



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

ВЛИЯНИЕ СТАВОК ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И РЫНКА ГЦБ НА СТОИМОСТЬ ОСНОВНЫХ БАНКОВСКИХ ПРОДУКТОВ В КАЗАХСТАНЕ: ЭМПИРИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА

Департамент денежно-кредитной политики

Экономическое исследование №2026-7

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

Экономические исследования и аналитические записки Национального Банка Республики Казахстан (далее – НБРК) предназначены для распространения результатов исследований НБРК, а также других научно-исследовательских работ сотрудников НБРК. Экономические исследования распространяются для стимулирования дискуссий. Мнения, высказанные в документе, выражают личную позицию автора и могут не совпадать с официальной позицией НБРК.

Влияние ставок денежного рынка и рынка ГЦБ на стоимость основных банковских продуктов в Казахстане: эмпирическая оценка

Июнь 2026г

NBRK – WP – 2026 –7

© National Bank of the Republic of Kazakhstan (2026). Все права сохранены. Краткие выжимки не более одного параграфа могут цитироваться без разрешения автора при наличии ссылки на источник.

ISSN: 2789-150X

Влияние ставок денежного рынка и рынка ГЦБ на стоимость основных банковских продуктов в Казахстане: эмпирическая оценка

Сейдахметова Б¹.

Шамшиев М.²

Шамар Б.³

Жузбаев А⁴.

Аннотация

Данное исследование посвящено визуальному и эмпирическому анализу влияния ставок денежного рынка и рынка государственных ценных бумаг (далее – ГЦБ) на стоимость основных банковских продуктов в Казахстане. Основная цель исследования заключалась в анализе и оценке степени эффективности функционирования данных элементов процентного канала трансмиссионного механизма монетарной политики. В ходе исследования были оценены импульсные отклики ставок банковских продуктов на изменение ставки TONIA (прокси базовой ставки) и доходностей ГЦБ на основе VAR моделей. По результатам анализа выявилось, что ставки по депозитам и кредитам юридических лиц различной срочности, а также «рыночная» ипотечная ставка, очищенная от Отбасы Банка и программы «7-20-25», ощутимо реагируют на изменение ставки TONIA. При этом влияние ставки TONIA на общую ставку по ипотеке и на ставки по потребительским кредитам менее выражено. Влияние доходностей ГЦБ на кредитные ставки населению и «рыночную» ставку по ипотеке оказалось незначимым. Вместе с тем, изменение на 1п.п. аукционных ставок ГЦБ до 1 года приводит к значимому росту ставки по кредитам бизнесу. Полученные выводы могут быть использованы в рамках дальнейшего повышения эффективности денежно-кредитной политики.

Ключевые слова: доходность ГЦБ, доходность первичных аукционов, индекс доходности ГЦБ, импульсные отклики, ставка по депозитам, ставка по ипотеке, ставка по кредитам физических лиц, ставка по кредитам юридических лиц, NS, TONIA, VAR-модель

JEL-классификация C3, C32, E43, E52

¹ Сейдахметова Баян – заместитель начальника управления монетарного анализа, Департамент денежно-кредитной политики, Национальный Банк Республики Казахстан. E-mail: Bayan.Seidakhmetova@nationalbank.kz

² Шамшиев Мурат – заместитель начальника управления монетарного анализа, Департамент денежно-кредитной политики, Национальный Банк Республики Казахстан. E-mail: Murat.Shamshiyev@nationalbank.kz

³ Шамар Бауыржан – заместитель начальника управления монетарного анализа, Департамент денежно-кредитной политики, Национальный Банк Республики Казахстан. E-mail: Bauryrzhanshamar@nationalbank.kz

⁴ Жузбаев Адам – начальник управления монетарного анализа, Департамента денежно-кредитной политики, Национальный Банк Республики Казахстан. E-mail: Adam.Zhuzbayev@nationalbank.kz

Содержание

Введение	5
1. Обзор литературы	6
2. Исторический анализ кредитных и депозитных ставок	9
3. Методология исследования и использованные данные	19
4. Обсуждение результатов.....	23
Выводы.....	33
Список литературы	36

