерновой расписки, установленного Правилами хранения зерна, утвержденными приказом Министра сельского хозяйства Республики Казахстан от 26 июня 2015 года № 4-1/573;

3) хлебоприемное предприятие, выпустившее зерновую расписку, соответствует Квалификационным требованиям, предъявляемым к деятельности по оказанию услуг складской деятельности с выпуском зерновых расписок, и перечню документов,

² Задачи: принять меры по повышению эффективности электронного мониторинга оборота зерновых расписок и обеспечению сохранности объема и качества зерна в зернохранилищах (элеваторах и хлебоприемных пунктах) путем цифровизации процессов получения достоверных сведений об объемах и оборотах зерна; совместно с Агентством Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка и Национальным Банком Республики Казахстан обеспечить включение зерновых расписок с гарантией субъектов квазигосударственного сектора в категорию твердых залогов.

³ Постановлением Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка от 30 декабря 2023 года № 100 «О внесении изменений и дополнения в некоторые нормативные правовые акты Республики Казахстан по вопросам регулирования банковской деятельности» внесены изменения в Постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан от 13 сентября 2017 года № 170 «Об установлении нормативных значений и методик расчетов пруденциальных нормативов и иных обязательных к соблюдению норм и лимитов, размера капитала банка и Правил расчета и лимитов открытой валютной позиции».

подтверждающих соответствие им, утвержденным приказом Министра сельского хозяйства Республики Казахстан от 16 апреля 2015 года № 4-1/339.

Для аграриев Казахстана возможность использования зерновых расписок в качестве твердого залога может содействовать решению одной из проблем сельхозтоваропроизводителей, связанной с нехваткой ликвидного залога для получения финансирования. По данным Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан, по состоянию на 1 декабря 2025 года зерновых (включая рис) и бобовых культур в наличии насчитывалось 22,1 млн тонн. Вместе с тем согласно данным информационного сервиса зерновых расписок Qoldau.kz, на 1 декабря 2025 года количество активных зерновых расписок составляет 24 822 с зачтенным физическим весом 5,8 млн тонн, текущая загруженность зернохранилищ составляет 48,1% (рисунки 1, 2). При этом в залоге находятся 1,27 млн тонн.

Рисунок 1

Зачтенный физический вес на 01.12.2025

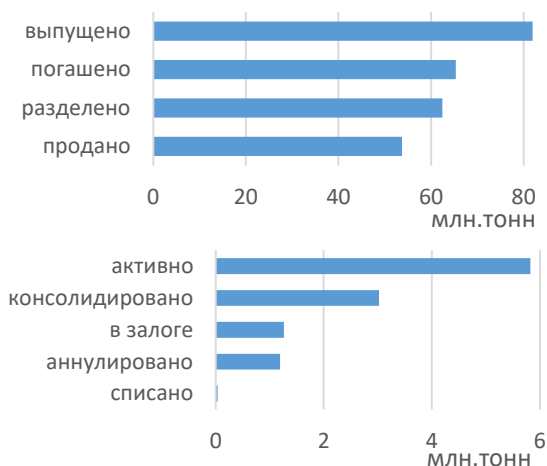
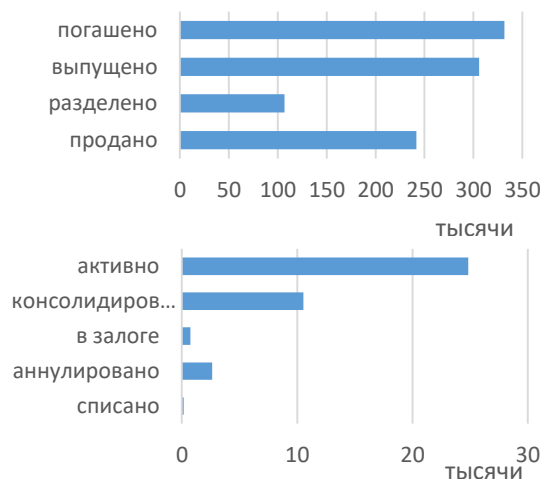


Рисунок 2

Количество зерновых расписок на 01.12.2025



Источник: Qoldau

Ввиду ограничений сайта Qoldau в отношении данных о зерновых расписках в динамике, структуре участников (производители/трейдеры), состоянии залога, стоимости расписок, качестве зерна и иных развернутых данных, затруднительно делать выводы о развитии или стагнации данного рынка. При этом в целом можно обозначить потенциал к кредитованию под залог зерновых расписок.

