



ҚАЗАҚСТАН ҰЛТТЫҚ БАНКІ

АҚША НАРЫҒЫ МЕН МБҚ НАРЫҒЫ
МӨЛШЕРЛЕМЕЛЕРІНІҢ
ҚАЗАҚСТАНДАҒЫ НЕГІЗГІ БАНКТІК
ӨНІМДЕРДІҢ ҚҰНЫНА ӘСЕРІ:
ЭМПИРИКАЛЫҚ БАҒАЛАУ

Ақша-кредит саясаты департаменті

№2026-7 экономикалық зерттеу

Б. Сейдахметова, М. Шамшиев, Б. Шамар, А. Жүзбаев

Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің (бұдан әрі – ҚРҰБ) экономикалық зерттеулері мен талдамалық жазбалары ҚРҰБ зерттеу нәтижелерін, сондай-ақ ҚРҰБ қызметкерлерінің басқа да ғылыми-зерттеу жұмыстарын таратуға арналған. Экономикалық зерттеулер пікірталасты ынталандыру үшін таратылады. Құжатта аталған пікір авторлардың жеке ұстанымын білдіреді және ҚРҰБ ресми ұстанымына сәйкес келмеуі мүмкін.

Ақша нарығы мен МБҚ нарығы мөлшерлемелерінің Қазақстандағы негізгі банктік өнімдердің құнына әсері: эмпирикалық бағалау
2026 жылғы маусым

NBRK – WP – 2026 –7

© National Bank of the Republic of Kazakhstan (2026). Барлық құқықтар сақталған. Бір параграфтан аспайтын қысқаша үзінділерді дереккөзге сілтеме болған кезде автордың рұқсатынсыз алуға болады.

ISSN: 2789-150X

Ақша нарығы мен МБҚ нарығы мөлшерлемелерінің Қазақстандағы негізгі банктік өнімдердің құнына әсері: эмпирикалық бағалау

Б. Сейдахметова¹.

М. Шамшиев².

Б. Шамар³.

А. Жүзбаев⁴.

Аннотация

Осы зерттеу ақша нарығы мен мемлекеттік бағалы қағаздар нарығы (бұдан әрі – МБҚ) мөлшерлемелерінің Қазақстандағы негізгі банк өнімдерінің құнына әсерін көзбен шолып, эмпирикалық талдауға арналған. Зерттеудің негізгі мақсаты – монетарлық саясаттың трансмиссиялық тетігінің пайыздық арнасының осы элементтерінің жұмыс істеу тиімділігінің дәрежесін талдау мен бағалау. Зерттеу барысында банктік өнімдер мөлшерлемелерінің VAR модельдері негізінде TONIA мөлшерлемесі (базалық мөлшерлеменің проксиі) мен МБҚ кірістілігі өзгеруіне импульстік реакциялары бағаланды. Талдау нәтижелері бойынша әртүрлі мерзімділігі бар заңды тұлғалардың депозиттері мен кредиттері бойынша мөлшерлемелер, сондай-ақ Отбасы Банкке және «7-20-25» бағдарламасына қатысты емес «нарықтық» ипотекалық мөлшерлеме TONIA мөлшерлемесінің өзгеруіне елеулі түрде тәуелділігі анықталды. Бұл ретте TONIA мөлшерлемесінің ипотека бойынша жалпы мөлшерлемеге және тұтынушылық кредиттер бойынша мөлшерлемелерге әсер етуі шамалы. МБҚ кірістілігінің халыққа арналған кредиттік мөлшерлемелерге және ипотека бойынша «нарықтық» мөлшерлемеге әсері елеусіз болды. Сонымен қатар, 1 жылға дейінгі МБҚ аукциондық мөлшерлемелерінің 1% п.т. өзгеруі бизнеске берілетін кредиттер бойынша мөлшерлеме айтарлықтай өсуіне алып келеді. Алынған қорытындылар ақша-кредит саясатының тиімділігін одан әрі арттыру шеңберінде пайдаланылуы мүмкін.

Негізгі сөздер: МБҚ кірістілігі, бастапқы аукциондардың кірістілігі, МБҚ кірістілігінің индексі, импульстік әсері, депозиттер бойынша мөлшерлеме, ипотека бойынша мөлшерлеме, жеке тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлеме, заңды тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлеме, NS, TONIA, VAR-моделі

JEL-жіктеу C3, C32, E43, E52

¹ Баян Сейдахметова – Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі, Ақша-кредит саясаты департаменті, монетарлық талдау басқармасы бастығының орынбасары. E-mail: Bayan.Seidakhmetova@nationalbank.kz

² Мұрат Шамшиев – Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі, Ақша-кредит саясаты департаменті, монетарлық талдау басқармасы бастығының орынбасары. E-mail: Murat.Shamshiyev@nationalbank.kz

³ Бауыржан Шамар – Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі, Ақша-кредит саясаты департаменті, монетарлық талдау басқармасы бастығының орынбасары. E-mail: Bauyrzhan.shamar@nationalbank.kz

⁴ Адам Жүзбаев – Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі, Ақша-кредит саясаты департаменті, монетарлық талдау басқармасының бастығы. E-mail: Adam.Zhuzbayev@nationalbank.kz

Мазмұны

Кіріспе	5
1. Әдебиетке шолу	6
2. Кредиттік және депозиттік мөлшерлемелерді тарихи талдау	9
3. Зерттеу әдіснамасы және пайдаланылған деректер	20
4. Нәтижелерді талқылау	24
Қорытынды	34
Әдебиет тізімі	37

Кіріспе

Табысты ақша-кредит саясатын (бұдан әрі – ЖБП) жүргізу трансмиссиялық тетіктің жұмыс істеу тиімділігінің дәрежесіне байланысты. Инфляциямен табысты күресу үшін трансмиссиялық тетіктің көптеген арналарының, оның ішінде оның басты элементі – пайыздық арнаның толыққанды жұмыс қабілеттілігі қажет. Қол жеткізілген жетістікке қарамастан, қазіргі уақытта Қазақстанда базалық мөлшерлеме мен ақша нарығының мөлшерлемесінің банк өнімдерінің құнына және қаржы нарығының мөлшерлемелерінің құнына толыққанды әсер етуіне кедергі келтіретін аспектілер әлі де сақталып отыр. Мұндай факторлардың қатарына жеңілдігі бар мөлшерлемелерімен кредиттер, оның ішінде квазимемлекеттік ұйымдардан кредиттер, бөліп-бөліп төлеу тетіктерінің пайда болуынан және серпінді дамуынан банк өнімдерін трансформациялау және цифрландыру, жеткілікті дамымамаған қор нарығы, нашар реттелген инфляциялық күтулер, қаржылық сауаттылықтың жеткіліксіз деңгейі және т.б. жатады. Сондықтан пайыздық арнаның осы тізбегін күшейту бойынша әлі де қажырлы әрі жүйелі жұмыс қажет.

Осы зерттеудің мақсаты – ақша нарығы мен МБҚ нарығы мөлшерлемелерінің негізгі банк өнімдерінің құнына әсер етуіне графикалық және эмпирикалық талдау жүргізу.

Әртүрлі жиіліктегі депозиттер мен кредиттер, сондай-ақ МБҚ нарығындағы кірістілік бойынша мөлшерлемелер зерттеу мәні болып табылады.

Зерттеу барысында ақша нарығы мөлшерлемелерінің депозиттік және кредиттік мөлшерлемелерге әсер етуіне, сондай-ақ МБҚ кірістілігінің «нарықтық» ипотекалық мөлшерлемелерге және бизнеске берілетін кредиттері бойынша мөлшерлемелерге әсер етуіне сандық бағалау алынды.

Зерттеудің өзектілігі пайыздық арна ақша-кредит саясатының инфляциялық процестерді қалыптастыруға ықпал етуінің негізгі арнасы болып табылуына негізделеді. Бұдан басқа, 2018 жылдан бастап пайыздық арнаның қаралып отырған тізбегін толыққанды эмпирикалық бағалау шамамен жүргізілмеген. Сонымен қатар, осы уақытқа дейін инфляциялық таргеттеуді жүргізудің 10 жылдан астам кезеңіне деректер жинақталған, бұл пайыздық арнаның жұмыс қабілеттілігі бойынша бағалауды жаңартуға мүмкіндік береді. Алынған эмпирикалық нәтижелер АКС бойынша неғұрлым оңтайлы шешімдер қабылдауға мүмкіндік береді.

Зерттеудің бірінші бөлігінде басқа елдерде (оның ішінде АКС-ның банктік өнімдер бойынша мөлшерлемелерге әсері бойынша) және Қазақстанда пайыздық арнаның жұмыс істеуі бойынша әдебиетке шолу келтірілген. Екінші бөлім ақша нарығы мөлшерлемелерінің және банк өнімдері бойынша пайыздық мөлшерлемелердің тарихи динамикасын графикалық талдауға арналған. Үшінші бөлікте VAR-моделінің импульстік жауаптарын қолдана отырып, негізгі банк өнімдерінің құнына ақша нарығы мен МБҚ мөлшерлемелерінің әсерін сандық бағалау нәтижелері ұсынылған. Қорытындыда алынған нәтижелер талқыланады.

1. Әдебиетке шолу

Ақша нарығы мен МБҚ нарығы мөлшерлемелерінің банктік өнімдердің құнына әсері бойынша пайыздық арна және оның тізбектері ақша-кредит саясаты трансмиссиясының негізгі тетіктерінің бірі болып табылады, ол арқылы орталық банктің негізгі мөлшерлемені өзгертуі ең алдымен қаржы нарығының барлық сегменттеріндегі мөлшерлемелер деңгейіне әсер етеді, кейіннен экономикалық белсенділік пен инфляциялық процестерге ықпал ету үшін бастапқы серпінді қалыптастырады. Пайыздық арнаның теориялық базасы неокейнсиан модельдеріне негізделген, ондағы пайыздық мөлшерлемелер макроэкономикалық ауыспалыларға ықпал етудің басты құралы болып табылады. Mishkin (1995) сәйкес, орталық банк пайыздық мөлшерлемені көтере отырып, қарыз алуды барынша қымбаттатады, бұл бизнес пен үй шаруашылықтары тарапынан кредиттерге деген сұранысты төмендетеді. Жақсы жұмыс істейтін қаржы жүйесінде негізгі мөлшерлеменің өзгеруі тез және әсер етуінің жоғары дәрежесімен депозиттер, кредиттер және басқа да қаржы құралдары бойынша нарықтық мөлшерлемелерде көрініс табуы тиіс.

Дамыған елдердегі эмпирикалық зерттеулер банк өнімдерінің мөлшерлемелеріне монетарлық саясаттың әсері бөлігінде пайыздық арнаның жұмыс істеуінің ауқымды дәлелдерін ұсынады. Мысалы, АҚШ-тың коммерциялық банктерінің деректеріне негізделген Drechsler және басқаларды зерттеу (2017) Федералдық резервтік жүйенің негізгі мөлшерлемені 1 п.т. өсіруі бір тоқсан ішінде депозиттер бойынша мөлшерлемелердің 0,4-0,6 п.т. өсуіне алып келетінін көрсетті. Бұдан басқа, авторлар пайыздық саясаттың әсер ету тиімділігі орталық банктің шешіміне ғана емес, банк секторының құрылымына да байланысты екенін атап өткен. Атап айтқанда, нарықта көшбасшы және елеулі ықпалы бар банктер депозиттер бойынша пайыздық мөлшерлемелерді көтеруге бейім еместігі анықталды. Бұл, бір жағынан, олардың табыстылығы өсуіне ықпал етеді, екінші жағынан, жаңа салымдар әкелінуін шектейді.

Hanson және Stein (2015) зерттеуінде ұзақ мерзімді қаржы құралдарының орталық банк саясатындағы өзгерістерге, әсіресе пайыздық мөлшерлемелер трансмиссиясы контексіндегі өзгерістерге асқан тәуелділігі атап көрсетіледі. Атап айтқанда, АҚШ-тың 10 жылдық мемлекеттік облигацияларының кірістілігі 1 п.т. өскен кезде белгіленген мөлшерлемесі бар ипотекалық кредиттер бойынша орташа мөлшерлеме шамамен 0,9 п.т. ұлғаяды, бұл ұзақ мерзімді нарықтық мөлшерлеме мен жеке кредиттеу шарттары арасындағы тығыз байланысты білдіреді. Бұл ретте авторлар кредиттер құнының өсуі тұрғын үйдің қолжетімділігі мен қаржылық тұрақтылыққа айтарлықтай әсер ететін борыштық жүктемесі жоғары үй шаруашылықтарының жоғары осалдығын атап өтеді. Осылайша, монетарлық саясаттың пайыздық арнасының бастапқы тізбектері макроэкономикалық әсер ету контексінде ғана емес, әлеуметтік салдар тұрғысынан да маңыздылығы бар.

Angeloni және басқалары (2003) Еуроаймақтағы монетарлық саясатқа

әсер ету тетіктеріне талдау жүргізеді және классикалық пайыздық арна қаржы жүйесі дамыған елдерде елеулі ықпал ететінін көрсетеді. Сонымен қатар, қаржы нарықтары аз дамыған елдерде пайыздық мөлшерлемелер трансмиссиясының әсері әлсіз және кідіріспен көрініс табады. Бұл тұжырымдар Халықаралық валюта қорының зерттеуінде (2024) расталады, онда банк секторындағы бәсекенің әлсіздігі кредиттеудің шектеулі мүмкіндіктері кезінде депозиттердің артық көлеміне қосымша банктердің ақша-кредит саясатын қатаңдатуға жауабы ретінде депозиттік мөлшерлемелерді көтеруге ынталандыруын әлсірететіні көрсетілген. Нәтижесінде мұндай елдерде пайыздық арна әсіресе депозиттер бойынша мөлшерлемелерге әсер ету бөлігінде шамалы тиімсіз жұмыс істейді.

Ұқсас заңдылықтарды басқа да дамыған экономикаларда байқауға болады. Мысалы, Ұлыбританияда пайыздық арнаның тиімділігі де базалық мөлшерлеме өзгеруінің тұтынушылық және ипотекалық кредиттер бойынша мөлшерлемелерге жоғары әсер ету деңгейін көрсетеді. Англия Банкінің (2024) деректеріне сәйкес негізгі мөлшерлеменің өзгеруі шамамен бір тоқсан ішінде жеке және ипотекалық мөлшерлемелерде толық көрініс табады. Әсіресе құбылмалы пайыздық мөлшерлемесі бар кредиттер тез ден қояды, олар үшін әсер ету коэффициенті өнімнің түріне қарай 0,8 п.т. бастап 1,0 п.т. дейін болады. Банк нарығындағы жоғары бәсекелестік деңгейі және дамыған қаржы инфрақұрылымы Ұлыбританиядағы пайыздық арнаның осы элементтерін дамыған экономикалар арасында неғұрлым тиімді және жеделділердің біріне айналдырады.

Экономикасы өтпелі және қаржы нарықтары аз дамыған елдерде пайыздық арнаның бастапқы тізбектерінің тиімділігі көбінесе шектеулі болады. Бұл институционалдық әлсіздіктерге, сол сияқты қаржы нарықтарының тереңдігі мен өтімділігінің жеткіліксіздігіне байланысты. Моисеев (2017) Ресейдің тәжірибесін талдай отырып, банкаралық нарықтың жетілмегендігі және белсенді қатысушылардың шектеулі тобы жағдайында банктер мен банктік емес сектордың әрекеттеріне негізгі пайыздық мөлшерлеме әсерінің берілуі қиын екенін көрсетеді. Жалпы алғанда, жекелеген күндерде банкаралық мәмілелер болмауы мүмкін, бұл нарықтық пайыздық мөлшерлемені дұрыс есептеудің мүмкін болмауына әкеледі, ақша нарығының нақты экономикамен байланысын әлсіретеді және жекелеген қатысушылар жағынан айла-шарғы жасау тәуекелін туындатады. Рабинович және басқалар (2025) 2023-2024 жылдары Ресейде ақша-кредит саясатының пайыздық арнасының жұмыс істегенін атап өтті, алайда оның тиімділігі сыртқы күтпеген өзгерістердің әсерімен, геосаяси белгісіздікпен, жекелеген эмитенттерге қарсы санкциялардың енгізілуімен және т.б. шектелді. Бұл ретте пайыздық арнаның жұмысын шектейтін ең маңызды фактор – жеңілдікті бағдарламалардың, атап айтқанда бөлшек сегменттегі жеңілдікті ипотека бағдарламаларының кең таралуына байланысты әсері.

Franzén және басқалардың (2018) пікірінше орталық банктің негізгі мөлшерлемесі өзгерістерінің Индонезиядағы нарықтық пайыздық мөлшерлемелерге әсері толық емес және кешігіп жетеді. Мәселен, орталық

банктің базалық мөлшерлемесінің төмендеуі кредиттер бойынша мөлшерлемелердің бір жылға дейін кешігумен өзгерістен 40-60%-ға ғана азаюына әкеледі. Әсердің төмен болу себептеріне банк секторындағы әлсіз бәсекелестік, банкаралық нарықтың шектеулі өтімділігі, банк міндеттемелері құрылымындағы депозиттік қаржыландырудың жоғары үлесі, сондай-ақ РЕПО нарығын қоса алғанда, ақша нарығы операцияларының жеткілікті дамымаған инфрақұрылымы жатады. Сонымен қатар долларландырудың жоғары деңгейі және валюта бағамының тұрақсыздығы инфляциялық күтулерді тұрақтандырғыш ретінде пайыздық саясатқа деген сенімге нұқсан келтіреді.