Введение

Проведение успешной денежно-кредитной политики (далее – ДКП) зависит от степени эффективности функционирования трансмиссионного механизма. Для успешной борьбы с инфляцией необходима полноценная работоспособность множества каналов трансмиссионного механизма, в том числе его главного элемента – процентного канала. Несмотря на достигнутые успехи, в Казахстане в настоящее время все еще сохраняются аспекты, препятствующие полноценному воздействию базовой ставки и ставок денежного рынка на стоимость банковских продуктов и ставок финансового рынка. К числу таких факторов относятся кредиты с льготными ставками, в т.ч. от квазигосударственных организаций, трансформация и цифровизация банковских продуктов с появлением и динамичным развитием механизмов рассрочек, недостаточно развитый фондовый рынок, слабозаякоренные инфляционные ожидания, недостаточный уровень финансовой грамотности и т.д. Поэтому все еще требуется усердная и последовательная работа по усилению данной цепочки процентного канала.

Цель данного исследования заключается в проведении графического и эмпирического анализа влияния ставок денежного рынка и рынка ГЦБ на стоимость основных банковских продуктов.

Предметом исследования являются ставки по депозитам и кредитам разной частотности, а также доходности на рынке ГЦБ.

В ходе исследования получена количественная оценка влияния ставок денежного рынка на депозитные и кредитные ставки, а также влияние доходностей ГЦБ на «рыночные» ипотечные ставки и ставки по кредитам бизнесу.

Актуальность исследования обусловлена тем, что процентный канал является основным каналом воздействия денежно-кредитной политики на формирование инфляционных процессов. Кроме того, с 2018 года полноценная эмпирическая оценка рассматриваемой цепочки процентного канала практически не производилась. Вместе с тем, до настоящего времени накоплены данные за период более 10 лет проведения инфляционного таргетирования, что позволяет провести актуализацию оценок по работоспособности процентного канала. Полученные эмпирические результаты позволят принимать более оптимальные решения по ДКП.

В первой части исследования приведен обзор литературы по функционированию процентного канала в других странах (в том числе по влиянию ДКП на ставки по банковским продуктам) и в Казахстане. Вторая часть посвящена графическому анализу исторической динамики ставок денежного рынка и процентных ставок по банковским продуктам. В третьей части представлены результаты количественной оценки влияния ставок денежного рынка и ГЦБ на стоимость основных банковских продуктов с применением импульсных откликов VAR-модели. В заключении обсуждаются полученные результаты.

1. Обзор литературы

Процентный канал и его цепочки по влиянию ставок денежного рынка и рынка ГЦБ на стоимость банковских продуктов являются одним из основных механизмов трансмиссии денежно-кредитной политики, посредством которого изменение ключевой ставки центральным банком прежде всего воздействует на уровень ставок во всех сегментах финансового рынка, формируя исходный импульс для последующего влияния на экономическую активность и инфляционные процессы. Теоретическая база процентного канала основана на неокейнсианских моделях, в которых процентные ставки являются главным инструментом влияния на макроэкономические переменные. Согласно Mishkin (1995), центральный банк, повышая процентную ставку, делает заимствование более дорогим, что снижает спрос на кредиты со стороны бизнеса и домохозяйств. В хорошо функционирующей финансовой системе изменение ключевой ставки должно быстро и с высокой степенью передачи отражаться на рыночных ставках по депозитам, кредитам и другим финансовым инструментам.

Эмпирические исследования в развитых странах предоставляют обширные доказательства функционирования процентного канала в части влияния монетарной политики на ставки банковских продуктов. Так, исследование Drechsler и др. (2017), основанное на данных коммерческих банков США, показало, что повышение ключевой ставки Федеральной резервной системы на 1 п.п. приводит к росту ставок по депозитам на 0,4-0,6 п.п. в течение одного квартала. Кроме того, авторы отмечают, что эффективность передачи процентной политики зависит не только от решений центрального банка, но и от структуры банковского сектора. В частности, было выявлено, что банки, занимающие лидирующие позиции на рынке и обладающие значительным влиянием, менее склонны повышать процентные ставки по депозитам. Это, с одной стороны, способствует росту их прибыльности, но, с другой, ограничивает приток новых вкладов.