5. Результаты опроса

Для определения текущей ситуации в кредитовании под залог зерновых расписок и формирования представления о перспективах данного направления был проведен опрос банков второго уровня по состоянию на 1 июля 2025 года. Опросник состоял из 7 вопросов и был направлен во все действующие банки второго уровня, осуществляющие кредитование бизнеса (19 банков). Сбор информации осуществлялся посредством направления официального запроса с приложением анкеты и таблицы для заполнения сведений о кредитах под залог зерновых расписок. Участие в опросе носило добровольный характер. Ответы предоставлены всеми 19 банками (100% уровень отклика респондентов). Вместе с тем часть банков (9 из 19) предоставила ответы без раскрытия позиций ввиду отсутствия практики кредитования или отсутствия планов по кредитованию под данный тип залога, что может указывать на ограниченную глубину раскрытия информации по отдельным вопросам.

Анкета содержала стандартизированные вопросы, не предполагающие свободную трактовку, что обеспечило сопоставимость полученных данных между респондентами.

Верификация представленных сведений осуществлялась, в том числе, с учетом данных из внешних источников.

Несмотря на полный охват респондентов, результаты опроса следует интерпретировать с учетом ряда ограничений. В частности, добровольный характер участия может влиять на степень полноты и детализации ответов. Вместе с тем полученные результаты отражают консолидированную позицию банковского сектора по рассматриваемым вопросам и могут использоваться для формирования общего представления о текущей практике, однако не исключают необходимости дополнительного анализа по отдельным аспектам.

Вопрос № 1. Осуществляет/осуществляла ли финансовая организация кредитование под залог зерновых расписок? Вопрос № 2. Дальнейшие планы финансовой организации по выдаче займов под залог зерновых расписок. 12 банков из опрошенных не осуществляли в прошлом финансирование и не кредитуют в настоящее время под залог зерновых расписок, из них 1 банк указал в качестве причины умеренный риск-аппетит в сфере сельского хозяйства. Среди оставшихся 7 банков только 4 банка имеют в кредитном портфеле остатки по кредитам, выданным под залог зерновых расписок, 3 банка имели опыт кредитования, но до 2017 года.

Среди банков, участвовавших в опросе, лишь у 6 банков есть намерение финансировать под залог зерновых расписок, из них 2 банка отметили, что планируют финансирование на общих условиях; 10 банков воздержались от ответа. Категоричное «нет» обозначили 4 банка, один из которых в качестве причины отсутствия планов по кредитованию указал наличие негативного опыта ввиду уголовного дела в связи с подделкой зерновых расписок.

Поскольку в опросе участвовали только действующие банки, оценки объемов кредитования под залог зерновых расписок, представленные ниже, могут частично не отражать всю динамику за прошлые периоды. Согласно представленным данным в рамках опроса, по состоянию на 1 июля 2025 года остаток основного долга по займам, выданным под залог зерновых расписок, составил 55,3 млрд тенге, из которых 65% – с просроченной задолженностью свыше 90 дней (таблица 1). При этом займы, в которых зерновые расписки признаны в качестве твердого вида залога согласно Постановлению № 170, в портфеле банков отсутствуют.

Таблица 1

Остатки по займам, выданным под залог зерновых расписок, на 01.07.2025

Показатель	Количество кредитов	Остаток основного долга, млн тенге
Займы, в которых зерновые расписки используются в качестве залога	99	55 303
в т.ч. с просроченной задолженностью свыше 90 дней	19	36 144

Источник: банки второго уровня, участвовавшие в опросе

Рост объема выдач действующими банками займов под залог зерновых расписок отмечен в 2012, 2016, а также в 2020–2023 гг. (рисунок 3). Повышение активности в 2012 и 2016 годах могло быть связано с изменениями в законодательной среде, направленными на совершенствование инструмента и повышение доверия к зерновым распискам. В 2012 году были утверждены нормы использования системы электронных зерновых расписок⁴, определяющие порядок создания и погашения зерновой расписки, требования к хлебоприемным предприятиям. В 2016 году были приняты поправки, согласно которым осуществлен переход формы зерновой расписки от бумажной на электронную, а также

⁴ Постановление Правительства Республики Казахстан от 1 февраля 2012 года № 185 «Об утверждении Правил использования системы электронных зерновых расписок».