Оразалиннің зерттеуі (2018) талданып отырған кезеңде (2008-2017 жж.) Қазақстандағы пайыздық арнаның тиімділігі айырбастау бағамының арнасымен салыстырғанда төмен екенін көрсетеді, бұл экономика мен қаржы секторының бірқатар құрылымдық ерекшеліктеріне, оның ішінде долларландырудың жоғары деңгейіне, жеке тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелерді реттеуге, жеңілдікті бағдарламалардың басым болуына және т.б. байланысты. Қазақстан Республикасының ақша-кредит саясатының 2030 жылға дейінгі стратегиясында (ҚР Ұлттық Банкі, 2023) пайыздық саясаттың банк өнімдерінің құнына әсері ақша нарығында артық өтімділіктің болуымен шектелетіні, бұл банктер үшін мөлшерлемелерді түзетуге ынталандыруды төмендететіні атап көрсетілген. Сонымен қатар кредиттеу нарығында ресурстардың әділ құнының бұрмалануы, оның ішінде қалыптасқан нарықтық кірістілік қисығының болмауына байланысты бұрмалануы байқалады. Дегенмен, белгіленген шектеулерге қарамастан, пайыздық арна ақша-кредит саясатының инфляциялық процестерге әсер етуінің негізгі тетігі ретінде танылады және реттеушінің жоспарланған шараларының көп бөлігі оның тиімділігін арттыруға бағытталған.

ҚР Ұлттық Банкінің ақша-кредит саясаты туралы баяндамасына (2023) сәйкес, TONIA мөлшерлемесінің өзгеруі қысқа мерзімді депозиттер мен заңды тұлғалардың кредиттеріне барынша әсер еткені байқалады, олар бойынша мөлшерлемелер ақша-кредит шарттарының қатаңдатылуына жауап ретінде көтеріледі. Пайыз өзгерістерінің бөлшек секторға да, әсіресе жеке тұлғалардың салымдарына әсері байқалады, алайда үй шаруашылықтарына берілетін кредиттерге, әсіресе тұтынушылық кредиттеу сегментінде әсер дәрежесі әлсіз көрінеді.

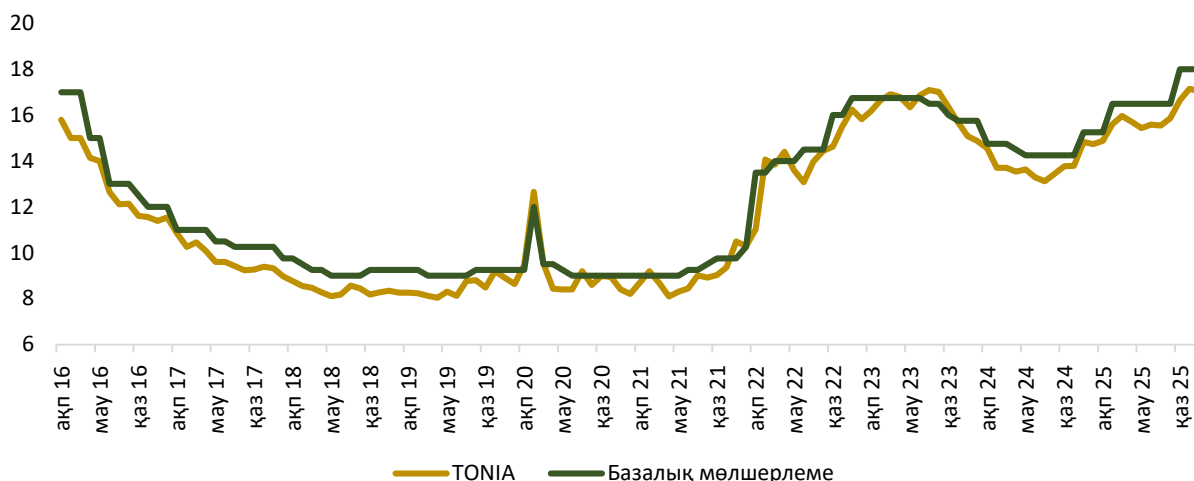
Осылайша, қаржы жүйесі дамыған елдерде (АҚШ, Ұлыбритания, Еуроаймақ) пайыздық трансмиссия ықпал етудің жоғары дәрежесін көрсетеді, өйткені негізгі мөлшерлеменің өзгеруі нарықтық мөлшерлемелерде тез көрінеді. Пайыздық арнаның осы элементінің тиімділігі банк секторындағы жоғары бәсекелестік, дамыған бағалы қағаздар нарығы және орталық банктің әрекеттеріне тұрақты сенімділік жағдайында күшейеді. Экономикасы өтпелі және қаржы нарықтары аз дамыған елдерде негізгі мөлшерлеменің өзгерістері кешігумен және төмен амплитудамен әсер етеді, ал кредиттер мен депозиттер бойынша мөлшерлемелерге әсер дәрежесі долларландыру, бәсекелестік деңгейі және қаржылық инфрақұрылымның дамуы сияқты институционалдық

факторларға айтарлықтай тәуелді.

2. Кредиттік және депозиттік мөлшерлемелерді тарихи талдау

Инфляциялық таргеттеуге көшкен сәттен бастап TONIA ақша-кредит саясатының жедел индикаторы болады және экономикадағы ақшаның ағымдағы құнын көрсетеді, бұл оны осы жұмыста базалық мөлшерлеме үшін прокси-айнымалы ретінде пайдалануға мүмкіндік береді (1-сурет).

1-сурет. Базалық мөлшерлеме және TONIA



TONIA мен кредиттер және депозиттер бойынша мөлшерлемелердің арасындағы спрэд ақша-кредит саясатының трансмиссия тиімділігінің және базалық мөлшерлеменің банк өнімдерінің мөлшерлемелеріне әсерінің маңызды индикаторы болады. Ол базалық мөлшерлеме өзгерістерінің қарыз алушылар мен салымшылар үшін соңғы шарттарға қаншалықты тез және толық әсер ететінін бағалауға мүмкіндік береді. Кредиттік спрэд тәуекел үшін сыйлықақыны, шығасыларды және баға белгілеу ерекшеліктерін көрсетеді, ал депозиттік спрэд банк жүйесіндегі бәсекелестік пен өтімділік деңгейін көрсетеді. Осы спрэдтер динамикасы мен құрылымын талдау монетарлық импульс әсерінің қай сегменттерде мейлінше тиімді екенін және оның қай жерде әлсірегенін немесе бұрмаланғанын анықтауға көмектеседі.

Кредиттер бойынша мөлшерлемелерді талдау

TONIA мөлшерлемесі мен заңды тұлғалардың кредиттік мөлшерлемелері арасындағы спрэд оң болады және кредиттеу мерзіміне байланысты әр түрлі динамиканы көрсетеді. Бұл ретте мөлшерлемелердің жалпы тренді жекелеген күрт өзгеру кезеңдерін қоспағанда, TONIA өзгеру динамикасымен бір бағытты көрсетеді. 2022 – 2023 жылдардағы мөлшерлеменің айтарлықтай өсуі кезеңдеріндегі алшақтықтар ерекше байқалады, бұл кезде банктік мөлшерлемелер әрдайым базалық мөлшерлемемен синхронды түрде қатар жүре бермейді және спрэд салыстырмалы түрде аз болды (2 және 3-суреттер). Бұл ақша-кредит

саясатының шешімдеріне және олардың мөлшерлемелерге әсеріне байланысты тосын әсерді ішінара көрсетуі мүмкін.

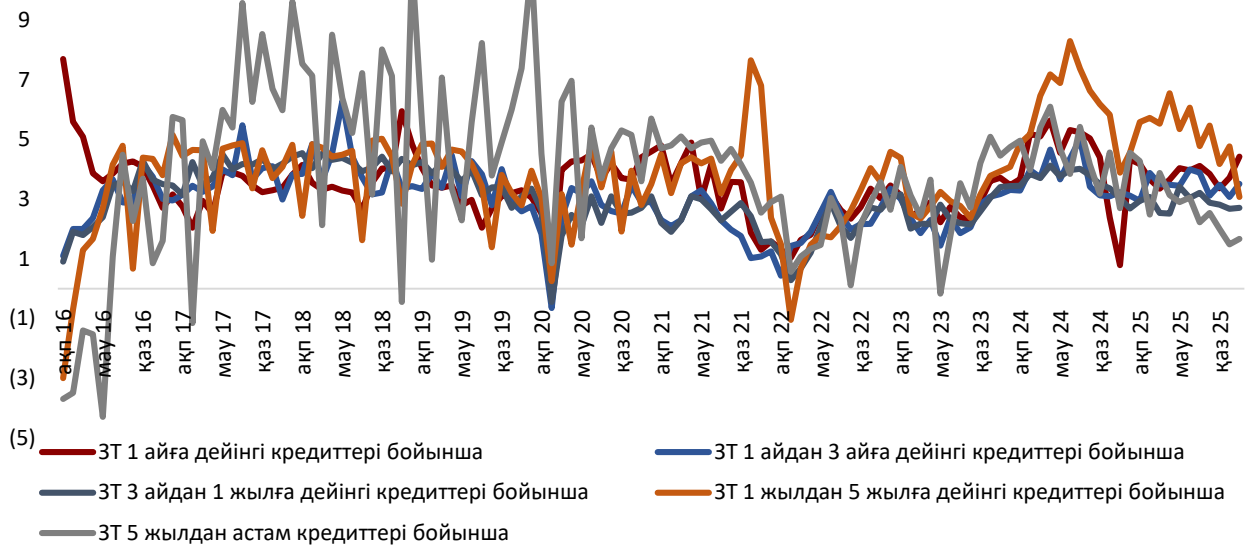
Тұтастай алғанда, кредит мерзімі неғұрлым қысқа болса, TONIA мөлшерлемесінің өзгеруі соғұрлым жылдам және күшті әсер етеді. Мерзімі ұзарған сайын әсері инертті болады, ал спрэд құбылмалы болады. Бұл негізді, өйткені қысқа мерзімді сегментте қарыз алу шарттары жиі жаңартылып отырады, ал кредиттердің өзі қорландыру құнының өзгеруіне тәуелді бизнестің операциялық мақсаттарын жабуға бағытталған.

1 жылға дейінгі қысқа мерзімді кредиттер үшін спрэд салыстырмалы түрде тұрақты болып қалады. Бұл қысқа мерзімді кредиттер мөлшерлемелеріне ақша құнының өзгеруі тез әсер ететіндігін көрсетеді.

Мәселен, мысалы, 1,1 пайыздық тармаққа төмен стандартты ауытқу кезінде 1 айға дейінгі сегменттегі заңды тұлғалардың кредиттері бойынша орташа спрэд 3,5 пайыздық тармақты құрайды, бұл жоғары тұрақтылықты және АКС өзгеруіне жылдам реакцияны білдіреді. 1 айдан 3 айға дейінгі және 3 айдан 1 жылға дейінгі сегменттер де тиісінше 3,1 пайыздық тармақта және 3,0 пайыздық тармақта орташа спрэд пен төмен құбылмалылықты (1,0 пайыздық тармақ стандартты ауытқу) көрсетеді (қосымша, 1-сурет).

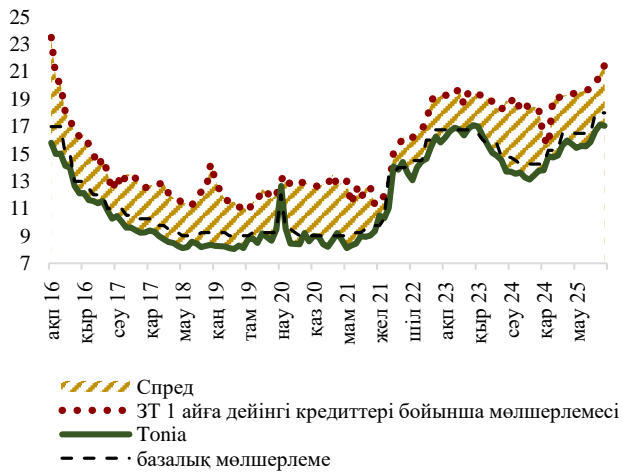
1 жылдан бастап және одан жоғары, әсіресе 2020 жылға дейінгі кезеңде сегменттің мөлшерлемелері ең жоғары құбылмалылық көрсетеді. Мысалы, 5 жылдан астам сегментте спрэдтің орташа мәні 3,9 пайыздық тармақты құрайды, бірақ стандартты ауытқу 2,7 пайыздық тармаққа дейін жетеді, бұл мәндердің айтарлықтай алшақтығын көрсетеді. Болжам бойынша бұл жайт осы сегменттегі кредиттеудің жеке шарттарына байланысты, өйткені ұзақ мерзімді кредиттер өтімді кепілмен қамтамасыз етудің болуын және кәсіпорын қызметі бойынша есептіліктің мейлінше ұзақ мерзімін ескере отырып, сирек беріледі және ірі қарыз алушыларға берілуі мүмкін. Сонымен қатар мөлшерлемелердің динамикасына қарыз алудың нарықтық құнын бұрмалайтын және мәндердің алшақтығын күшейтетін жеңілдікті бағдарламалардың болуы әсер етуі мүмкін.

2-сурет. TONIA мөлшерлемесі мен заңды тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлеме арасындағы спред

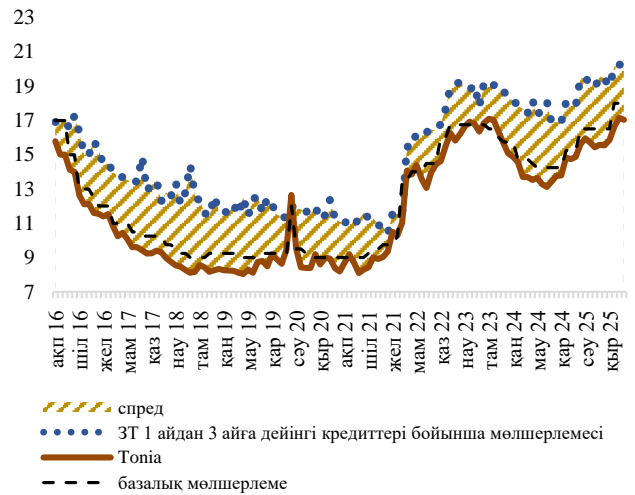


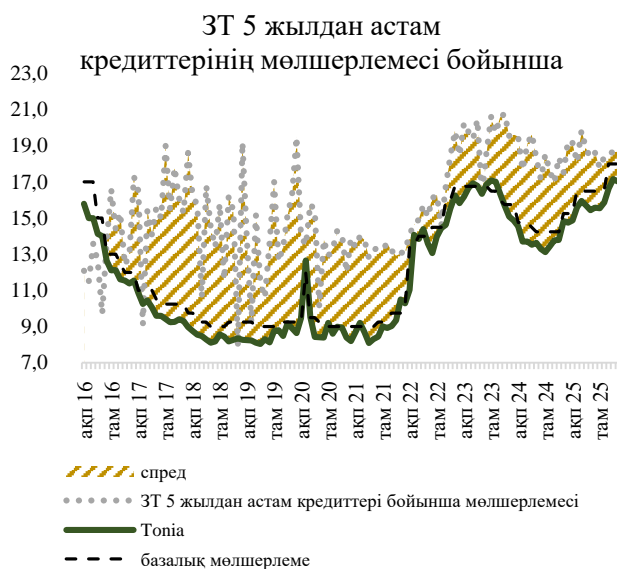
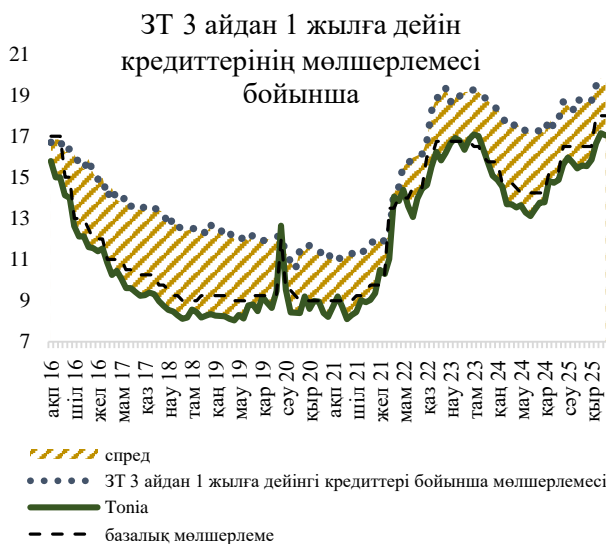
3-сурет. TONIA мөлшерлемесі мен заңды тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлеме арасындағы спред

ЗТ 1 айға дейінгі кредиттері бойынша



ЗТ 1 айдан 3 айға дейінгі кредиттері бойынша





TONIA мөлшерлемесі мен жеке тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлеме арасындағы спредтер корпоративтік сегменттермен салыстырғанда неғұрлым аз білінетін тұрақтылықты көрсетеді (4 және 5-суреттер). 2022-2023 жылдардағы мөлшерлемелердің жалпы өсуіне қарамастан, бөлшек сауда мөлшерлемелері TONIA серпініне әрдайым ілесе бермейді, бұл осы сегменттің қысқа мерзімді пайыздық ауытқуларға сезімталдығының төмендігін көрсетеді. Бұл әсіресе мемлекеттік жеңілдікті бағдарламалардың әсері бар, сондай-ақ бөліп төлеудің әсері байқалатын ипотекалық және орта мерзімді тұтынушылық кредит беру сегментінде ерекше байқалады.