В исследовании Hanson и Stein (2015) подчеркивается высокая чувствительность долгосрочных финансовых инструментов к изменениям в политике центрального банка, особенно в контексте трансмиссии процентных ставок. В частности, установлено, что при росте доходности 10-летних государственных облигаций США на 1 п.п. средняя ставка по ипотечным кредитам с фиксированной ставкой увеличивается примерно на 0,9 п.п., что свидетельствует о тесной связи между долгосрочными рыночными ставками и условиями розничного кредитования. При этом авторы отмечают высокую уязвимость домохозяйств с высокой долговой нагрузкой, для которых рост стоимости кредитов существенно влияет на уровень доступности жилья и финансовую устойчивость. Таким образом, первичные цепочки процентного канала монетарной политики приобретают значимость не только в контексте макроэкономического воздействия, но и с точки зрения социальных последствий.

Angeloni и др. (2003) проводят анализ механизмов передачи монетарной политики в Еврозоне и показывают, что классический процентный канал

оказывает значимое влияние в странах с развитой финансовой системой. Вместе с тем, в странах с менее совершенными финансовыми рынками эффект трансмиссии процентных ставок выражен слабее и проявляется с задержкой. Данные выводы подтверждаются в исследовании Международного валютного фонда (2024), где показано, что слабая конкуренция в банковском секторе, в дополнение к избыточному объему депозитов при ограниченных возможностях кредитования, ослабляет стимулы банков к повышению депозитных ставок в ответ на ужесточение денежно-кредитной политики. В результате процентный канал в таких странах действует менее эффективно, особенно в части передачи на ставки по депозитам.

Схожие закономерности можно наблюдать и в других развитых экономиках. Например, в Великобритании эффективность процентного канала также демонстрирует высокую степень передачи изменений базовой ставки на ставки по потребительским и ипотечным кредитам. Согласно данным Банка Англии (2024), изменения ключевой ставки находят отражение в розничных и ипотечных ставках практически полностью уже в течение одного квартала. Особенно быстро реагируют кредиты с плавающей процентной ставкой, для которых коэффициент передачи составляет от 0,8 п.п. до 1,0 п.п. в зависимости от типа продукта. Высокий уровень конкуренции на банковском рынке и развитая финансовая инфраструктура делают данные элементы процентного канала в Великобритании одним из наиболее эффективных и оперативных среди развитых экономик.

В странах с переходной экономикой и менее развитыми финансовыми рынками эффективность первичных цепочек процентного канала нередко оказывается ограниченной. Это связано как с институциональными слабостями, так и с недостаточной глубиной и ликвидностью финансовых рынков. Моисеев (2017), анализируя опыт России, указывает, что в условиях незрелости межбанковского рынка и ограниченного круга активных участников передача сигналов ключевой процентной ставки на поведение банков и небанковского сектора затруднена. В отдельные дни в целом могут отсутствовать межбанковские сделки, что приводит к невозможности корректного расчета рыночной процентной ставки, ослабляет связь денежного рынка с реальной экономикой и создает риск манипулирования со стороны отдельных участников. Рабинович и др. (2025) отмечают функционирование процентного канала денежно-кредитной политики в России в 2023–2024 годах, однако его эффективность ограничена влиянием внешних шоков, геополитической неопределенностью, введением санкций против отдельных эмитентов и др. При этом наиболее значимым фактором, ограничивающим работу процентного канала, является влияние льготных программ, в частности в розничном сегменте, в связи с широко распространившимися программами льготной ипотеки.

Согласно Franzén и др. (2018), передача изменений ключевой ставки центрального банка на рыночные процентные ставки в Индонезии осуществляется неполностью и с временным лагом. Так, снижение базовой ставки центрального банка в среднем приводит к уменьшению ставок по

кредитам лишь на 40–60% от изменения с лагом до одного года. Причины низкой чувствительности включают слабую конкуренцию в банковском секторе, ограниченную ликвидность межбанковского рынка, высокую долю депозитного финансирования в структуре обязательств банков, а также недостаточно развитую инфраструктуру операций денежного рынка, включая рынок РЕПО. Кроме того, высокий уровень долларизации и нестабильность валютного курса подрывают доверие к процентной политике как к якорю инфляционных ожиданий.