автоматизация учета зерна на элеваторах⁵. Вместе с тем ввиду отсутствия информации о банках, не функционирующих на данный момент, траектория портфеля под залог зерновых расписок, вероятно, не в полной мере отражает всю динамику.

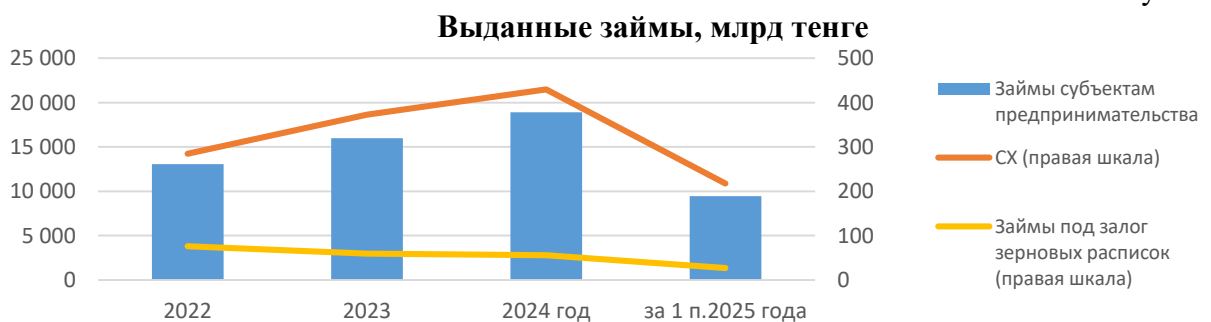


Источник: банки второго уровня, участвовавшие в опросе

Динамика выдачи кредитов под залог зерновых расписок до 2018 года определялась, преимущественно, увеличением среднего размера немногочисленных кредитов, что отражает ориентацию на более крупные сделки. После 2018 года ситуация изменилась, и рост совокупных объемов был обеспечен, прежде всего, увеличением количества кредитов, а не их размера (рисунок 4).

Средний размер займов под зерновые расписки после 2018 года устойчиво остается на низком уровне, что может свидетельствовать о сохранении консервативного подхода кредиторов и низком уровне интереса к данному направлению кредитования.

В целом портфель займов, выданных банками второго уровня субъектам предпринимательства сельского хозяйства, занимает относительно небольшую долю в ссудном портфеле и не оказывает существенного влияния ни на общий кредитный портфель, ни на структуру кредитов в сельском хозяйстве. Доля остается незначительной на всем рассматриваемом периоде, что свидетельствует о слабой вовлеченности данного инструмента в систему банковского финансирования аграрного сектора. Данная ситуация объяснима, так как на рынке присутствует альтернативный канал финансирования, осуществляемый квазигосударственным сектором (рисунок 5).



Источник: НБРК, опрос банков

⁵ Закон Республики Казахстан от 9 апреля 2016 года № 502-V «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам регулирования зернового рынка».

Вопрос № 3. Финансовые продукты, в рамках которых залогом выступают зерновые расписки. 6 банков отметили, что специальные финансовые продукты под этот вид залога отсутствуют, и финансирование осуществлялось/осуществляется на общих условиях. Оставшимися 13 банками ввиду отсутствия в ссудном портфеле кредитов под залог зерновых расписок информация не представлена.

Вопрос № 4. Требования, предъявляемые к зерновой расписке. Банками были отмечены требования, которые предъявляются как к самой расписке, так и хлебоприемному предприятию, которые не диссонируют с законодательными требованиями. В целом банками отмечается, что зерновые расписки принимаются в качестве низколиквидного обеспечения либо дополнительного залога.

Требования к хлебоприемному предприятию:

– хлебоприемное предприятие (ХПП), выпустившее зерновую расписку, должно являться участником системы гарантирования обязательств по зерновым распискам либо страховать гражданско-правовую ответственность перед держателями расписок;

– ХПП должно иметь достаточный для банка рейтинг доверия зернохранилищам, публикуемый на веб-портале информационной системы зерновых расписок;

– регистрация права залога банка в Государственном электронном реестре держателей зерновых расписок Министерства сельского хозяйства Республики Казахстан⁶.