Жеке тұлғаларға 1 айға дейінгі мерзімге берілген қысқа мерзімді кредиттер TONIA мөлшерлемесіне қатысты салыстырмалы жоғары маржаны көрсетеді. Спредтің орташа деңгейі 11,4 п.т. медианалық мәні және 5,2 п.т. стандартты ауытқуы кезінде 12,1 п.т. құрайды, бұл тәуекел үшін елеулі сыйлықақыны және мөлшерлеме динамикасындағы жоғары тұрақсыздықты көрсетеді. Мұндай шама сегменттің ерекшелігіне негізделген, өйткені қарыз алушылар қарыздардың қысқа мерзімді сипатына байланысты неғұрлым

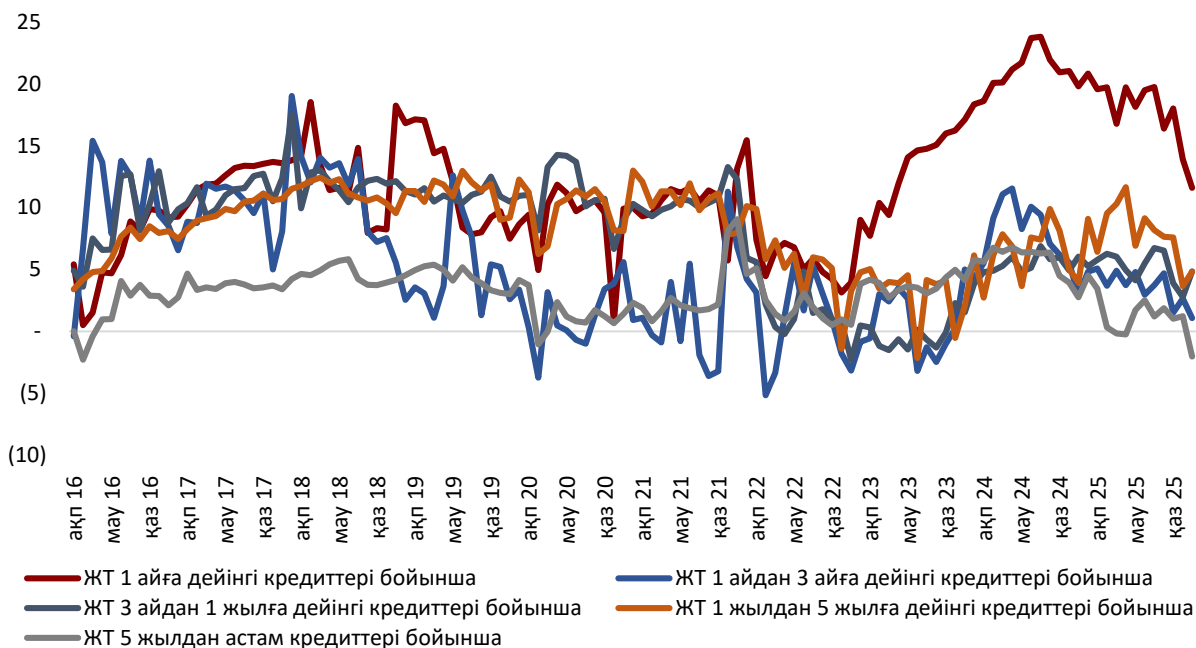
жоғары пайыздық мөлшерлемеге қызмет көрсетуге дайын болуы мүмкін. Бұл ретте 2023-2024жж. базалық мөлшерлеменің төмендеуі кезеңінде де спредтің өсу үрдісі байқалады. Бұл жеке кәсіпкерлер мен халық үшін қарыз алуды цифрландырудың өсуіне байланысты болуы мүмкін, өйткені, осы кредиттерге қолжетімділіктің артуына қарамастан, олар бір мезгілде әрекет тәуекелдерін күшейтеді және қарыз алудың қымбаттауына әкеледі.

Жеке тұлғалар кредиттері мерзімінің ұлғаюына қарай спредтер төмендейді, медианалық мәндер орташаға жақын, бірақ бәрібір жоғары болып қалады (3 айға дейін – шамамен 5 п.т., 3 айдан астам және 5 жылға дейін – 9 п.т.). Бұдан басқа, олар сондай-ақ жоғары құбылмалылықты көрсетеді, бұл осы сегментте бөліп төлеудің, жасырын комиссиялардың және «нөлдік» мөлшерлемелердің неғұрлым кең таралуымен байланысты. Формальды түрде спредтер төмен, бірақ кредиттің тиімді құны осындай статистикалық ерекшеліктерге байланысты бұрмаланған.

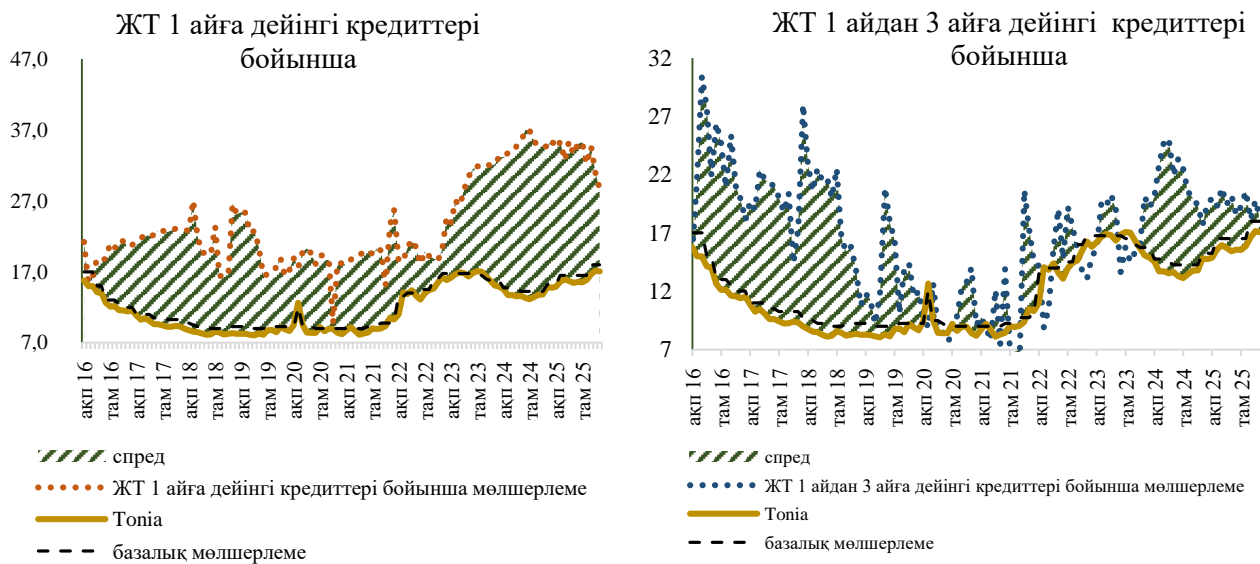
Ұзақ мерзімді кредиттер (5 жылдан астам), керісінше, TONIA мөлшерлемесіне ұқсас серпінді көрсетеді және салыстырмалы түрде төмен спредке ие (орташа алғанда 3,1 п.т.), бұл көбінесе тұрғын үй бағдарламалары шеңберінде төмен мөлшерлеменен берілетін ипотекалық қарыздардың басым болуына байланысты болуы мүмкін. Бұл ретте ипотека бойынша мөлшерлемелер базалық мөлшерлеменің өзгеруіне әртүрлі әсер етеді. Осылайша, жеңілдікті бағдарламаларды қамтитын жалпы мөлшерлеме көбінесе осы бағдарламалардағы өзгерістерге әсер етеді (мысалы, 2023 жылдан бастап «7-20-25» бағдарламасы бойынша қаржыландырудың елеулі қысқаруы), ал TONIA-ға нарықтық (тазартылған) ипотека мөлшерлемесінің арасындағы спред аз құбылмалы.

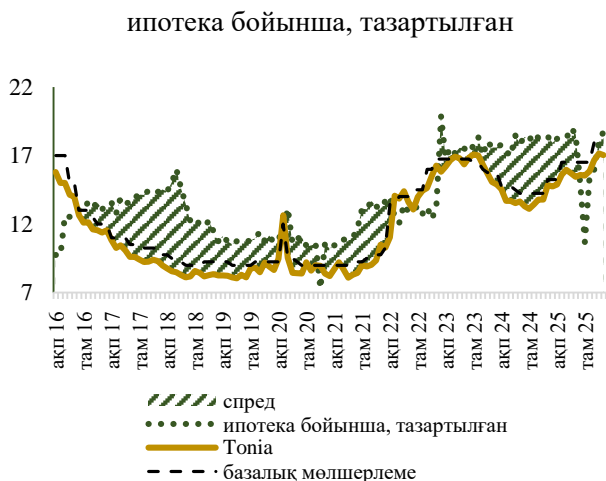
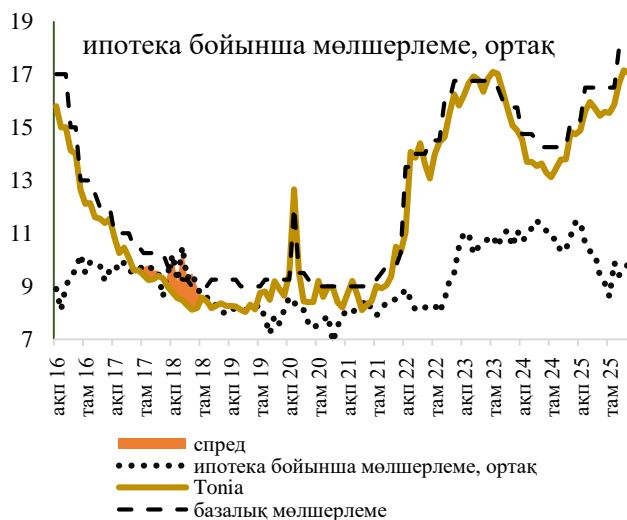
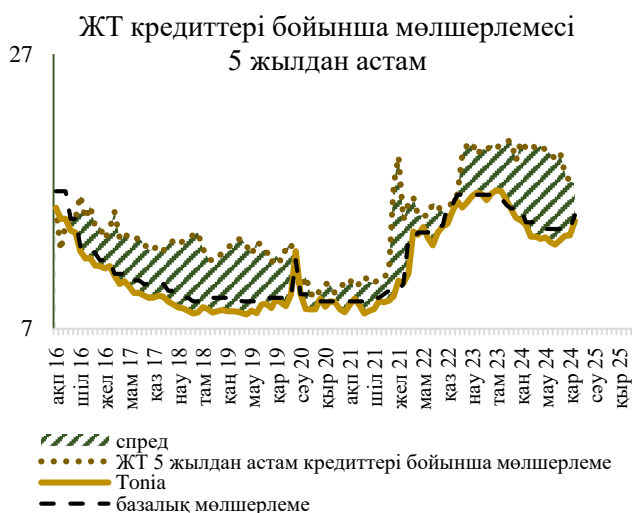
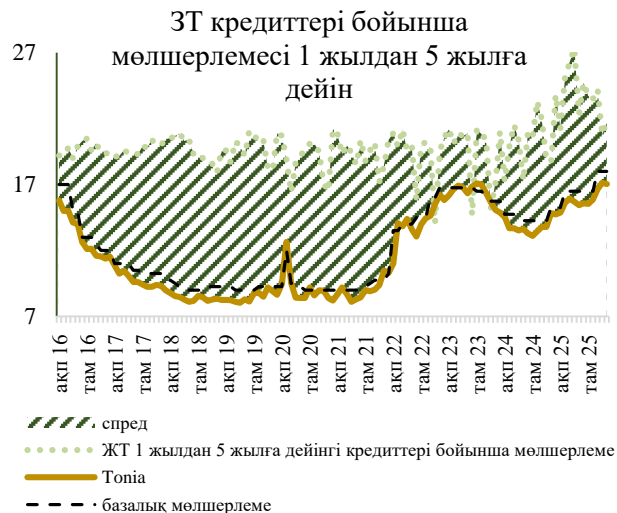
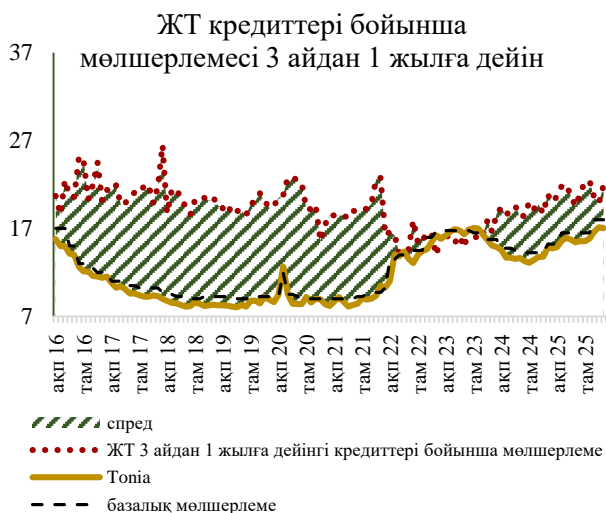
Осылайша, бөлшек кредиттер қысқа мерзімді мөлшерлемеге ішінара тәуелсіз динамикамен сипатталады. Мұнда мөлшерлеме нарықтық жағдайлардың ғана емес, сонымен қатар нарықтық емес факторлардың, оның ішінде реттеуші шешімдердің, құрылымдық саясаттың және үй шаруашылықтарының күтулерінің ықпалымен қалыптасады (эмпирикалық бағалау бойынша келесі бөлімде мөлшерлеменің осындай қолданысының себептері неғұрлым егжей-тегжейлі қаралады).

4-сурет. TONIA мөлшерлемесі мен жеке тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлеме арасындағы спред



5-сурет. TONIA мөлшерлемесі мен жеке тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлеме арасындағы спред





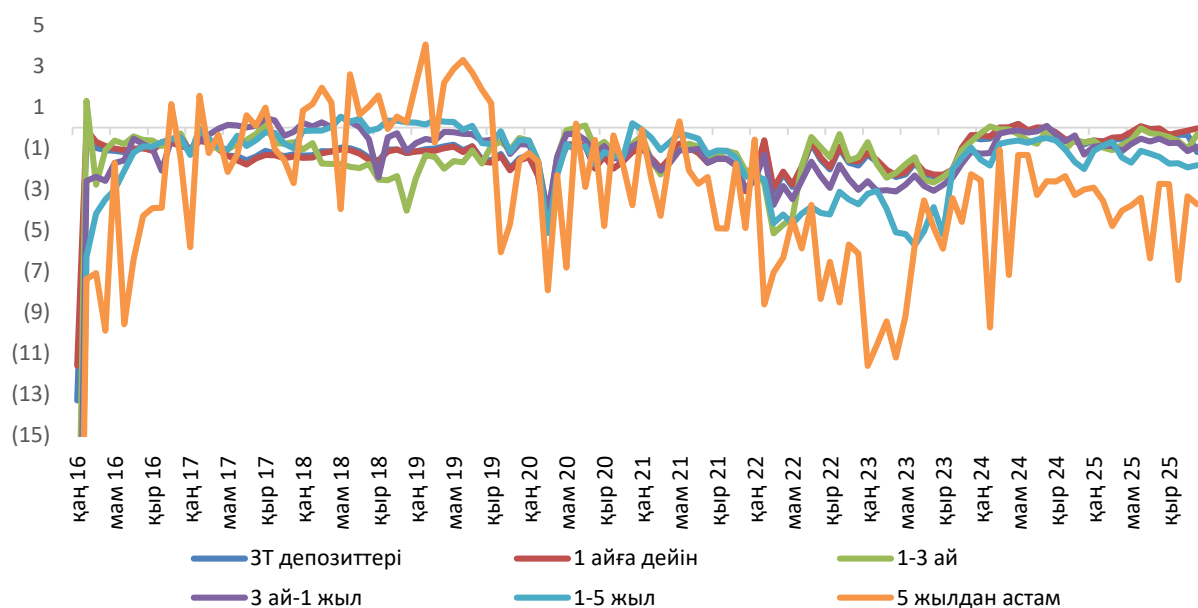
Депозиттер бойынша мөлшерлемені талдау

Қазақстандағы депозиттер бойынша мөлшерлеме өзгеруінің тарихи серпіні инфляциялық таргеттеуді енгізудің және тиісінше 2016 жылы базалық мөлшерлеме құралын енгізудің, 2020 және 2022 жылдардағы турбуленттік кезеңдердің әсерінен, пандемия және Ресей мен Украина төңірегіндегі

геосаяси жағдайдың шиеленісуі аясында, сондай-ақ ақша-кредит шарттарының өзгеруі аясында қалыптасты. Жеке тұлғалардың депозиттерінің құнына шекті мөлшерлемені реттеу қосымша әсер етті.