Исследование Оразалина (2018) демонстрирует, что процентный канал в Казахстане в анализируемый период (2008–2017 гг.) менее эффективен по сравнению с каналом обменного курса, что обусловлено рядом структурных особенностей экономики и финансового сектора, в т.ч. включая высокий уровень долларизации, регулирование ставок по депозитам физлиц, преобладание льготных программ и др. В Стратегии денежно-кредитной политики Республики Казахстан до 2030 года (Национальный Банк РК, 2023) подчеркивается, что влияние процентной политики на стоимость банковских продуктов ограничено наличием избыточной ликвидности на денежном рынке, что снижает стимулы для банков к корректировке ставок. Кроме того, на рынке кредитования наблюдается искажение справедливой стоимости ресурсов, в том числе из-за отсутствия сформированной рыночной кривой доходности. Тем не менее, несмотря на обозначенные ограничения, процентный канал признается основным механизмом воздействия денежно-кредитной политики на инфляционные процессы, и большая часть запланированных мер регулятора направлена именно на повышение его эффективности.

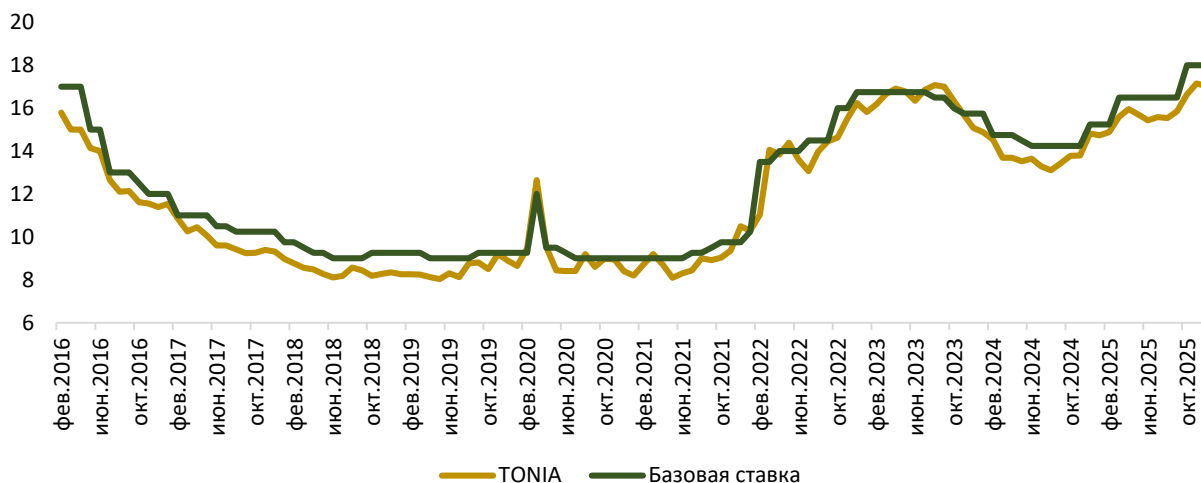
Согласно докладу Национального Банка РК о денежно-кредитной политике (2023), наиболее ощутимая реакция на изменение ставки TONIA наблюдается со стороны краткосрочных депозитов и кредитов юридических лиц, ставки по которым повышаются в ответ на ужесточение денежно-кредитных условий. Передача процентных сигналов на розничный сектор также прослеживается, особенно по вкладам физических лиц, однако по кредитам домохозяйствам степень передачи выражена слабее, особенно в сегменте потребительского кредитования.