Требования к наличию документов:

– документ от ХПП, свидетельствующий факт хранения зерна;

– паспорт качества/сертификат соответствия зерна;

– договор на хранение и обязательное страхование продукции растениеводства.

Отдельным банком указывается мониторинг зерновых расписок на ежемесячной основе без проведения физического осмотра залогового имущества, через получение заключения о стоимости зерновых расписок на основании ценовых бюллетеней.

Вопрос № 5. Основные источники финансирования для данных видов займа. Согласно ответам банков, источниками финансирования могут выступать как собственные, так и привлеченные средства, в том числе в рамках государственных программ поддержки бизнеса.

Вопрос № 6. Факторы, сдерживающие выдачу займов под залог зерновых расписок, предложения по развитию финансирования. В качестве факторов, сдерживающих выдачу займов под залог зерновых расписок, банками обозначены:

– отраслевые: слабый внутренний рынок зерна, ограниченный экспорт и логистические проблемы, волатильность цен на зерно, недоверие к качеству хранения и учету зерна, особенно, в частных ХПП;

– юридические: недостаточная правовая защита кредиторов в случае дефолта заемщика (отсутствуют четкие механизмы обращения взыскания на зерно по расписке), неурегулированность электронных расписок и их правового признания в судах;

– технические: проблемы в регистрации зерновых расписок на сайте Qoldau, недостаток цифровизации в агросекторе.

Одним из опрошенных банков в качестве сдерживающего фактора было отмечено отсутствие заявок на финансирование под залог зерновых расписок. Помимо факторов со стороны предложения кредитных ресурсов под залог зерновых расписок, существуют ограничения со стороны спроса, то есть самих предпринимателей, что также требует изучения.

Представленные одним из банков предложения по развитию финансирования:

1) регуляторная среда: усовершенствование законодательства, включая более четкие правила обращения с зерновыми расписками и порядок взыскания залога, введение механизма защиты прав кредитора;

⁶ www.qoldau.kz

2) налоговое законодательство: создание налоговых льгот или послаблений для банков, работающих с этим инструментом;

3) финансовые стимулы: разработка государственных программ поддержки, включая субсидирование процентных ставок по кредитам под зерновые расписки;

4) технические улучшения: внедрение единой цифровой платформы для всех участников (элеваторы, банки, фермеры) с онлайн-учетом расписок.

Вопрос № 7. Изменилась ли ситуация с кредитованием после изменения нормативной среды, определившей статус зерновых расписок в качестве твердых видов залога? Изменений в объемах и условиях кредитования банками не выявлено.

6. Вызовы

Несмотря на значительные нормотворческие и регуляторные инициативы, с учетом анализа рынка и ответов банков можно сделать вывод о слабой заинтересованности в финансировании под залог зерновых расписок как со стороны банковского сектора, так и со стороны потенциальных заемщиков. Вероятно, это связано с наличием проблемных вопросов, ограничивающих потенциал использования данного вида залогового обеспечения, которые не были охвачены, либо не в полной мере решены проведенными изменениями на рынке зерновых расписок. В целях мониторинга эффективности принимаемых мер и формирования дальнейшей стратегии развития отрасли целесообразным видится проведение регулярного анализа с публикацией результатов в открытом доступе.

В дополнение к проблемным вопросам в области агропромышленного комплекса, указанным банками, можно обозначить следующие вызовы.

Опыт последних лет по применению зерновых расписок, включая информацию из ответа одного банка, показал непрозрачность механизмов работы инструмента. В частности, имел место выпуск зерновых расписок, по факту необеспеченных зерном, завышение показателей тоннажа и качества зерна, принимаемого в хлебоприемные пункты. В открытых источниках отмечается, что только в 2017 году на элеваторах нескольких областей Казахстана выявлена недостача около 7 млн тонн зерна.

Немало выявленных случаев обеспечения под залог фиктивных зерновых расписок, а также сделок с зерновыми расписками, необеспеченными зерном. Последние случаи имели место уже после законодательных поправок и ввода в действие электронных зерновых расписок, которые были призваны предотвратить факты мошенничества. Такая ситуация спровоцирована, в том числе, недостаточным внутренним/внешним аудитом проверки работы элеваторов и ХПП или отсутствием выработанных механизмов проверки.