ИТ енгізудің басынан бастап 2019 жылға дейінгі кезең. Депозиттер бойынша мөлшерлеменің өзгеру серпініне 2015 жылы инфляциялық таргеттеу режиміне көшу айтарлықтай әсер етті. Теңгенің белгіленген бағамынан бас тарту инфляциялық және девальвациялық күтулердің өсуімен, сондай-ақ валюта және қаржы нарықтарындағы жоғары белгісіздікпен қатар орын алды. Мұндай жағдайда жаппай әкетуді болдырмау үшін банктер теңгелік салымдар бойынша мөлшерлемелерді көтере бастады. Заңды тұлғалардың қысқа мерзімді депозиттері бойынша мөлшерлеме (1 айға дейін) 2016 жылғы қаңтарда өзінің ең жоғары мәніне 31,3% жетті, бұл ретте мөлшерлеме мен TONIA арасындағы спред (-) 11,6 п.т. құрады. Дегенмен, 2016 жылғы ақпанда базалық мөлшерлеме 17% деңгейінде белгіленген соң және ақша нарығындағы құбылмалылық төмендегеннен кейін депозиттер бойынша мөлшерлеме тұрақталды. Депозиттер бойынша мөлшерлеме мен TONIA мөлшерлемесі арасындағы спредтердің мөлшері төмендеді: 2016 жылғы ақпаннан бастап 2019 жылғы желтоқсанға дейін заңды тұлғалардың салымдары бойынша қысқа мерзімді сегментте (1 жылға дейін) спредтер орташа алғанда 0,6 п.т. ауытқу кезінде (-)4,0 п.т. бастап (+)1,3 п.т. дейін болды (6 және 8-суреттер). Ұзақ мерзімді депозиттер (мерзімі бір жылдан астам) бойынша неғұрлым кең спред байқалды, ол 1,8 п.т. орташа ауытқу кезінде (-)10,0 п.т. дейін жетті.

6-сурет. TONIA мөлшерлемесі мен заңды тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлеме арасындағы спред



Жеке тұлғалардың салымдары бойынша мөлшерлеме мен TONIA мөлшерлемесі арасындағы спред осы кезеңде төмен деңгейімен және аздаған

құбылмалылығымен сипатталды (7 және 9-суреттер). Мерзімнің артуына қарай спредтердің мөлшері ұлғайды: 1 айға дейінгі сегментте орташа спред 1,34 п.т. стандартты ауытқу кезінде (-)1,9 п.т. құрады. Мерзімі 1-3 ай болатын салымдар бойынша спред 0,4 п.т. (стандартты ауытқуы 1,7 п.т.) оң болады, бұл мерзімдігі үшін сыйлықақының пайда болуын көрсетеді. 3-12 ай сегментінде спред 1,3 п.т. (1,5 п.т.) дейін, ал 1-5 жылдық ұзақ мерзімді салымдар бойынша 1,6 п.т. (2,0 п.т.) дейін ұлғаяды.

Осылайша, қаражатты орналастыру мерзімінің ұлғаюына қарай спредтердің ең қысқа сегменттегі теріс мәндерден орта және ұзақ мерзімді салымдардағы тұрақты оң сыйлықақыға дейінгі өсу құрылымы қалыптасады.

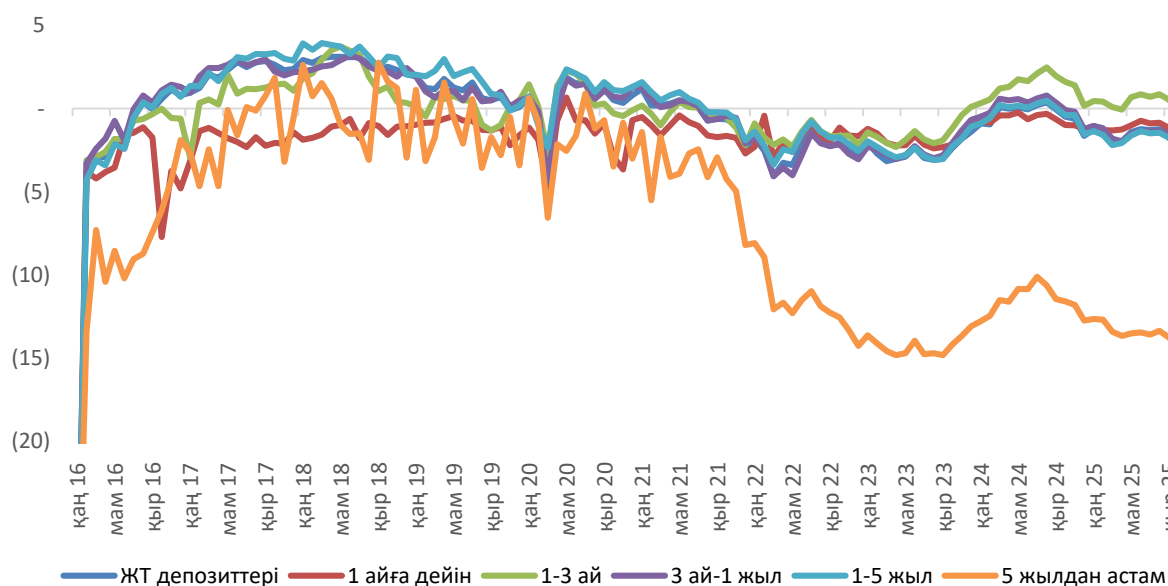
Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша салыстырмалы түрде аздаған құбылмалылық «Қазақстанның депозиттерге кепілдік беру қоры» АҚ (ҚДКҚ) тарапынан шекті мөлшерлемені реттеуге байланысты болды, ол реттеу банктердің халық үшін мөлшерлемені асыра көтеру мүмкіндігін шектеді. Жалпы алғанда, халықтың депозиттері бойынша нарықтық мөлшерлемелер біртіндеп реттеліп, TONIA мөлшерлемесінің траекториясымен үйлесті. Халық депозиттерінің құнына 2018 жылы неғұрлым жоғары мөлшерлемесі бар жинақ салымдарын енгізу, сондай-ақ мерзімділігіне, толықтыру талаптарына байланысты ҚДКҚ-ның салым санаттары бойынша (мерзімсіз, мерзімді, жинақ) шекті мөлшерлемелерді белгілеу әдіснамасындағы өзгерістер белгілі бір әсерін тигізді. Мерзімді емес салымдар мен мерзімді және жинақ теңгелік салымдардың кейбір санаттары бойынша шекті мөлшерлеме базалық мөлшерлемеге байланыстырылды, бұл оның нарықта ықпалын күшейтті.

2020-2022 жылдар кезеңі депозиттік мөлшерлемелер мен TONIA мөлшерлемесі арасында теріс спредтердің болуымен сипатталды, бұл жоғары белгісіздікке және макроэкономикалық жағдайлардың (COVID-19 пандемиясы, девальвациялық тәуекелдер, инфляцияның өсуі және геосаяси шиеленіс теріс спредтермен қатар жүрді) күрт өзгеруіне байланысты болды. Бұл әсіресе 2022 жылдың басында, жағдай күрт инфляциялық және геосаяси күйзелістермен шиеленіскен кезде байқалды, оған жауап ретінде базалық мөлшерлеме жедел түрде 16,75%-ға дейін көтерілді, алайда депозиттер бойынша кірістілік баяу өсті.

Заңды тұлғалар бойынша мерзімі 1 жылға дейінгі депозиттер бойынша орташа спредтер 0,8-1,3 п.т. шегінде стандартты ауытқу кезінде (-)1,6 п.т. бастап (-)1,8 п.т. дейін өзгерді, ал ұзақ мерзімді депозиттер бойынша (мерзімі 1-5 жыл) 2,1 п.т. жетті. Орналастыру мерзімі қысқа корпоративтік депозиттер аз құбылмалылықты көрсете отырып, нарықтық конъюнктураға неғұрлым жедел әсер етті.

Теріс спредтер бөлшек депозиттерде де тіркелді: орташа мәндер мерзімі 1 айға дейінгі депозиттерде (-)1,5 п.т. жетті, бұл ретте осы сегменттегі құбылмалылық салыстырмалы түрде жоғары болып қалды (стандартты ауытқу 1,8 п.т. дейін).

7-сурет. TONIA мөлшерлемесі мен жеке тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелер арасындағы спрэд



2023 – 2024 жылдар аралығындағы кезең. 2023 жылы базалық мөлшерлеменің жыл бойы жоғары деңгейде сақталуына қарамастан, банктер салымдардың кірістілігін көтерген жоқ (монетарлық саясаттың жеңілдеуін күткен болуы мүмкін), бұл іс жүзінде барлық сегментте депозиттік мөлшерлеме мен TONIA мөлшерлемесі арасындағы айқын теріс спредтердің сақталуына әкелді: заңды тұлғалар бойынша спредтің орташа мәні (-)1,9 п.т., жеке тұлғалар бойынша – (-) 2,6 п.т. болды. Бұл ретте тіпті әдетте кредит-ақша шарттарының өзгеруіне жылдам ден қоятын қысқа мерзімді салымдар сегментінде (1 айға дейін және 1 айдан 3 айға дейін) де теріс спредтер елеулі болды.

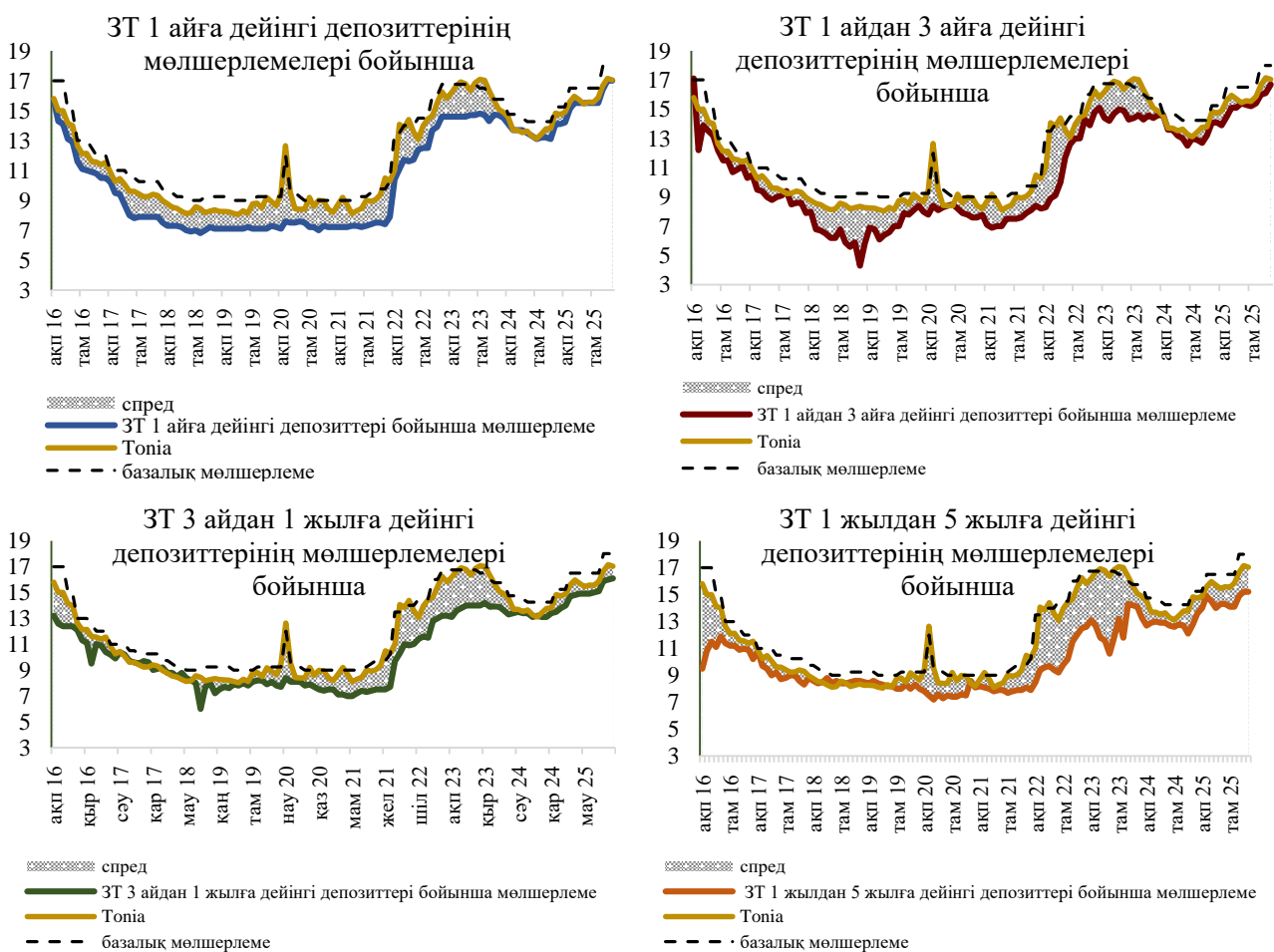
2024 жыл ақша-кредит шарттарының жеңілдеуімен және салымдар бойынша кірістілік пен операциялық мөлшерлеме арасындағы спредтердің едәуір тарылуымен сипатталды. Корпоративтік депозиттер бойынша мөлшерлеме іс жүзінде TONIA мөлшерлемесімен үйлесті: мерзімі 1 айға дейінгі депозиттерде нөлдік спред болды, мерзімі 1 айдан бір жылға дейінгі депозиттерде (-) 0,3 п.т. бастап (-) 1,3 п.т. дейінгі шекте қалыптасты, бұл ретте ұзақ мерзімді салымдар бойынша (1-5 жыл) спредтер неғұрлым жоғары деңгейде – (-) 0,5 п.т. бастап (-) 2 п.т. дейін қалыптасты. Сонымен қатар бөлшек сегментте де спредтердің тарылуы байқалды (жеке тұлғалардың барлық депозиті бойынша орташа мән (-)0,3 п.т. деңгейінде қалыптасты), бұл ретте 1-3 айлық мерзімді депозиттер бойынша спредтер оң мәнді көрсетті, бұл мерзімді салымдар сегментінің өсуін, салымшылар үшін бәсекелестіктің күшеюін және банктердің тұрақты қорландыруға ұмтылысын көрсетуі мүмкін.

Жеке депозиттер бойынша мөлшерлемелерге 2024 жылғы қаңтардан бастап ҚДКҚ тарапынан реттеуді жеңілдету көзделетін шекті мөлшерлемелерді жаңа реттеу тетігін енгізу қосымша әсер етті, бұл ретте шектеулер тек жекелеген банктер үшін ғана сақталды. Бұл мөлшерлемелерді

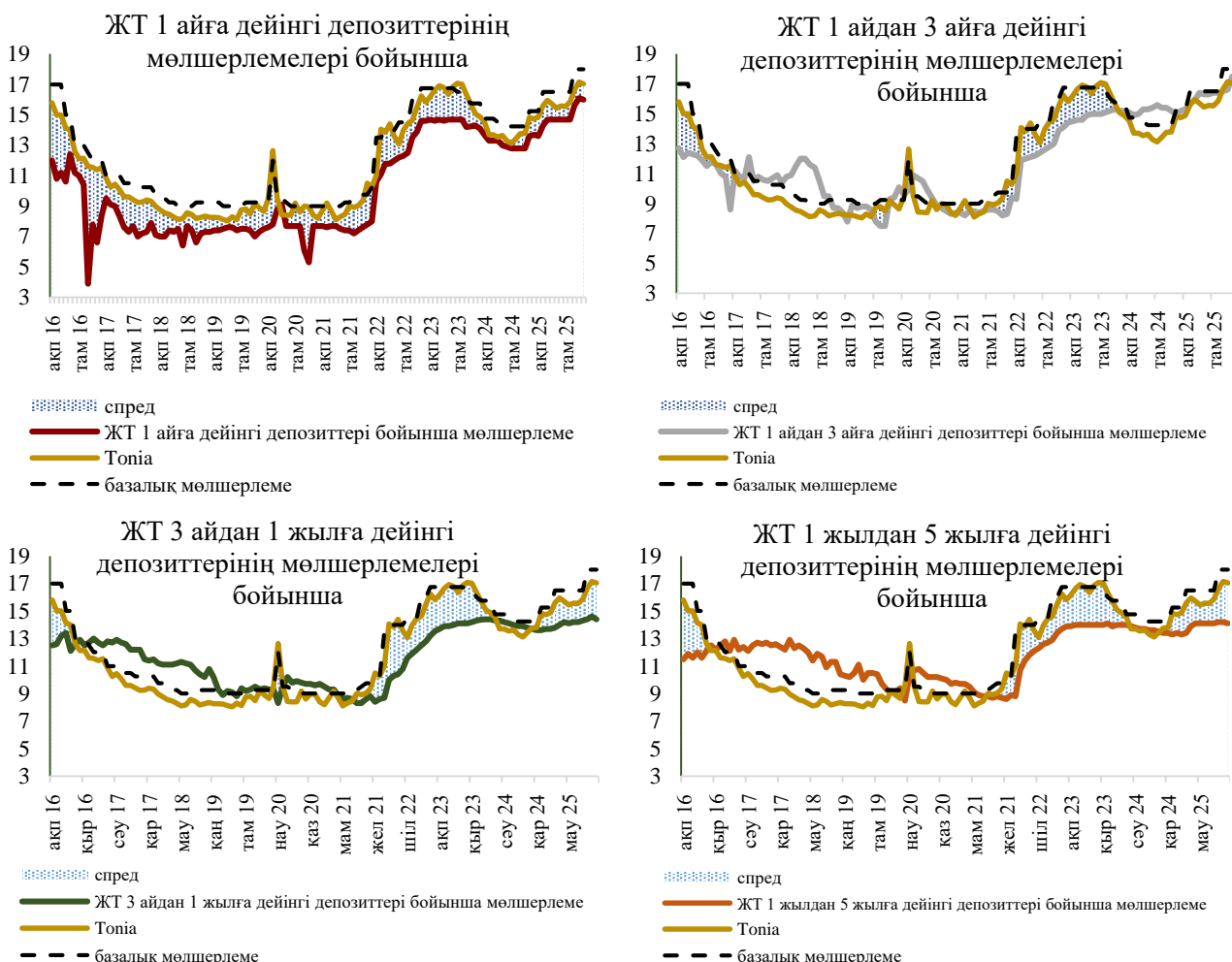
белгілеу кезінде икемділікті қамтамасыз етіп, салымдардың нарықтық бағасының қалыптасу мүмкіндігін кеңейтті.