Таким образом, в странах с развитой финансовой системой (США, Великобритания, Еврозона) процентная трансмиссия демонстрирует высокую степень воздействия, поскольку изменения ключевой ставки оперативно отражаются на рыночных ставках. Эффективность данного элемента процентного канала усиливается при высокой конкуренции в банковском секторе, развитом рынке ценных бумаг и устойчивом доверии к действиям центрального банка. В странах с переходной экономикой и менее развитыми финансовыми рынками передача сигналов ключевой ставки происходит с временным лагом и сниженной амплитудой, а степень реакции ставок по кредитам и депозитам существенно зависит от институциональных факторов, таких как долларизация, уровень конкуренции и развитость финансовой инфраструктуры.

2. Исторический анализ кредитных и депозитных ставок

С момента перехода на инфляционное таргетирование TONIA является оперативным индикатором денежно-кредитной политики и отражает текущую стоимость денег в экономике, что позволяет использовать ее в текущей работе как прокси-переменную для базовой ставки (рисунок 1).

Рисунок 1. Базовая ставка и TONIA



Спреды между TONIA и ставками по кредитам и депозитам являются важным индикатором эффективности трансмиссии денежно-кредитной политики и влияния базовой ставки на ставки банковских продуктов. Они позволяют оценить, как быстро и полно изменения базовой ставки передаются на конечные условия для заемщиков и вкладчиков. Кредитные спреды отражают премию за риск, издержки и особенности ценообразования, тогда как депозитные спреды – уровень конкуренции и ликвидности в банковской системе. Анализ динамики и структуры этих спредов помогает выявить, в каких сегментах передача монетарных импульсов наиболее эффективна, а где она ослаблена или искажена.

Анализ ставок по кредитам

Спреды между ставкой TONIA и кредитными ставками юридических лиц являются положительными и демонстрируют различную динамику в зависимости от срока кредитования. При этом общий тренд ставок демонстрирует однонаправленность с динамикой изменения TONIA за исключением отдельных периодов единичных скачков. Особенно заметны расхождения в периоды значительного повышения ставки в 2022–2023 гг., когда банковские ставки не всегда синхронно следовали за базовой ставкой, и спред был относительно меньше (рисунки 2 и 3). Это может частично отражать эффект неожиданности, связанный с решениями денежно-кредитной политики и их влиянием на ставки.

В целом, чем короче срок кредита, тем быстрее и сильнее ставка реагирует на изменение ставки TONIA. С удлинением срока реакция становится более инертной, а спреды более волатильными. Это вполне

обосновано, так как в краткосрочном сегменте условия заимствования обновляются чаще, а сами кредиты ориентированы на покрытие операционных целей бизнеса, чувствительных к изменению стоимости фондирования.

Для краткосрочных кредитов до 1 года спред остается относительно стабильным. Это свидетельствует о том, что ставки по краткосрочным кредитам быстро реагируют на изменение стоимости денег.

Так, например, средний спред по кредитам юрлиц в сегменте до 1 месяца составляет 3,5 п.п. при низком стандартном отклонении в 1,1 п.п., что указывает на высокую стабильность и быструю реакцию на изменение в ДКП. Сегменты от 1 до 3 месяцев и от 3 месяцев до 1 года также демонстрируют умеренные спреды в 3,1 п.п. и 3,0 п.п., соответственно, и низкую волатильность (ст. отклонение 1,0 п.п.) (приложение, рисунок 1).

Наиболее высокую волатильность демонстрируют ставки сегмента от 1 года и выше, особенно в период до 2020 года. Например, в сегменте более 5 лет среднее значение спреда составляет 3,9 п.п., но стандартное отклонение достигает 2,7 п.п., что указывает на значительный разброс значений. Предположительно, это связано с индивидуальными условиями кредитования в этом сегменте, поскольку долгосрочные кредиты предоставляются реже и, возможно, крупным заемщикам, учитывая наличие у них ликвидного залогового обеспечения и более длительного периода отчетности по деятельности предприятия. Кроме того, на динамику ставок может влиять наличие льготных программ, которые искажают рыночную стоимость заимствований и усиливают разброс значений.