Несовершенство электронной системы зерновых расписок, созданной в том числе для решения указанной выше проблемы, является еще одним барьером для их полноценного внедрения и распространения. В середине 2016 года на законодательном уровне⁷ были закреплены выпуск и обращение зерновых расписок в электронном формате в целях снижения издержек производства фермеров, обеспечения прозрачности рынка, исключения нарушений, которые выявлялись контролирующими органами ранее в данной сфере. Для этого была разработана и введена в эксплуатацию платформа Qoldau.kz, являющаяся единой точкой доступа для получения информационных и интерактивных услуг регистраторской информационной системы. Платформа призвана предоставлять пользователям информацию об электронных зерновых расписках и зернохранилищах. Кроме того, платформа должна давать возможность отслеживать в реальном времени количество и качество фактического зерна на складах для работников местных органов самоуправления как субъектов, осуществляющих контрольные функции в области регулирования рынка зерна на местах. С учетом выявленных несоответствий между опубликованными данными, имеются вопросы относительно того, насколько на текущий

⁷ Закон РК «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам регулирования зернового рынка».

момент данная платформа покрывает вышеуказанные функции и дает полную картину зернохранилищ.

Отсутствие информации или неполная/недостоверная информация может потенциально спровоцировать распространение мошеннических схем и потерю доверия в целом к системе электронных зерновых расписок.

На проблему недостаточности прозрачности и оперативности в предоставлении услуг ХПП из-за отсутствия цифровых инструментов учета и управления указывало и Агентство по защите и развитию конкуренции Республики Казахстан в своем заключении по итогам анализа состояния конкуренции на рынке услуг хранения зерна хлебоприемных предприятий за 2024 год⁸. Государственный орган рекомендовал внедрить цифровую систему ХПП для учета зерновых культур и мониторинга объемов и качества зерна, а также автоматизировать систему подачи заявок на оказываемые услуги с обеспечением равного доступа (система очередности). Помимо этого, в отчете в качестве ключевых барьеров в деятельности ХПП обозначены отсутствие лицензирования ХПП, дискриминационные тарифы и ограничение доступа к услугам ХПП, высокая стоимость услуг портала Qoldau, ограничение доступа ХПП к субсидированию для ХПП увеличенной мощности.

Анализ данных о зернохранилищах показал, что из активных 190 ХПП лишь 42 обладают лицензией на оказание услуг складской деятельности с выдачей/выпуском зерновых расписок (приложение 1). Кроме того, у отдельных ХПП все еще есть в наличии бумажные зерновые расписки, при этом целью внедрения электронных расписок было формирование эффективной системы мониторинга движения зерна на ХПП и устранение возможности подделок.

В качестве одного из методов повышения прозрачности отрасли, стандартизации услуг и улучшения качества хранимого зерна было заявлено внедрение рейтинговой системы хлебоприемных предприятий с градацией на надежный/приемлемый/ненадежный. Согласно информации Qoldau, оценка ХПП должна быть произведена на основании показателей из таблицы 2.

Таблица 2

Показатели, используемые при оценке ХПП

Наименование группы	Наименование подгруппы	Показатели
Качество услуг ХПП	Ответственность	Страховое покрытие Арест на имущество ХПП Участие в судебных процессах в качестве ответчика
	Удовлетворенность потребителя	Доля отмененных приказов Опрос пользователей
	Оборачиваемость зерна	Обороты зерна Доля зерна 2-х летней давности к емкости ХПП
Институциональное развитие ХПП	Прозрачность деятельности	Результаты аудиторской проверки Услуги вне прейскуранта Интеграция 1С с информационной системой зерновых расписок
	Техническая оснащенность	ЖД пути Электронные веса Зерносушилка Доступ к интернету, в т.ч. для потребителей через wi-fi