2024 жылдың соңында және 2025 жылы депозиттік нарықтың одан арғы динамикасы 2025 жылғы қазанда 18%-ға жеткен базалық мөлшерлеменің кезең-кезеңмен көтерілуімен айқындалды. Базалық мөлшерлеменің алдыңғы өсуімен салыстырғанда 2023 жылы нарықтың реакциясы неғұрлым айқын болды: спредтің мейлінше елеулі төмендеуі барлық корпоративтік депозит пен қысқа мерзімді бөлшек депозит бойынша байқалды, бұл мөлшерлемелердің ақша-кредит шарттарының өзгерістеріне неғұрлым жылдам бейімделуін көрсетеді.

8-сурет. TONIA мөлшерлемесі мен әрқайсысын бөлек алғанда заңды тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелер арасындағы спрэд



9-сурет. TONIA мөлшерлемесі мен жеке тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелер арасындағы спред бөлек алғанда



3. Зерттеу әдіснамасы және пайдаланылған деректер

VAR модельдеу қолданылған ақша-кредит саясаты саласындағы зерттеулер 1990 жылдардан бастап экономикалық әдебиеттерде кеңінен таралды. Бастапқыда векторлық авторегрессия (VAR) тәсілін Sims (1980) орталық банк саясатының негізгі экономикалық айнымалыларға әсерін талдау үшін құрылымдық макроэкономикалық модельдерге балама ретінде ұсынды. Осы зерттеу шеңберінде бұл тәсіл Қазақстанның ақша-кредит саясатының трансмиссиялық тетігінің пайыздық арнасын талдау үшін қолданылады.

VAR моделі – әр айнымалының мәні оның бұрынғы мәндеріне, сондай-ақ жүйедегі басқа айнымалылардың артта қалған мәндеріне тәуелді болатын теңдеулер жүйесі. Бұл тәсіл макроэкономикалық айнымалылар арасындағы күрделі байланысты ескеруге, сондай-ақ экономикаға күтпеген өзгерістердің әсерін бағалауға мүмкіндік береді. Алдын ала анықталған тәуелді айнымалыны және экзогендік түсіндіру факторлары жиынтығын болжайтын дәстүрлі регрессиялық модельдерден айырмашылығы, VAR-да барлық айнымалылар эндогендік айнымалы ретінде қарастырылады, бұл бағалауды симметриялық және теориялық тұрғыдан негіздейді.

Авторегрессияның жалпы векторлық моделінің математикалық көрінісі:

$$Y_t = c + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$$

мұнда:

Y_t – t уақыты кезіндегі эндогендік айнымалылар векторы,

c – констант вектор,

A_i – тиісті лагтардағы коэффициенттердің матрицалары,

p – модельде өткен кезеңдердің қаншауы ескерілетінін анықтайтын лагтар саны,

ε_t – кездейсоқ қателер векторы.

VAR-модель негізінде жұмыста TONIA мөлшерлемесінің 1 п.т. өзгеруі ретінде ұсынылған ақша-кредит саясатындағы күтпеген өзгерістерге айнымалылардың импульсті әсері есептеледі. Бұл АКС операциялық бағытының, негізгі қысқа мерзімді мөлшерлеменің өзгеруінің кредиттер мен депозиттер бойынша мөлшерлемелердің өзгеруі арқылы экономикаға әсерін сандық бағалауға мүмкіндік береді.

Күтпеген өзгерістерді сәйкестендіру үшін Холецкий бойынша ыдырау әдісі қолданылады. Бұл тәсіл айнымалыларға күтпеген өзгерістер әсер ететін тиісті тәртіпті орнату арқылы теңдеулер жүйесін шешудің нақты тәсілін қолдануға мүмкіндік береді. Әрбір айнымалыға кейінгі айнымалылардағы күтпеген өзгерістер емес, алдыңғы айнымалылардағы күтпеген өзгерістердің әсер ететіні болжанады. Бұл болжам әсер етудің экономикалық негізделген тәртібін орнатуға және монетарлық саясатының әсерін басқа факторлардан бөлуге мүмкіндік береді.

Бұл әдіс нәтижелердің түсіндірілуін қамтамасыз етеді және ақша-кредит саясатының негізгі макроэкономикалық айнымалыларға әсерін дәл бағалауға мүмкіндік береді.

Осы болжамдар негізінде, ақша нарығы мөлшерлемелерінің негізгі банк өнімдерінің құнына әсері бойынша модельде эндогендік айнымалылардың мынадай тәртібі белгіленеді: қысқа мерзімді экономикалық индикатор (бұдан әрі – ҚЭИ), USD/KZT айырбастау бағамы, TONIA (АКС прокси айнымалысы)/МБҚ кірістілігі, кредиттер/депозиттер бойынша мөлшерлемелер. Бұдан басқа, модельге экзогендік айнымалы – Brent маркалы мұнайдың бағасы қосылады. Бұл мұнайдың Қазақстан үшін маңызды сыртқы макроэкономикалық фактор болып табылатындығына және оның бағасының ауытқуы бюджет кірісіне, сауда балансына, айырбастау бағамына және басқа да макроэкономикалық айнымалыларға тікелей әсер ететіндігіне байланысты. Осыны ескере отырып, оны модельге енгізу сыртқы күтпеген өзгерістер әсерін нақты ажыратуға және экономиканың монетарлық импульстарға әсерін бағалаудың нақтылығын арттыруға көмектеседі

Таңдалған эндогендік айнымалылар тізбегінің мынадай негіздемесі бар.

ҚЭИ жүйеде бірінші болып орнатылады, бұл оның модельдегі басқа айнымалылардың тез әсеріне тәуелді емес екенін, бірақ оның оларға әсерін болжамдайды.

Одан кейін жүйеде теңгенің номиналды айырбастау бағамының айнымалысы орналасады. Модель шеңберінде оған ҚЭИ өзгерістерінің әсер ете алатыны болжанады.

TONIA, ақша нарығының қысқа мерзімді мөлшерлемесі модельде үшінші орынды алады. Оған экономикадағы және айырбастау бағамындағы өзгерістердің әсер ететіні, бірақ олардың кейбір кідірістермен әсер ететіні болжанады. Бұл болжам орталық банктің пайыздық мөлшерлемесінің ағымдағы жағдайларға бейімделетін және АКС трансмиссиялық тетігіне тән уақыт аралығымен әсер ететін құрал ретіндегі сипатын көрсетеді.

Модельде кредиттер немесе депозиттер бойынша мөлшерлеме соңғы ретпен орналастырылады, бұл сол кезеңде бір мезгілде кері әсер етпестен, оған барлық алдыңғы айнымалылардың күтпеген өзгерістерінің әсер ететінін көрсетеді. Мұндай тәртіп кредиттік және депозиттік мөлшерлемелердің ағымдағы макроэкономикалық және монетарлық талаптарға бейімделетіні, ал олардың экономикаға әсері белгілі бір уақыт аралығында көрінетіні жөніндегі идеяны көрсетеді.

Қарастырылып отырған іріктеуде ай сайынғы деректер пайдаланыла отырып, 2016 – 2025 жылдар аралығындағы инфляциялық таргеттеу кезеңі қамтылады. Кредиттер мен депозиттер бойынша мөлшерлемелер мерзімдері бойынша және субъектілер бойынша бөліне отырып қаралады (1-кесте). Ипотекалық кредиттеу бойынша жалпы және жеңілдікті шарттармен (Отбасы банктің ипотекасы және «7-20-25» бағдарламасы) берілген кредиттерден тазартылған мөлшерлемелер бөлек қаралады, өйткені олар ипотекалық мөлшерлемелер бойынша нарықтық талаптарды көрсетпейді. Толық нарықтық сипаты жоқ мөлшерлемелерді талдаудан алып тастау ақша-кредит саясатының түзетулеріне жауап ретінде нарықтық ипотекалық мөлшерлемелердің динамикасы мен ахуалын нақты бағалауға мүмкіндік береді.

Мерзімдер бойынша саралауды есепке алу қажеттілігі әр түрлі мерзімділігі әр түрлі мөлшерлемелерге әсер етудің әр түрлі деңгейін көрсете отырып, ақша-кредит саясаты мен МБҚ нарығындағы өзгерістердің әр түрлі әсер етуі мүмкін екендігіне байланысты. Барлық мерзімді бір айнымалыға біріктіру нәтижесін бұрмалап, трансмиссия күшінің төмен немесе жоғары бағалануына әкеп соғуы мүмкін. Сондықтан қысқа мерзімді және ұзақ мерзімді мөлшерлемелерді жеке қарау ақша-кредит саясаты мен МБҚ нарығының негізгі банк өнімдерінің құнына әсерін нақты көрсетуге мүмкіндік береді.

1-кесте. Пайдаланылған деректер және олардың шартты белгілері

КӨРСЕТКІШ	ШАРТТЫ БЕЛГІ
Қысқа мерзімді экономикалық индикатор (ҚЭИ)	kei_sa_
Теңгені айырбастау бағамы	usdkzt
Ақша нарығының мөлшерлемесі	Tonia
Мұнай бағасы (экзогендік)	oil

Депозиттер бойынша мөлшерлемелер	
ЗТ ⁵ депозиттері бойынша мөлшерлемелер (1 айға дейін)	dep_corp_1m
ЗТ депозиттері бойынша мөлшерлемелер (1-3 ай)	dep_corp_1_3 m
ЗТ депозиттері бойынша мөлшерлемелер (3 ай - 1 жыл)	dep_corp_3_12
ЗТ депозиттері бойынша мөлшерлемелер (1-5 жыл)	dep_corp_1_5y
ЖТ ⁶ депозиттері бойынша мөлшерлемелер (1 айға дейін)	dep_indiv_1m
ЖТ депозиттері бойынша мөлшерлемелер (1-3 ай)	dep_indiv_1_3 m
ЖТ депозиттері бойынша мөлшерлемелер (3 ай - 1 жыл)	dep_indiv_3_12
ЖТ депозиттері бойынша мөлшерлемелер (1-5 жыл)	dep_indiv_1_5y
Кредиттер бойынша мөлшерлемелер	
ЗТ кредиттері бойынша мөлшерлемелер (1 айға дейін)	cred_corp_1 m
ЗТ кредиттері бойынша мөлшерлемелер (1-3 ай)	cred_corp_1_3 m
ЗТ кредиттері бойынша мөлшерлемелер (3 ай - 1 жыл)	cred_corp_3_12m
ЗТ кредиттері бойынша мөлшерлемелер (1-5 жыл)	cred_corp_1_5y
ЗТ кредиттері бойынша мөлшерлемелер (5 жылдан астам)	cred_corp_over 5 y
ЖТ кредиттері бойынша мөлшерлемелер (1 айға дейін)	cred_ret_1 m
ЖТ кредиттері бойынша мөлшерлемелер (1-3 ай)	cred_ret_1_3 m
ЖТ кредиттері бойынша мөлшерлемелер (3 ай - 1 жыл)	cred_ret_3_12
ЖТ кредиттері бойынша мөлшерлемелер (1-5 жыл)	cred_ret_1_5y
ЖТ кредиттері бойынша мөлшерлемелер (5 жылдан астам)	cred_ret_over_5 y
жалпы ипотека бойынша мөлшерлемелер	ipoteka_all
ипотека бойынша мөлшерлемелер, Отбасы және «7-20-25» қамтылмаған	ipoteka_market

Талдау жүргізу үшін барлық деректер алдын ала дайындалды: жекелеген айнымалылардың маусымдық мәндері алынған жоқ, стационарлық емес уақыт аралықтары алғашқы айырмашылықтарды алу арқылы стационарлық уақыт аралықтарына айналдырылды. Бұл шаралар VAR моделінің алғышарттарын сақтау және статистикалық бағалаудың дұрыстығын қамтамасыз ету үшін қажет.

VAR моделінде лагтың оңтайлы ұзындығы Акаике (AIC) және Шварц (SC) ақпараттық өлшемшарттарын пайдалану арқылы анықталды, бұл ретте көптеген сипаттамалардың ішінен ұзақтығы екі кезеңге созылатын лаг оңтайлы болды.

Модельді тексеру кезінде қажетті диагностикалық сынақтардың барлық кешені қолданылды. Айнымалылардың стационарлығы бірлік түбір тесті (ADF) арқылы расталады. VAR моделінің орнықтылығы модельдің барлық түбірі бірлік шеңбердің ішінде болуымен расталды. Қалдықтар автокорреляциясының болмауы LM тестінің нәтижелерімен расталды. Бірақ, қалдықтарда гетероскедастиканың әсері анықталды, бұл стандартты қателердің дәлдігіне әсер етуі мүмкін. Сондықтан гетероскедастика

⁵ ЗТ – заңды тұлғалар

⁶ ЖТ – жеке тұлғалар

жағдайында импульстік жауаптарды дұрыс құру және шамалы іріктеу үшін бутстрап (bootstrap) тәсілі қолданылды. Бұл әдісте модель қалдықтарды қайта іріктеумен бірнеше рет қайта бағаланады және дисперсияның әртектілігіне төзімді сенімділік аралықтарын алуға мүмкіндік береді. Осылайша, стандартты қателіктердің сенімділігі және бағалаудың статистикалық маңыздылығы қамтамасыз етіледі. Бутстрап әдісі арқылы алынған нәтижелер гетероскедастикаға жоғары төзімділікті көрсетеді және жасалған VAR моделін зерттеу мақсатында қолдануға болатынын растайды. Жүргізілген тестілер мен бағалау әдістерінің жиынтығы модельдің жарамдылығы және алынған нәтижелердің дұрыстығы туралы қорытынды жасауға мүмкіндік береді.

4. Нәтижелерді талқылау

Заңды тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлемелер (10-сурет). Заңды тұлғалардың кредиттері бойынша пайыздық мөлшерлемелердің импульстік жауабы кредиттеу мерзіміне байланысты ақша-кредит саясатының/TONIA мөлшерлемесінің өзгеруіне әр түрлі тәуелділікті көрсетеді.

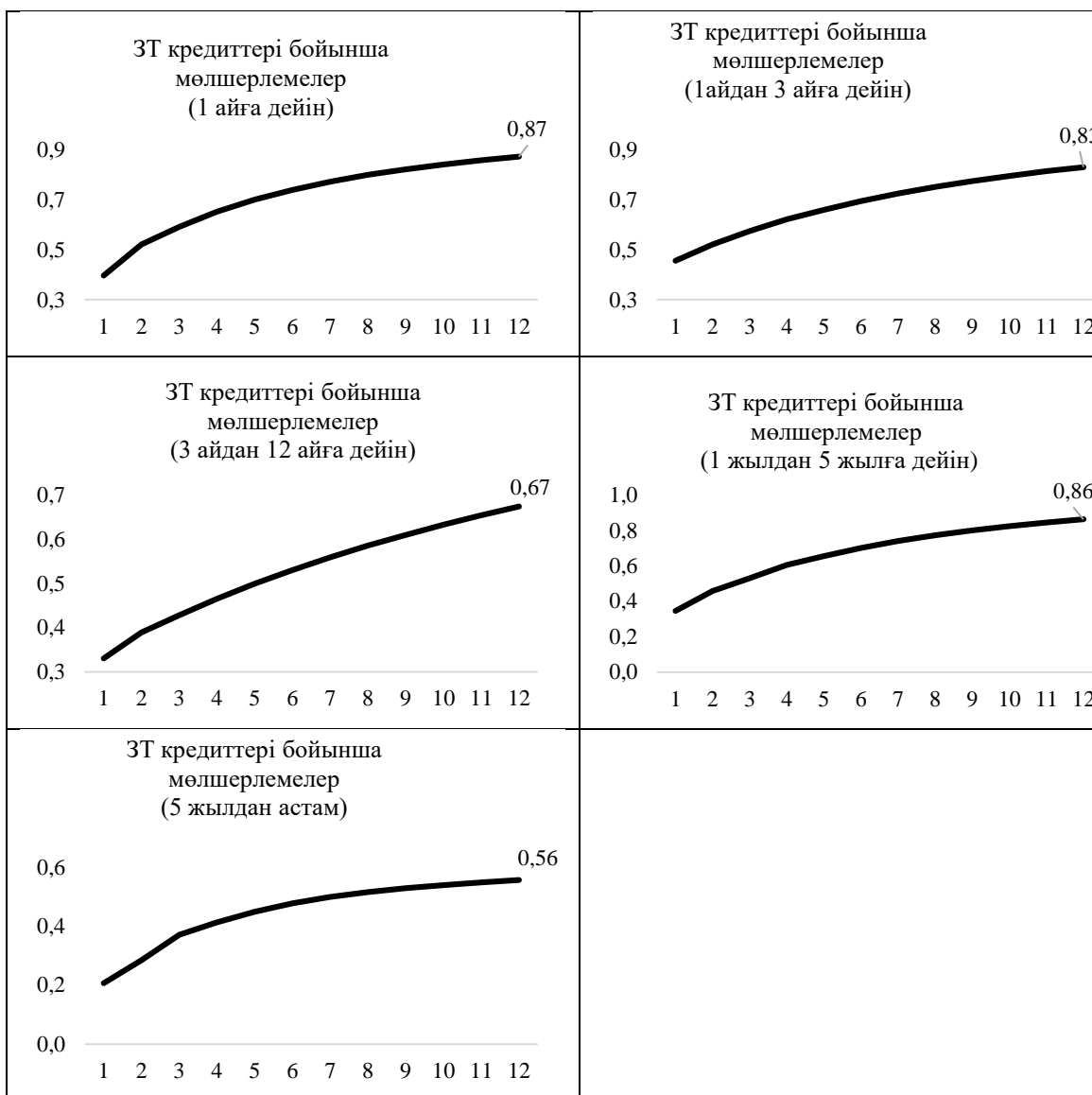
Барлық мерзімдердің ішінде ең үлкен әсерді 1 айға дейінгі және 1 айдан 3 айға дейінгі қысқа мерзімді кредиттер бойынша мөлшерлемелер көрсетті. TONIA мөлшерлемесі өзгергеннен кейінгі алғашқы айларда мөлшерлемелердің ауытқуы байқалады, ол бір жылдан кейін сәйкесінше **0,87 пайыздық тармаққа** және **0,83 пайыздық тармаққа** жетеді. Бұл қысқа мерзімді сегменттің TONIA мөлшерлемесінің өзгеруіне қатты тәуелді екенін көрсетеді.