Рисунок 2. Спред между ставкой TONIA и ставками по кредитам юридических лиц

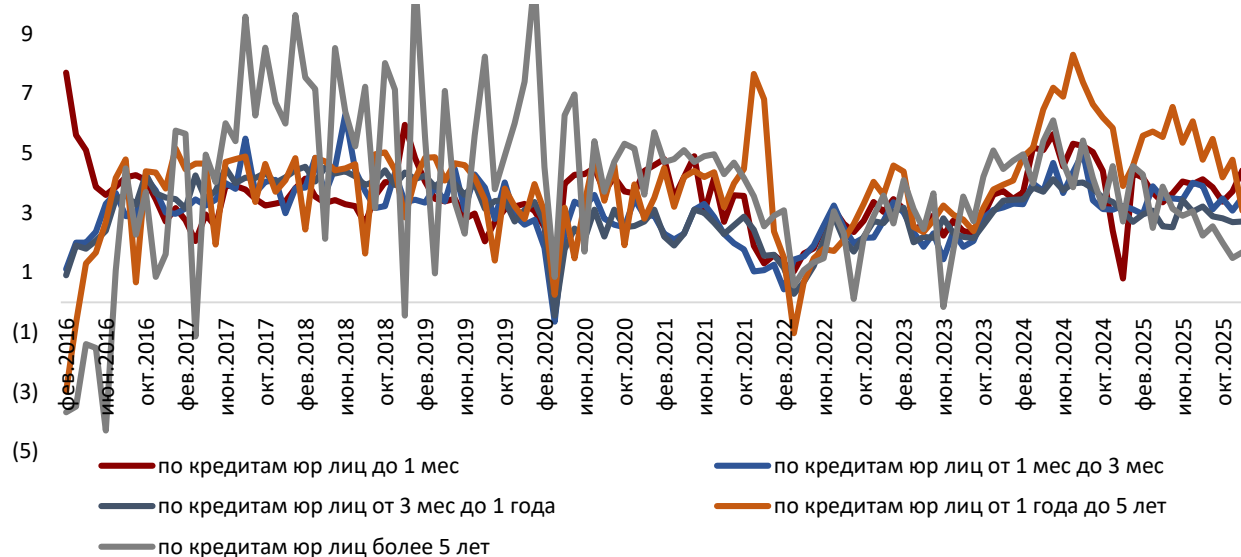
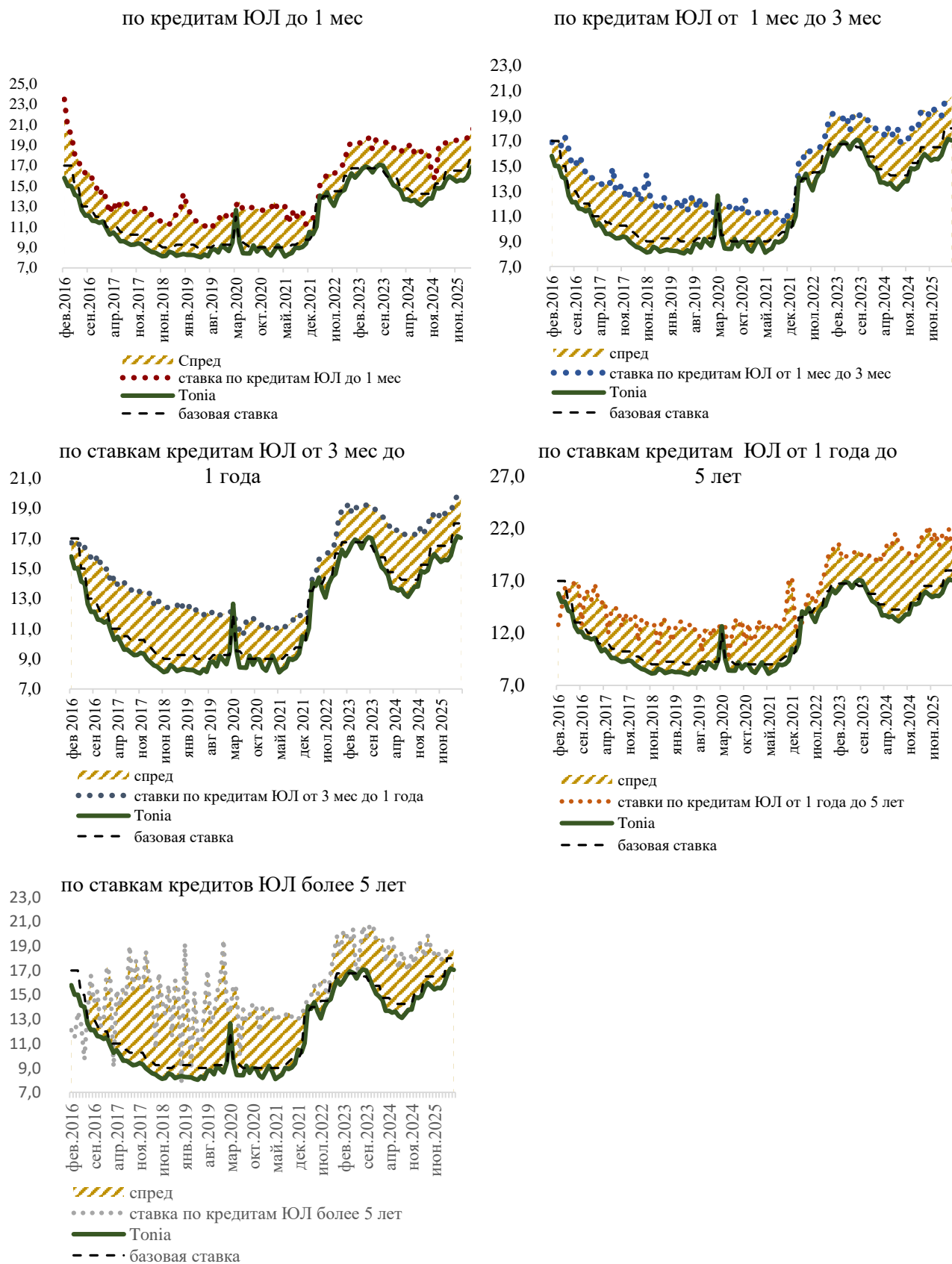