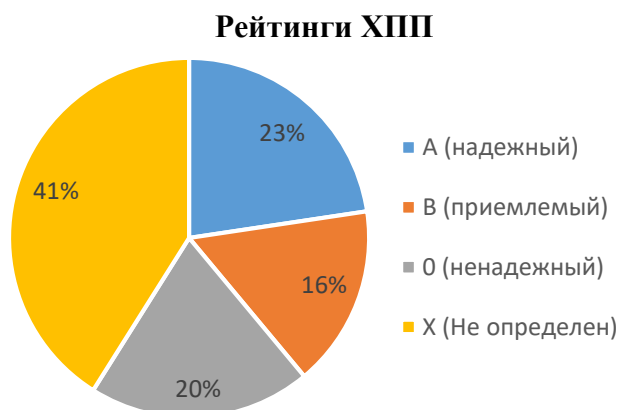
⁸ Заключение по итогам анализа состояния конкуренции на рынке услуг хранения зерна хлебоприемных предприятий (приемка, взвешивание, сушка, очистка, хранение и отгрузка зерна) в географических границах городов и областей (районов) Республики Казахстан за 2022–2023 годы и 9 месяцев 2024 года.

При этом наихудший рейтинг ХПП присваивается при наличии хотя бы одного из следующих фактов:

- 1) наличие непогашенных бумажных зерновых расписок, выданных данным ХПП;
- 2) отсутствие факта опубликования аудированной годовой финансовой отчетности ХПП на интернет-ресурсе депозитария финансовой отчетности;
- 3) отсутствие факта опубликования электронной отчетности ХПП на Портале;
- 4) отсутствие факта опубликования прејскуранта цен ХПП на Портале;
- 5) наличие факта введения процедуры временного управления ХПП.

Согласно данным портала, по состоянию на 1 декабря 2025 года из 190 активных зернохранилищ рейтинг доверия не определен у 78 (41%) из них, рейтинг А (надежный) присвоен 43 (23%) ХПП, рейтинг В (приемлемый) – 31 (16%), количество ненадежных составило 38 ХПП или 20% (рисунок 6). Факт наличия большого количества ХПП, рейтинг которых не определен, может затруднять оценку рисков, присущих зерновым распискам, выпущенным под зерно, хранящимся в таких ХПП.

График 6



Источник: Qoldau

Выявлены недостатки нормативной правовой базы, выраженные в отсутствии четких требований к участникам процесса, невозможности митигирования рисков, связанных с зерновыми расписками.

Защита интересов держателей зерновых расписок от неисполнения хлебоприемными предприятиями обязательств по выданным (выпущенным) ими зерновым распискам является задачей фондов гарантирования исполнения обязательств по зерновым распискам в соответствии с нормами Закона «О зерне». Эту функцию выполняло АО «Фонд гарантирования исполнения обязательств по зерновым распискам», созданное в 2003 году и позже переименованное в АО «КазАгроГарант». В 2020 году с формулировкой «в связи с не востребоваваемостью на сегодняшний день услуг гарантирования исполнения обязательств по зерновым и хлопковым распискам»⁹ АО «КазАгроГарант» вышло из системы гарантирования исполнения обязательств, а позднее было реорганизовано.

Таким образом, в настоящее время функции гарантирования исполнения обязательств по зерновым распискам не осуществляются никем при наличии законодательной нормы. По факту такие фонды служат компенсационным буфером, защищающим держателей записок, повышают доверие банков и инвесторов. В документе инвестиционного центра ФАО 2009 года¹⁰ высокие оценки давались странам, в том числе

⁹ Постановление Правительства Республики Казахстан от 5 января 2020 года № 1 «О внесении изменений и дополнений в постановление Правительства Республики Казахстан от 12 июля 2018 года № 423 "Об утверждении Государственной программы развития агропромышленного комплекса Республики Казахстан на 2017 – 2021 годы"».

¹⁰ Технический справочный документ инвестиционного центра ФАО «Финансирование под залог складских свидетельств в сельском хозяйстве стран с переходной экономикой», 2009 год.

благодаря наличию таких фондов. На тот момент Казахстан тоже был отнесен к странам с развитой системой складских свидетельств.

В соответствии с законодательством¹¹ «ХПП, не участвующие в системе гарантирования исполнения обязательств по зерновым распискам, осуществляют страхование своей гражданско-правовой ответственности перед держателями зерновых расписок». Более того, согласно Постановлению № 170, для признания зерновых расписок в качестве твердого вида залога, имущество (зерно), являющееся залогом по зерновой расписке, должно быть обеспечено договором страхования. При этом часть ответственности страховой организации по договору страхования должна быть перестрахована в перестраховочных организациях, имеющих рейтинг не ниже «В+»¹². Однако согласно данным портала Qoldau¹³, из 190 действующих на текущий момент зернохранилищ только 5 заключили договоры о страховании гражданско-правовой ответственности ХПП.