Орта мерзімді кредиттер (3-12 ай) де оң және елеулі импульстік жауап көрсетті, бірақ ол қысқа мерзімді кредиттермен салыстырғанда онша айқын емес. Мөлшерлемелер біртіндеп өзгереді және **жылына шамамен 0,67 пайыздық тармаққа** жетеді.

Бір қызығы, 1 жылдан 5 жылға дейінгі ұзақ мерзімді кредиттер сегментінде мөлшерлемелердің әсерін (0,86 пайыздық тармақ) қысқа мерзімді кредиттердің мәндерімен салыстыруға болады. Бұл болашақта жоғары белгісіздік жағдайында, тіпті салыстырмалы түрде ұзақ мерзімді кредит беру кезінде де банктер кредит беру кезінде жүргізіліп жатқан ақша-кредит саясатын есепке алатынын білдіруі мүмкін.

TONIA мөлшерлемесі **мерзімі 5 жылдан асатын** кредиттік мөлшерлемелер сегментіне аз әсер етеді. Мұнда мөлшерлемелердің әсері біршама аз және **0,56 пайыздық тармаққа** жетеді. Бұл әбден болуы мүмкін, өйткені мұндай кредиттердің құны ақша-кредит саясатының ағымдағы шарттарының әсерінен ғана емес, сонымен қатар инфляция бойынша ұзақ мерзімді күтулерді, ықтимал тәуекелдерді және макроэкономикалық белгісіздік деңгейін және т.б. ескере отырып қалыптасады.

10-сурет. Заңды тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлемелердің TONIA мөлшерлемесінің 1 пайыздық тармаққа өзгерісіне импульстік жауабы



Дереккөзі: Eviews нәтижелерінің негізінде автордың есептеулері

Жеке тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлемелер (11-сурет).

Импульстік жауаптар ақша-кредит саясатының жеке тұлғалардың бөлшек сауда мөлшерлемелеріне тигізетін әсері біркелкі емес екенін көрсетеді. Ең күшті импульстік жауап мерзімі 1 айға дейінгі кредит сегментінде байқалды бұл ретте жинақталған мөлшерлеме өзгерісі TONIA мөлшерлемесі түзетілгеннен кейін бір жыл ішінде **0,72 пайыздық тармақты** құрайды. Мұндай нәтижені күтуге болады, өйткені қысқа мерзімді кредиттер қорландырудың ағымдағы құнымен тығыз байланысты және банктер ұзақ мерзімге тән жоғары белгісіздікке қарамай, беру шарттарын тез арада қайта қарайды. Оған қоса бұған жоғары айналым және тәуекелдің төмен деңгейі

ықпал етеді, бұл банктерге монетарлық саясаттың өзгеруіне икемді бейімделуге мүмкіндік береді.

Мерзімі 1 айдан 3 айға дейінгі кредиттік мөлшерлемелер сегментінде импульстік жауап шамалы.

Қалған сегменттерде (3 айдан бастап) бөліп төлеу және алдын ала ресімделген, белгіленген құны бар тұтыну өнімдері басым бола бастайды, бұл ақша-кредит саясатындағы өзгерістердің мөлшерлемелерге әсерін әлсіретеді /бұрмалайды.

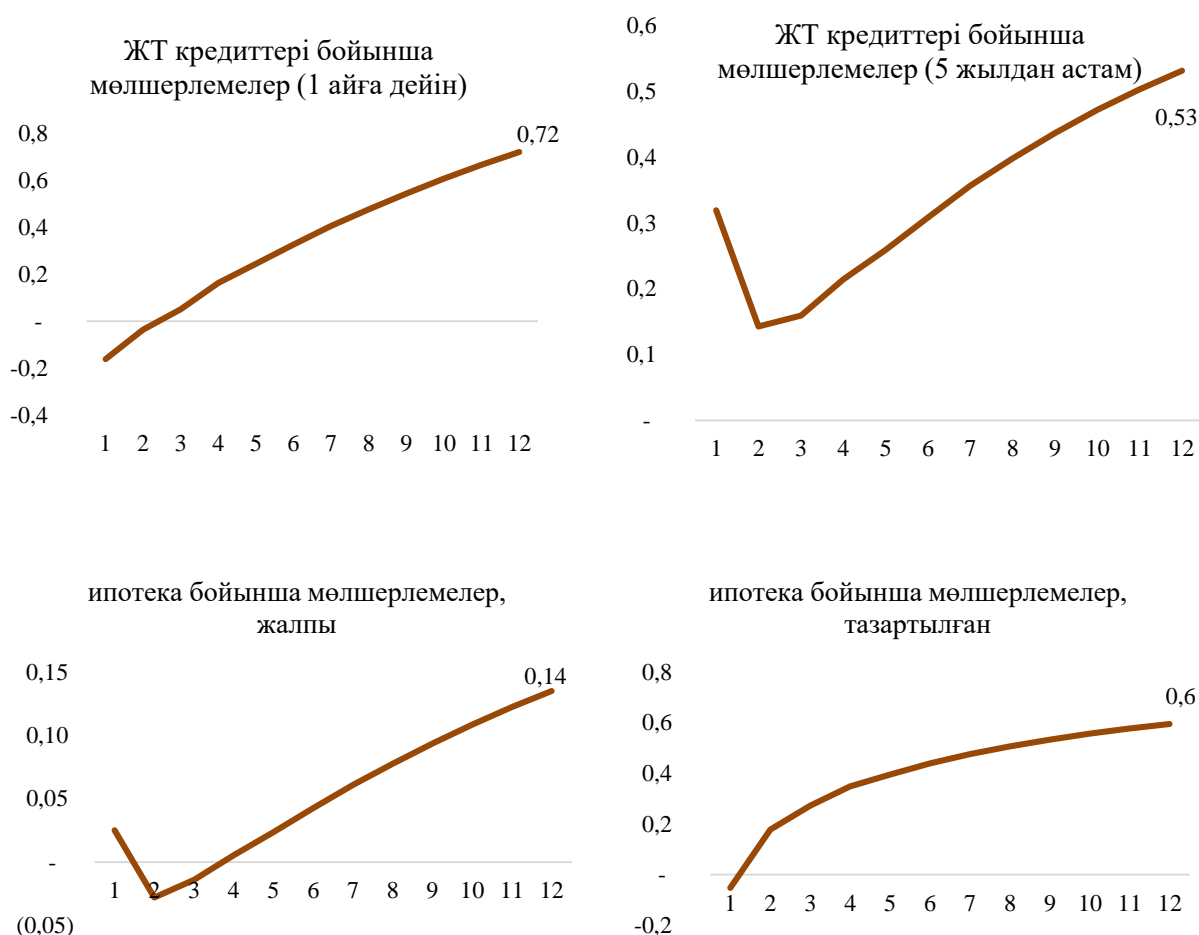
Мерзімі 3 айдан 12 айға дейінгі мөлшерлемелер санатында импульстік жауап бүкіл кезеңде дұрыс емес, бұл бөліп төлеудің жоғары үлесін көрсетуі мүмкін, бұған АКС және ақша нарығының мөлшерлемесінен едәуір асатын деңгейлердің болуы аз әсер етеді. Өз кезегінде мерзімі 1 жылдан 5 жылға дейінгі сегментте импульстік жауап елеусіз (қысқа мерзімді оң импульстік жауап тез арада теңесіп, мұндай қарыздардың ақша-кредит саясатының өзгеруіне икемділігінің төмендігін растайды).

Қысқа мерзімді кредиттермен (1 айға дейін) қатар, мерзімі 5 жылдан асатын кредиттер бойынша мөлшерлемелер де күшті серпін танытады, олар АКС параметрлерінің 1 пайыздық тармаққа түзетілуіне **жауап** ретінде **0,53 пайыздық тармаққа** өзгерісті көрсетеді. Бұл сегментте ақша-кредит саясатының өзгеруіне үлкен тәуелділікті қамтамасыз ететін бөліп төлеу үлесі айтарлықтай төмен.

Ипотекалық кредиттеу бойынша мөлшерлемелер. Импульсті әсерлер іріктемеге байланысты ҚРҰБ мөлшерлемесінің өзгеруіне ипотекалық мөлшерлемелердің әсер етуінің әртүрлі дәрежесін көрсетеді. Нарықтық та, жеңілдікті де бағдарламаларды («Отбасы банк» және «7-20-25») қамтитын ипотека бойынша жалпы мөлшерлеменің АКС өзгерісіне әлсіз әсері бар және ипотекалық мөлшерлемелердің серпін шамасы бір жыл ішінде **0,14 пайыздық тармақты** құрайды. Бұл ретте АКС параметрлерінің өзгерісінен кейінгі алғашқы 5 айда импульсті әсер болмашы. Бұл ипотекалық портфельдің едәуір бөлігінің ақша-кредит саясатының өзгеруіне байланысты емес нарықтық емес мөлшерлемелерге ие болуымен байланысты.

Сонымен қатар нарықтық емес мөлшерлемелерден тазартылған мөлшерleme неғұрлым айқын әсерін көрсетеді. Тазартылған мөлшерлемелердің бір жыл ішіндегі жинақталған серпіні TONIA мөлшерлемесінің 1 пайыздық тармақтық өзгеруіне жауап ретінде **0,60 пайыздық тармақты** құрайды. Бұл ипотекалық кредиттеудің нарықтық бөлігінде пайыздық арнаның осы тізбегінің жұмыс істейтінін растайды. Демек, нарықтық ипотеканың үлесі ұлғайған кезде ипотекалық мөлшерлемелерге АКС-тың әсері неғұрлым айқын болады.

11-сурет. TONIA мөлшерлемесіне жеке тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлемелердің импульсті әсерлері



Дереккөзі: Eviews нәтижелеріне негізделген автор есептеулері

Депозиттер

Занды тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелер (12-сурет). Импульсті әсерлер заңды тұлғалардың депозиттері бойынша, әсіресе қысқа мерзімді сегментте мөлшерлемелердің жоғары әсер етуін куәландырады. Неғұрлым айқын әсер 1 айға дейінгі мерзімге салымдар сегментінде байқалады, онда TONIA мөлшерлемесі өзгергеннен кейін депозиттік мөлшерлеме іс жүзінде бір де бірге (бір жылда **1,02 пайыздық тармаққа**) жауап береді. Осындай әсер 1 айдан 3 айға дейінгі мерзімге депозиттер бойынша да байқалады – **0,84 пайыздық тармақ**.

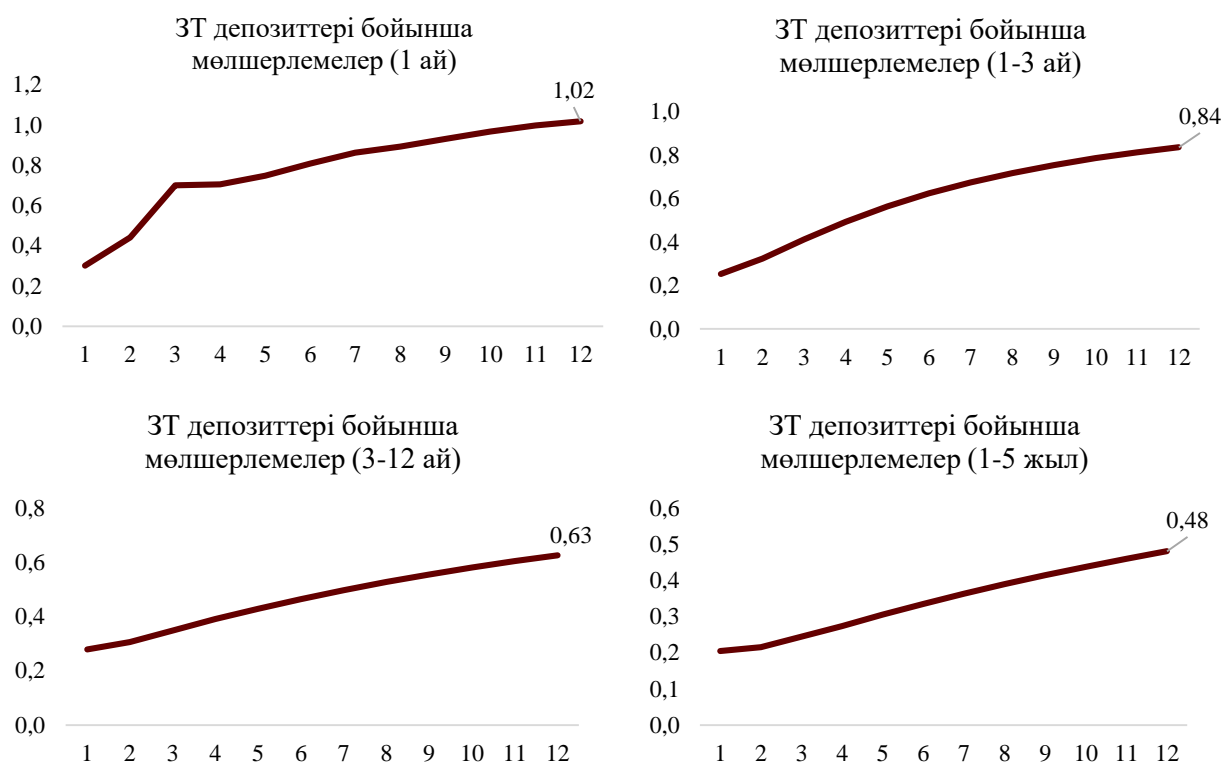
Мұндай әсер заңды тұлғалардың қысқа мерзімді депозиттерді негізінен өздерінің бос тұрған қаражатын қысқа мерзімді негізде басқару үшін орналастыруына байланысты. Бұл салымдар әдетте қысқа мерзімге ашылатындықтан, банктер нарықтағы өзгерістерді ескеру және клиенттер тарапынан қызығушылықты сақтау үшін олар бойынша мөлшерлемелерді тез жаңартады.

Мерзімі 3 айдан 12 айға дейінгі салымдар сегментінде TONIA 1

пайыздық тармақтық өзгеруіне жауап ретінде тиісті депозиттік мөлшерлемеге әсері елеулі болып қалады, бірақ қарқындылығы төмендейді (мөлшерлеме жылына **0,63 пайыздық тармаққа** түзетіледі). Осы депозиттер азырақ мерзімділік мөлшерлемелерімен салыстырғанда неғұрлым айқын жинақ сипатында болуы мүмкін, бұл олардың ақша нарығының қысқа мерзімді динамикасына әсер етуін біршама төмендетеді.

Ұзақ мерзімді салымдар бойынша (1 жылдан 5 жылға дейін) ең аз әсер байқалады, онда мөлшерлеме серпіні бір жыл ішінде **0,48 пайыздық тармақты** құрайды. Бәлкім, бұл банктердің салымдар бойынша мөлшерлемелерді белгілеуге Қазақстандағы экономикалық жағдайдағы неғұрлым ұзақ горизонттағы неғұрлым жоғары белгісіздікті енгізуімен байланысты. Сонымен қатар неғұрлым қысқа мерзімді мөлшерлемелермен салыстырғанда неғұрлым аз әсеріне қарамастан, оны елеусіз деп атауға болмайды.

12-сурет. Топiа мөлшерлемесiне заңды тұлғалардың депозиттерi бойынша мөлшерлемелердiң импульстi әсерлерi



Дереккөзі: Eviews нәтижелерінің негізінде автордың есептеулері

Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелер (13-сурет). Импульсті әсерлер жеке тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелер тұтастай алғанда пайыздық мөлшерлеменің өзгеруіне әсер ететінін көрсетеді, бірақ TONIA-ға әсер етуі заңды тұлғалар сегментімен салыстырғанда аз дәрежеде көрінеді. Неғұрлым айқын көрінген әсер мерзімі

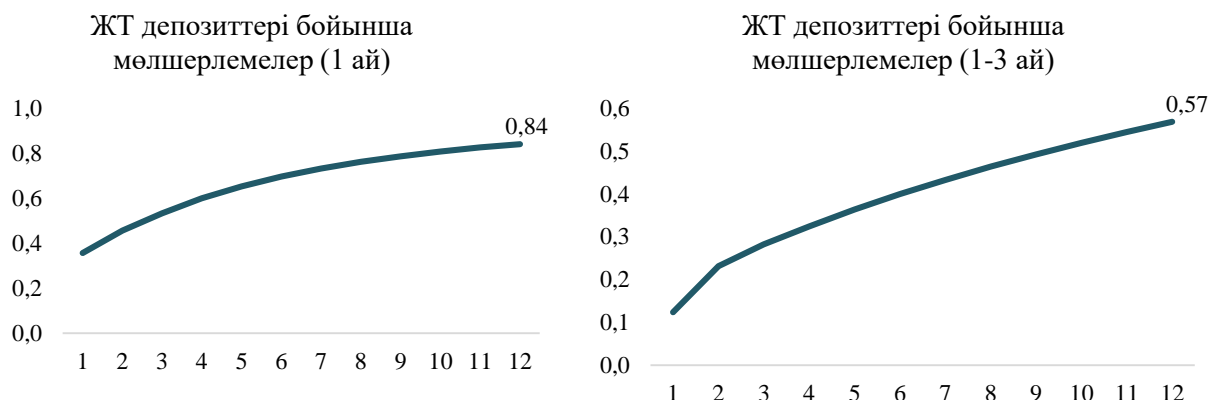
1 айға дейінгі салымдар бойынша байқалады, мұнда бір жылға мөлшерлеме серпіні **0,84 пайыздық тармақты** құрайды. Бұл қысқа мерзімді депозиттердің бөлшек салымшылардың әрекеттерінің ерекшеліктерін ғана емес, сонымен қатар мөлшерлемелерді жаңарту тетігіне байланысты статистикалық әсерді де көрсетуімен байланысты. Базалық мөлшерлеменің өзгеруі жағдайында қысқа мерзімді депозиттер жиі қайта ресімделеді және жаңа орналастыру жаңартылған шарттар бойынша бірден көрініс табуы мүмкін. Бұл қаралатын деректерде ақша-кредит саясатының өзгерістерін жедел көрсетуді қамтамасыз етеді.

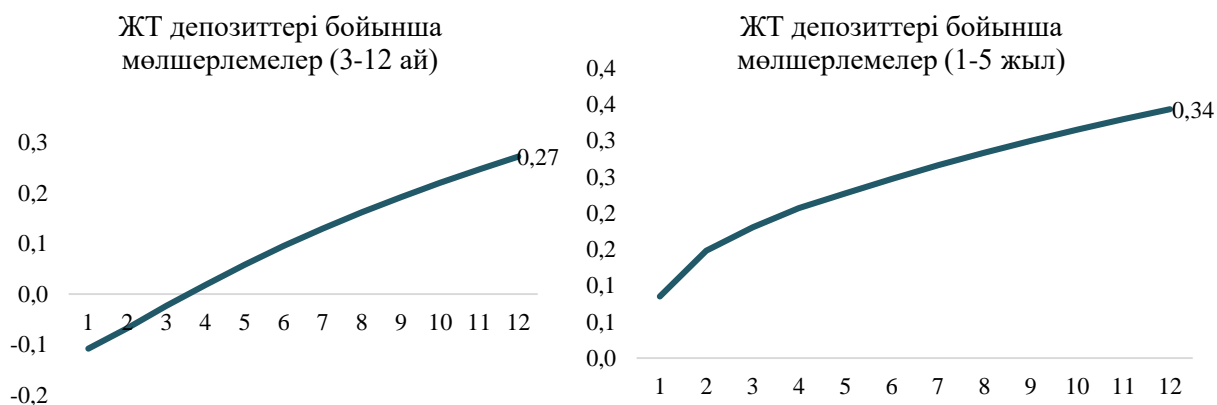
Әсер ету деңгейі бойынша екінші орында 1 айдан 3 айға дейінгі мерзімдегі депозиттер тұр, олар бойынша TONIA мөлшерлемесінің 1 пайыздық тармаққа түзетілуіне байланысты мөлшерлемелердің өзгеру шамасы 0,57 пайыздық тармаққа бағаланады.

Сонымен қатар, жеке тұлғалардың орта және ұзақ мерзімді депозиттік мөлшерлемелері шамалы өзгерген. Мәселен, 3 айдан 12 айға дейінгі сегментте өзгерістің юаяу болғаны байқалады, мұнда оның бір жылдағы шамасы **0,27 п.п.** құрайды. Бұл белгісіздіктің жоғары болуына, сонымен қатар осы мөлшерлемелерде монетарлық саясат бойынша нақты шешімдерді ғана емес, сонымен қатар АКС-дағы күтілетін өзгерістердің де ескерілуіне байланысты болуы мүмкін. Оның себебі депозиттердің осы сегментінің басқа мерзімдегі депозиттермен салыстырғанда танымалдығы аз болған.

1 жылдан 5 жылға дейінгі сегментте депозиттік мөлшерлемелердің әсері қысқа мерзімді сегменттермен салыстырғанда төмен және ақша нарығы мөлшерлемесінің 1 пайыздық тармаққа өзгеруіне байланысты **0,34 пайыздық тармақты** құрайды.

13-сурет. Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелердің TONIA мөлшерлемесіне серпінді әсерлері





Дереккөзі: Автордың Eviews пакетіне негізделген есептеуі

МБҚ кірістілігінің банк өнімдерінің құнына әсері

Зерттеу аясында қысқа мерзімді мөлшерлемені ғана емес, ұзақ мерзімді мөлшерлемені де өлшеу маңызды болды. Осыған байланысты МБҚ мөлшерлемелерін банк өнімдеріне ауыстыруды бағалау үшін қосымша талдау жүргізілді.

Талдау үшін деректерді таңдау. МБҚ кірістілігі туралы жиынтық ақпарат 2-кестеде берілген.

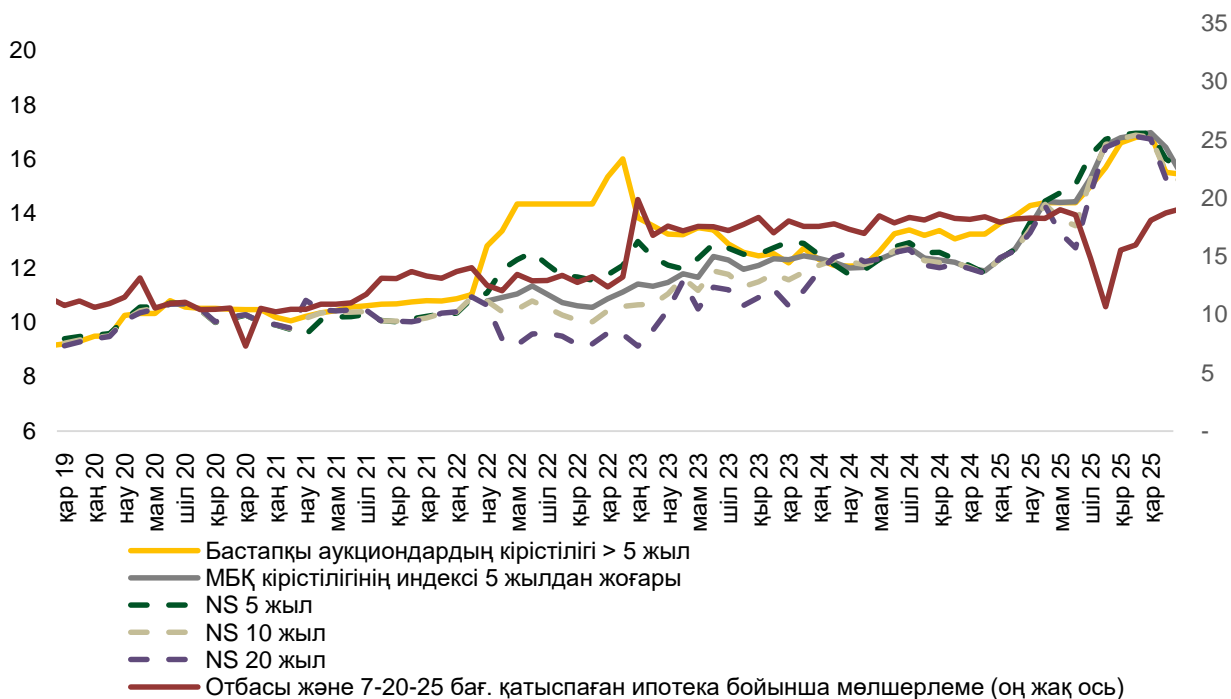
2-кесте. МБҚ бойынша қолжетімді деректерге шолу

Деректер	Артықшылықтары	Кемшіліктері
Нельсон-Зигель (NS) әдістемесі бойынша тәуекелсіз кірістілік қисығы	Кірістілік бойынша күнделікті деректер Талдау үшін кез-келген мерзімділікті таңдау мүмкіндігі Қисықтың параметрлік нысаны ақпаратты жан-жақты талдауға мүмкіндік береді	Талдамалық жуықтау болса да, қазіргі нарықтық үрдістерді әрдайым көрсете бермейді
KASE МБҚ индекстері	Нақты транзакциялар бойынша бастапқы және қайталама нарық деректерін қамтиды	Мерзімі бойынша (бір жылға дейін, 1 жылдан 5 жылға дейін, 5 жылдан астам) біріктірілген Деректерді 2022 жылғы наурыздан бастап алуға болады
Қаржы министрлігінің бастапқы МБҚ аукциондары туралы деректер	МБҚ on-the-run бойынша қолданыстағы мөлшерлемелер Ең ұзақ үздіксіз қатар 2017 жылдан бастап қолжетімді (NS әдіснамасы үшін – 2019 жылғы қараша, KASE индекстері үшін – 2022 жылғы наурыз)	Шығарылымдардың белгілі бір жүйелілігі бар. Кейбір мөлшерлемелер жиі, басқалары бірнеше айда бір рет жаңартылуы мүмкін

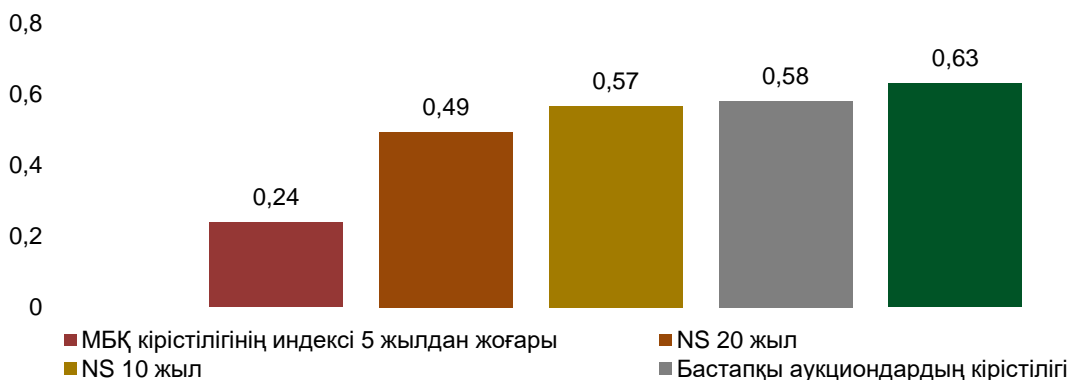
14-суретте ипотека бойынша «нарықтық» мөлшерлеменің (Отбасы банкі және «7-20-25» бағдарламасы қатыспаған) жекелеген кезеңдерде МБҚ

нарығының кейбір көрсеткіштерімен бірдей бағытта болғанын көруге болады. Корреляциялық талдауда (15-сурет) корреляцияның ең үлкен дәрежесі кірістілік қисығының NS-тегі 5 жылдық нүктеде болатыны көрсетілді.

14-сурет. Ипотека бойынша пайыздық мөлшерлемелер және МБҚ кірістілік көрсеткіштері, %



15-сурет. Ипотека бойынша «нарықтық» мөлшерлемелердің МБҚ кірістілігімен байланысы



5 жылдық нәтиженің артықшылығы – БЖЗҚ-дан басқа өзге қатысушылардың (негізінен банктер) сауда-саттықтағы үлкен үлесі.

МБҚ нарығы индикаторларының ипотекалық мөлшерлемелерге сандық әсерін бағалау шеңберінде VAR моделі құрылды. Қысқа мерзімді экономикалық индикатор (ҚЭИ), инфляция, NS 5 жылдық кірістілігі және Отбасы банкі және «7-20-25» бағдарламасы қатыспайтын ипотека бойынша мөлшерлеме пайдаланылды. Бағалау кезеңі: 2019 жылғы қараша (модельдік

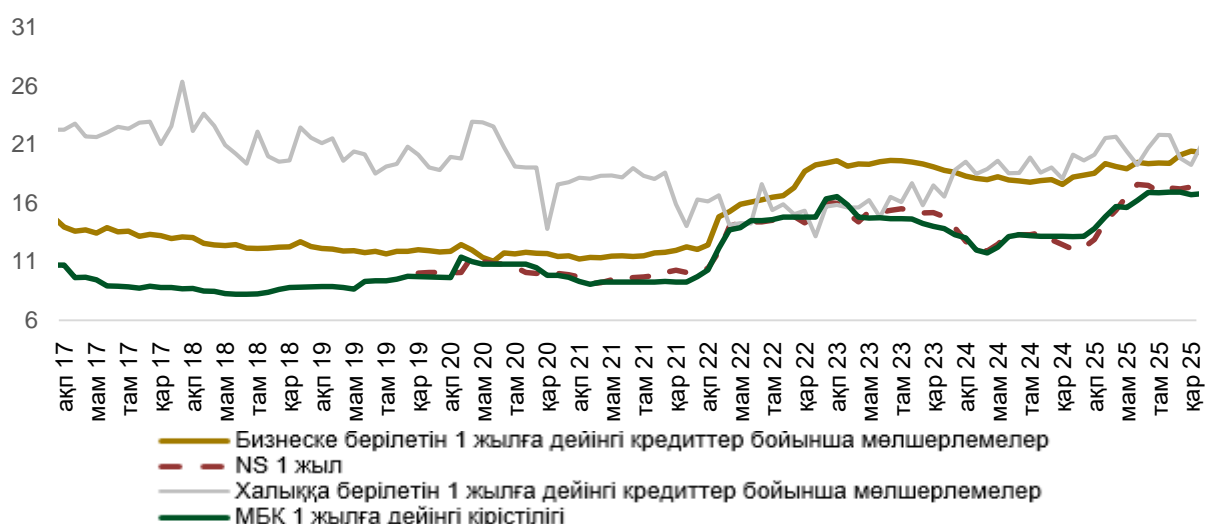
бағалауда NS пайдалану үшін мүмкін болатын ең жоғары кезең) – 2025 жылғы желтоқсан аралығы.

Бағалау нәтижелері бойынша әсері статистикалық тұрғыдан маңызды емес болып шықты. Алайда, бұл нәтиже өзара байланыс мүлде жоқ дегенді білдірмейді. 2019 жылдың аяғынан бастап қолжетімді кезеңде 2 дағдарыс эпизоды және негізінен мөлшерлемелердің өсу циклі бар. Осылайша толық робасттық бағалауды алу үшін бағалау кезеңі ұзақ болуға тиіс. Бұл ретте алдын ала талдауда екі мөлшерлеме арасындағы байланыстың әлі де қадағаланып отырғанын және бағалау дәлдігі уақыт кезеңінің ұлғаюына, ҚР Қаржы министрлігінің МБҚ шығару жиілігінің артуына және мөлшерлеменің өсуі ғана емес, сонымен қатар төмендеу циклдерінің жинақталуына қарай артатынын көрсетеді.

Халыққа және бизнеске арналған мерзімі 1 жылға дейінгі мөлшерлемелер

Осындай тәсілді қолдана отырып, МБҚ кірістілігі мен халық пен бизнеске берілетін 1 жылға дейінгі кредит бойынша мөлшерлемелер арасындағы байланысты талдауға болады. 16 және 17-суреттерде МБҚ-ның 1 жылға дейінгі аукциондық мөлшерлемесінің бизнеске берілетін кредиттер бойынша пайыздық мөлшерлеменің қозғалысын жақсы түсіндіретіні көрінеді. Бұл ретте аукциондар бойынша 2017 жылдан бастап деректер бар, бұл NS бағалау қисығымен салыстырғанда оның артықшылығы, мұндағы деректер 2019 жылдың соңынан бастап қолжетімді болды. Осылайша, модельдік бағалау үшін ҚЭИ, инфляция, МБҚ бастапқы аукциондары бойынша 1 жылға дейінгі кірістілік және 1 жылға дейінгі кредиттер бойынша мөлшерлеме қолданылды (бизнес пен халық үшін жеке бағалау жүргізілді).