Таким образом, незаинтересованность участников рынка в страховании рисков, связанных с зерновыми расписками, снижает привлекательность зерновых расписок и ограничивает их распространение. В целом требуется комплексная проработка вопросов страхования для выработки подхода, который позволит учитывать интересы всех участников процесса.

В упомянутом ранее отчете Агентства по защите и развитию конкуренции Республики Казахстан говорится об отсутствии передового оборудования и технологических процессов для хранения, сушки, очистки, переработки и отгрузки зерна, а также высоком износе ХПП, введенных в эксплуатацию еще в советские времена. Состояние большинства зернохранилищ требует проведения капитальных ремонтов – по оценкам АЗРК, в среднесрочном периоде (до 2030 года) капитальный ремонт потребуется практически на всех ХПП с бетонными силосами, которые составляют не менее 50% элеваторных мощностей.

Есть вопросы и к процессам регулирования ХПП на местах. Ранее контрольные функции в области регулирования рынка зерна были закреплены за Министерством сельского хозяйства Республики Казахстан, однако в рамках проводимой работы по децентрализации¹⁴ контрольные функции в области регулирования рынка зерна были переданы в компетенцию местных исполнительных органов. При этом может прослеживаться конфликт интересов, так как акиматы, являясь исполнительными органами, не должны совмещать контрольные функции и функции развития отрасли.

7. Выводы

Государственные меры, направленные на развитие кредитования под залог зерновых расписок, идут в ногу с изменениями трендов на рынке. Сформирована достаточная законодательная среда, в том числе введены регуляторные изменения, позволяющие относить зерновые расписки к твердому виду залога, ведутся работы по цифровизации зерновых расписок, принимаются меры, направленные на повышение эффективности и снижение злоупотреблений при использовании зерновых расписок.

¹¹ Пункт 1 статьи 16 ЗРК «О зерне»: «Хлебоприемные предприятия, не участвующие в системе гарантирования исполнения обязательств по зерновым распискам, осуществляют страхование своей гражданско-правовой ответственности перед держателями зерновых расписок и ее частей, обеспечивающее при наступлении факта утраты или ухудшения качества зерна, принятого на хранение, страховую выплату каждому держателю зерновой расписки в размере не менее восьмидесяти процентов от рыночной стоимости утраченного или ухудшенного по качеству зерна, сложившейся на момент возмещения, без применения условий франшизы».

¹² По международной шкале рейтингового агентства Standard & Poor's или рейтинг аналогичного уровня одного из других рейтинговых агентств.

¹³ <https://p-grain-receipt.qoldau.kz/ru/gr-info/granaries> (запрос по состоянию на 01.12.2025).

¹⁴ В соответствии с Законом Республики Казахстан от 29 сентября 2014 года № 239-V «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам разграничения полномочий между уровнями государственного управления».

Вместе с тем как показали результаты опроса действующих банков второго уровня, значительного влияния на объем кредитования нормативные поправки не оказали. Большая часть действующих банков не осуществляла в прошлом финансирование и не кредитует под залог зерновых расписок в настоящее время. Несколько других банков имеют в своих портфелях остатки кредитов с проблемной задолженностью, выданных еще до вступления в силу поправок, определивших зерновые расписки в качестве твердого залога.

Статистика данного сегмента кредитования отражает наличие нерешенных проблем со стороны экономики вопроса, а создание возможности использования зерновых расписок в качестве твердого залога является только частью механизма кредитования аграрного сектора. Для трансформации зерновой расписки в полноценный инструмент и признания ее действительно ликвидным и твердым залоговым обеспечением требуется дальнейшее совершенствование действующих механизмов рынка и решение ряда задач, в частности:

1. Проработка структурных проблем сектора. Эффективное функционирование финансового инструмента напрямую зависит от состояния инфраструктуры и механизмов регулирования рынка. Для обеспечения большей прозрачности в страховании зерновых расписок возможно рассмотреть проведение инспекций ХПП на предмет соблюдения правил ведения количественно-качественного учета и хранения зерна, формирования и ведения государственного электронного реестра держателей зерновых расписок не только силами Министерства сельского хозяйства Республики Казахстан и местных исполнительных органов, а с привлечением представителей страхового и банковского рынка.