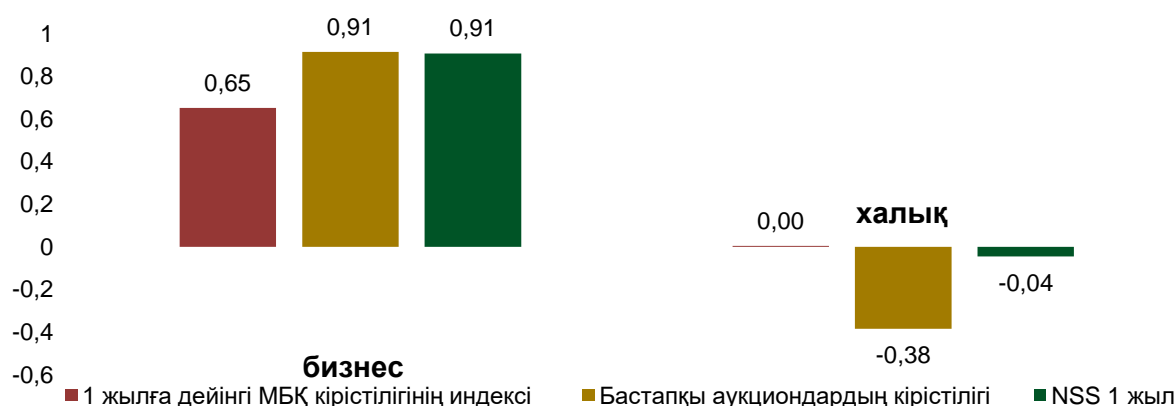
16-сурет. Халыққа және бизнеске берілетін кредиттер бойынша пайыздық мөлшерлемелер және МБҚ 1 жылдық кірістілігінің көрсеткіштері, %



Мөлшерлемелер динамикасында халықтың кредиттері бойынша пайыздық мөлшерлемелердің экономикадағы қалған мөлшерлемелердің

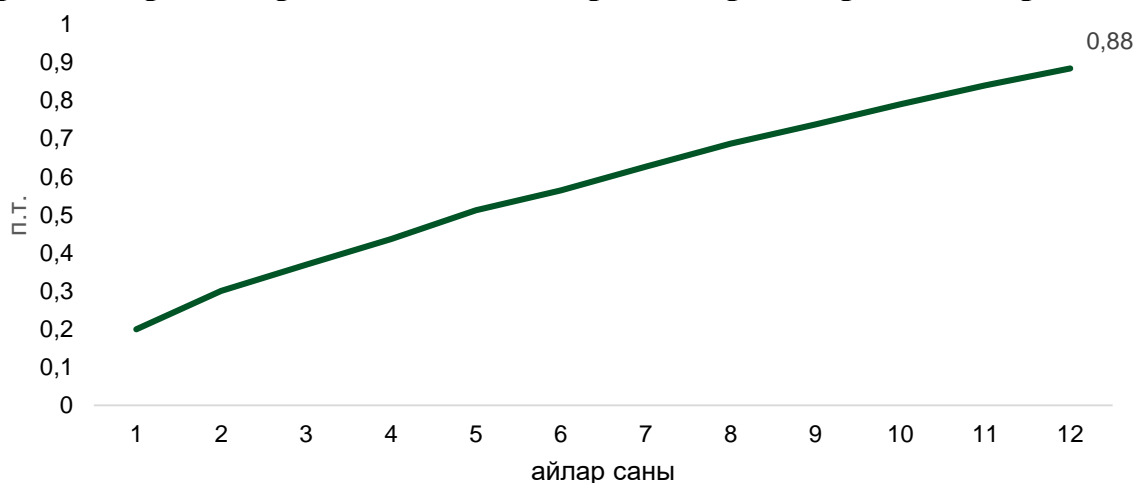
жалпы үрдісіне сәйкес келмейтіні және МБҚ аукциондық мөлшерлемесімен теріс корреляцияны көрсететінін көруге болады (17-сурет), бұл ақша-кредит саясатынан басқа экономикадағы өзге факторлардың осы мөлшерлемеге елеулі әсерін көрсетеді. Сонымен қатар, 2023 жылдан бастап халыққа берілетін кредиттер бойынша мөлшерлемелердің өзгеруін атап өткен жөн. Бұл динамика әлі де трансмиссияның айтарлықтай жақсарғаны туралы айтуға мүмкіндік бермейді. Алайда, ол базалық мөлшерлеменен бір бағытта келе жатыр, бұл АКС-тың осы мөлшерлемелер санатына әсерін жоққа шығармайды.

17-сурет. МБҚ кірістілігімен 1 жылға дейінгі кредиттер бойынша мөлшерлемелердің корреляциясы



Бизнеске берілетін кредиттер бойынша мөлшерлемені бағалау нәтижесі (18-сурет) МБҚ 1 жылға дейінгі аукциондық мөлшерлемесінің 1 пайыздық тармаққа өзгеруі бизнеске берілетін кредиттер бойынша мөлшерлеменің 12 ай ішінде **0,88 пайыздық тармаққа** түзетілуімен қатар орын алғанын көрсетті. Халыққа берілетін кредиттер бойынша бағалау статистикалық тұрғыдан елеусіз болып шықты.

18-сурет. 12 ай аралығында МБҚ 1 жылға дейінгі аукциондық мөлшерлемесінің 1 пайыздық тармаққа өзгеруіне байланысты бизнеске берілетін кредиттер бойынша мөлшерлемелердің серпінді өзгерісі



Қорытынды

Зерттеуде ақша-кредит саясатының трансмиссиялық тетігінің пайыздық арнасының жекелеген тізбектеріне талдау жүргізілді. Қаралған тізбектер шеңберінде ақша-кредит саясатының негізгі құралының қаржы нарығының барлық сегменттеріндегі мөлшерлемелер деңгейіне әсері болады және экономикалық белсенділікке және инфляциялық процестерге кейіннен ықпал ету үшін бастапқы серпін қалыптастырылады.

Осы жұмыс шеңберінде халықаралық тәжірибені қарау қорытындылары бойынша қаржы нарығы неғұрлым терең дамыған елдерде негізгі мөлшерлеменің немесе ақша нарығы мөлшерлемелерінің қаржы нарығы мөлшерлемелеріне әсерін беру дамушы елдермен салыстырғанда неғұрлым тиімді болып отырғаны атап көрсетіледі. Өз кезегінде өтпелі экономикасы бар және қаржы нарығы аз дамыған елдерде пайыздық арнаның қаралған тізбектерінің тиімділігі бірқатар факторлармен шектелуі мүмкін: жеткілікті түрде дамымаған қаржы нарықтары, әлсіз инфляциялық күтулер, қаржылық сауаттылықтың төмен деңгейі және т.б.

Авторлар векторлық авторегрессиялық модельдің серпінді өзгерістеріне негізделген, ақша нарығы мөлшерлемелерінің кредиттік және депозиттік мөлшерлемелерге сандық әсеріне эмпирикалық бағалау жүргізді. Мәселен, заңды тұлғаларға берілген кредиттер бойынша мөлшерлемелердің серпінді өзгерістерінде бүкіл мерзім ішінде 1 айға дейінгі және 1 айдан 3 айға дейінгі мөлшерлемелер бойынша әсерінің байқалатыны көрінеді, олар TONIA мөлшерлемесінің 1 пайыздық тармаққа өзгеруіне байланысты тиісінше 0,87 пайыздық тармақ және 0,83 пайыздық тармақ көлемінде өзгерген. Бұл осы сегментке TONIA мөлшерлемесі мен монетарлық саясаттың өзгеруінің қатты әсер еткенін растайды. 3 айдан 12 айға дейінгі сегменттегі кредиттердің құны да TONIA мөлшерлемесінің 1 пайыздық тармаққа өзгеруіне байланысты бір жылда 0,67 пайыздық тармақты құрады. 1 жылдан 5 жылға дейінгі неғұрлым ұзақ мерзімді кредиттер сегментінде мөлшерлемелердің өзгеру шамасын қысқа мерзімді сегменттердегі өзгерістермен салыстыруға болады және ол 0,86 пайыздық тармақты құрады. Осылайша, банктер мөлшерлемелердің осы санатын қалыптастыру кезінде жүргізіліп отырған АКС-ты барынша ескеретін болады. Неғұрлым аз (алайда TONIA-ның елеулі әсері) заңды тұлғалар үшін 5 жылдан жоғары кредиттік мөлшерлемелер сегментінде көрінеді. Мұнда мөлшерлемелердің әсері **0,56 п.т.** жетті. Бұл мұндай кредиттер құнының ағымдағы ақша-кредит саясатының әсерінен ғана емес, сондай-ақ инфляция, ағымдағы және болашақ макроэкономикалық белгісіздік және т.б. бойынша ұзақ мерзімді күтулер ескеріле отырып қалыптасуына байланысты болып отыр.

Ақша-кредит саясаты белгісінің жеке тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлемелерге әсері әртүрлі. Оның ең күшті әсері 1 айға дейінгі мерзімдегі кредиттер сегментінде байқалады, TONIA 1 пайыздық тармаққа өзгергеннен кейін бір жыл ішінде 0,72 пайыздық тармаққа өзгерген. 1-3 ай, 3-12 ай және 1-5 жыл аралығындағы мерзімдердегі кредиттер сегментінде мерзімін бөліп төлеу үлесінің жоғары болуына байланысты серпінді өзгерістер елеусіз не

олардың дұрыс емес белгісі бар. Бұл ретте TONIA-ның 1 пайыздық тармаққа өзгеруіне байланысты **0,53 п.т.** өзгерген, мерзімі 5 жылдан жоғары кредиттер бойынша мөлшерлемелерге әсері салыстырмалы түрде жоғары болды. Мұндай айқын әсер бөліп төлеудің аз үлесін, соның нәтижесінде ақша-кредит саясатындағы өзгерістердің жоғары ықпалын білдіреді.

Ипотекалық мөлшерлемелердің серпінді әсері АКС-тағы өзгерістер ықпалының әртүрлі дәрежесін көрсетеді. Нарықтық және сол сияқты «жеңілдік берілген» қарыздар («Отбасы банкі» және «7-20-25») кіретін ипотека бойынша жалпы мөлшерлемеге монетарлық шарттардың әсері аз (бір жыл ішінде **0,14 п.т.** өзгеру). Сонымен қатар, жеңілдік берілген бағдарламалар қамтылмаған мөлшерлемеге әсері айқын болды (**0,60 п.т.**). Бұл АКС-тың ипотекалық кредиттеу мөлшерлемелерінің нарықтық бөлігіне ықпалын растайды.

Ақша нарығы мөлшерлемелерінің өзгеруінің заңды тұлғалардың депозиттері бойынша, әсіресе қысқа мерзімді сегментте мөлшерлемелерге жоғары әсері байқалады. Неғұрлым күшті әсері 1 айға дейінгі мерзімі бар салымдар бойынша байқалады, олардың мөлшерлемелері TONIA 1 пайыздық тармаққа өзгергеннен кейін бір жылда **1,02 п.т.** түзетіледі. Маңызды әсері 1 йдан 3 айға дейінгі мерзімдегі депозиттердің мөлшерлемелері бойынша да байқалады – **0,84 п.т.** Мұндай елеулі әсер заңды тұлғалардың, негізінен, өздерінің бос қаражатын қысқа мерзімді негізде басқару үшін қысқа мерзімді депозиттерді пайдалануына байланысты болуы мүмкін, ал банктер, өз кезегінде, нарықтық жағдайлардың өзгеруіне ден қойып және клиенттер үшін тартымдылықты сақтауға ұмтыла отырып, олар бойынша мөлшерлемелерді жылдам жаңартады. TONIA мөлшерлемесінің заңды тұлғалардың 3 айдан 12 йға дейінгі және 1 жылдан 5 жылға дейінгі сегменттердегі депозиттерінің мөлшерлемелеріне сандық әсері сақталады, алайда өзгеріс аз көрінеді. Мәселен, TONIA мөлшерлемесі 1 пайыздық тармаққа өзгерген кезде депозиттер бойынша бір жылда аз мерзімі аз мөлшерлемелермен салыстырғанда неғұрлым айқын жинақ сипатында болады және ағымдағы ғана емес, болашақ экономикалық жағдайды да ескереді, бұл олардың ақша нарығы мөлшерлемесінің қысқа мерзімді динамикасына әсерін төмендетеді.

Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелер жалпы алғанда TONIA пайыздық мөлшерлемесінің өзгеруіне әсер етеді, алайда заңды тұлғалар сегментімен салыстырғанда әсері аз. Неғұрлым айқын көрінген өзгеріс 1 айға дейінгі мерзімдегі салымдар бойынша байқалады, бір жылдағы өзгеріс шамасы – **0,84 п.т.** Бұл ақша нарығының базалық мөлшерлемесі мен мөлшерлемелерінің өзгеруі жағдайында қысқа мерзімді депозиттердің жиі қайта ресімделуіне байланысты болуы мүмкін және жаңа салымдар жаңартылған шарттарды бірден тіркейді. Сонымен қатар, қолданылу мерзімі орташа және ұзақ салымдарда ақша-кредит саясатының өзгеруіне мөлшерлемелердің реакциясы неғұрлым айқын, бірақ әлі де елеулі. Мәселен, TONIA 1 пайыздық тармаққа өзгерген кезде 1 айдан 3 айға дейінгі мерзімге депозиттер бойынша мөлшерлемелер **0,57 п.т.**, ал 3 айдан 12 айға дейінгі сегментте – жылына **0,27 п.т.** ұлғаяды. 1 жылдан 5 жылға дейінгі сегментте

мөлшерлеме 0,34 п.т. дейін өседі, бұл орта мерзімді сегменттегі мөлшерлемеден жоғары.

Талдаудың екінші бағыты МБҚ кірістілігінің ипотекалық мөлшерлемелерге және бизнеске кредиттер бойынша мөлшерлемелерге сандық әсері болды. Бағалау нәтижелері бойынша 1 жылға дейінгі МБҚ аукциондық мөлшерлемелерінің 1 п.т. өзгеруі бизнеске берілетін кредиттер бойынша мөлшерлеменің 1 жыл ішінде **0,9 п.т.** түзетілуіне алып келеді Халыққа берілетін кредиттер, оның ішінде ипотекалық кредиттер бойынша серпінді пікірлер статистикалық тұрғыдан елеусіз болды. Алайда, 2023 жылдан бастап халыққа кредиттер бойынша мөлшерлемелердің өсуі байқалғанын атап өткен жөн, ол МБҚ кірістілігінің тиісті динамикасымен сүйемелденді. Бұл динамика трансмиссияның осы тізбегінің елеулі жақсаруы туралы айтуға мүмкіндік бермейді, алайда БҚҚ мен МБҚ кірістілігінің мөлшерлемелердің осы санатына ықтимал әсерін жоққа шығармайды

Осылайша, алынған бағаларға сәйкес көптеген мерзімдер бөлінісінде заңды тұлғалардың кредиттік және депозиттік мөлшерлемелеріне TONIA мөлшерлемесі арқылы АКС елеулі ықпалы байқалады. Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелер де TONIA-ның өзгеруіне елеулі әсер етеді, бірақ заңды тұлғалар сегментімен салыстырғанда аз дәрежеде және неғұрлым айқын әсері қысқа мерзімді салымдар бойынша байқалады. TONIA-ның жеке тұлғалардың кредиттері бойынша мөлшерлемелерге ықпалы біртекті емес. Мәселен, TONIA-ның 1 айға дейінгі қысқа мерзімді мөлшерлемелерге және жеке тұлғалардың ұзақ мерзімді мөлшерлемелеріне (бес жылдан астам) ықпалы елеулі болып табылады, ал басқа сегменттерде бөліп төлеу үлесінің жоғары болуына байланысты ықпалын анықтау мүмкін болмады. Сонымен қатар, 1 жылға дейінгі МБҚ аукциондық мөлшерлемелері бизнеске берілетін кредиттер бойынша мөлшерлемелерге айтарлықтай әсер етеді. МБҚ нарығындағы мөлшерлемелердің халыққа берілетін кредиттер бойынша мөлшерлемелерге әсері елеусіз болды.

Пайыздық арнаның қаралған тізбегінің тиімділігін талдау бойынша алынған эмпирикалық нәтижелер мен қорытындылар бұрын жүргізілген ақша-кредит саясатының нәтижелілігін бағалауға мүмкіндік береді және полисимейкерлердің болашақ шешімдерді қабылдауы кезінде ескерілуі мүмкін.

Әдебиет тізімі

1. Angeloni, I., Kashyap, A., Mojon, B., & Terlizzese, D. (2003). Monetary transmission in the Euro area: Does the interest rate channel explain all? (NBER Working Paper No. 9984). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w9984>
2. Bank of England. (2024). *Monetary policy report – May 2024*. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2024/may-2024>
3. Drechsler, I., Savov, A., & Schnabl, P. (2017). The deposits channel of monetary policy. *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1819–1876. <https://doi.org/10.1093/qje/qjx019>
4. Franzén, L., Skalin, J., & Reitz, J. (2018). Monetary policy transmission in Southeast Asia: Heterogeneous responses and structural constraints. *Journal of Emerging Market Finance*, 17(2), 195–220.
5. Hanson, S. G., & Stein, J. C. (2015). Monetary policy and long-term real rates. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 429–448. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.11.001>
6. Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3–10. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.3>
7. Халықаралық Валюта Қоры (2024). Monetary policy pass-through to interest rates: Stylized facts from 30 European countries (IMF Working Paper No. 2024/009). <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/01/12/Monetary-Policy-Pass-Through-to-Interest-Rates-Stylized-Facts-from-30-European-Countries-543715>
8. Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі. (2023). Ақша-кредит саясаты туралы баяндама. 2023 мамыр.
9. Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі. (2023). Ақша-кредит саясатының 2030 жылға дейінгі стратегиясы. <https://nationalbank.kz/ru/news/monetary-policy-strategy/rubrics/2010>
10. С.Р. Моисеев (2017). Одиссея инфляционного таргетирования: к новым вызовам денежно-кредитной политики. *Вопросы экономики*, (10), 50–70. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-10-50-70>
11. Р. Оразалин (2018). Қазақстан Республикасындағы ақша-кредит саясатының трансмиссиялық тетігі (№ 2018-3 Экономикалық зерттеу). Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі <https://nationalbank.kz/ru/news/issledovaniya?page=6>
12. Б. Рабинович, Е. Петренева, К. Вировец (2025). Особенности работы трансмиссионного механизма в 2023–2024 годах https://www.cbr.ru/content/document/file/174676/analytic_note_20250321_dip.pdf