2. Усиление защиты держателей зерновых расписок. Требуется дальнейшая проработка вопросов страхования и гарантирования исполнения обязательств по зерновым распискам, предусматривающая охват интересов всех участников и устранение нормативных противоречий.

3. Совершенствование электронной системы. Веб-портал Qoldau.kz нуждается в дальнейшем совершенствовании с трансформацией его в электронную систему с полным циклом отслеживания зерна и совершаемых с ним операций. Кроме этого, требуется повышение эффективности текущего функционала, дополнение элементами доступа и анализа данных, усиление их достоверности.

4. Формирование культуры и построение диалога с участниками рынка. Повышению эффективности принимаемых мер в расширении кредитования реального сектора экономики может способствовать качественный диалог всех участников рынка. Затруднительно ожидать достижения устойчивых и системных результатов, когда реализуемые меры не в полном объеме учитывают интересы и возможности всех участников рынка. Отсутствие в портфеле банков займов, в которых зерновые расписки используются в качестве твердого вида залога, свидетельствует, в том числе, о фрагментарном взаимодействии сторон.

Литература

1. Jonathan Coulter & G. Onumah (2002). The role of warehouse receipt systems in enhanced commodity marketing and rural livelihoods in Africa». Rural Finance & Investment Learning Centre. <https://www.rfilc.org/wp-content/uploads/2020/08/role-of-whr-in-africa.pdf>
2. Investment Centre Division (2009). The use of warehouse receipt finance in agriculture in transition countries. <https://openknowledge.fao.org/handle/20.500.14283/al181e>
3. World Bank Blogs. Can warehouse receipts unlock farmer finance?(2025) <https://blogs.worldbank.org/en/psd/can-warehouse-receipts-unlock-farmer-finance->
4. Financial Sector Deepening Kenya. Warehouse receipt financing feasibility study (2024). <https://www.fsdkenya.org/wp-content/uploads/2024/09/Warehouse-receipt-financing-feasibility-study.pdf>
5. Kun Ma, Yu Ping Zhou (2024). Research on warehouse receipt pledge financing based on blockchain technology. <https://dl.acm.org/doi/fullHtml/10.1145/3655497.3655517>

6. Искаков С.М. (2013). «Законодательное регулирование зернового рынка в Республике Казахстан», Российский журнал сельскохозяйственных и социально-экономических наук, КиберЛенинка; Редакция журнала Российский журнал сельскохозяйственных и социально-экономических наук, т. 22(10). https://rjoas.com/issue-2013-10/article_03.pdf

Сведения о зернохранилищах в разрезе регионов по состоянию на 01.12.2025

№	Области	Кол-во ХПП	Имеются бумажные ЗР	ГПО ХПП застрахована	Рейтинг доверия ХПП				Обладает лицензией на оказание услуг по складской деятельности с выдачей/выпуском зерновых расписок
					А (надежный)	В (приемлемый)	0 (ненадежный)	Х (не определен)	
1	Абай	3	1	-			1	2	1
2	Акмолинская	68	5	3	24	11	5	28	6
3	Актюбинская	7	-	-	3	1	1	2	6
4	Алматинская	2	1	-			1	1	1
5	Атырауская	-							0
6	Западно-Казахстанская	9	1	1	2	2	3	2	2
7	Жамбылская								0
8	Жетісу	1	-	-		1			0
9	Карагандинская	4	-	-	2	1		1	1
10	Костанайская	35	13	0	4	5	9	17	9
11	Кызылординская								0
12	Мангистауская	1	-	-				1	1
13	Павлодарская	6	-	-	1	4		1	0
14	Северо-Казахстанская	44	12	1	6	3	17	18	13
15	Туркестанская	1	-	-				1	1
16	Ұлытау								0
17	Восточно-Казахстанская	6	3	-	1	2	1	2	1
18	город Астана	3	1	-		1		2	0
19	город Алматы								0
20	город Шымкент								0
	Всего	190	37	5	43	31	38	78	42

Источник: Qoldau