Рисунок 3. Спред между ставкой TONIA и ставками по кредитам юридических лиц отдельно



Спреды между ставкой TONIA и ставками по кредитам физических лиц демонстрируют менее выраженную стабильность по сравнению с корпоративным сегментом (рисунок 4 и 5). Несмотря на общий рост ставок в 2022–2023 гг., розничные ставки не всегда синхронно следовали за динамикой TONIA, что указывает на меньшую чувствительность этого сегмента к краткосрочным процентным колебаниям. Особенно это заметно в сегменте ипотечного и среднесрочного потребительского кредитования, где присутствует влияние государственных льготных программ, а также прослеживается эффект рассрочек.

Краткосрочные кредиты физическим лицам сроком до 1 месяца демонстрируют относительно высокую маржу к ставке TONIA. Средний уровень спреда составляет 12,1 п.п., при медианном значении 11,4 п.п. и стандартном отклонении 5,2 п.п., что отражает значительную премию за риск и высокую нестабильность в динамике ставок. Такая величина обусловлена спецификой сегмента, так как, возможно, заемщики готовы обслуживать более высокую процентную ставку ввиду краткосрочного характера займов. При этом в 2023-2024 гг. наблюдается тенденция к росту спреда даже в периоды снижения базовой ставки. Это, вероятно, связано с ростом цифровизации получения займов для индивидуальных предпринимателей и населения, так как, несмотря на повышение доступности данных кредитов, они одновременно усиливают поведенческие риски и приводят к удорожанию заимствований.

По мере увеличения срока кредитов физлиц спреды снижаются, медианные значения близки к средним, при этом все же остаются высокими (до 3 мес – около 5 п.п., больше 3 мес и до 5 лет – около 9 п.п.). Кроме того, они также демонстрируют высокую волатильность, что связано с более широким распространением рассрочек в данном сегменте, скрытых комиссий и «нулевых» ставок. Формально спреды ниже, но эффективная стоимость кредита искажена из-за таких статистических особенностей.

Долгосрочные кредиты (более 5 лет), напротив, демонстрируют схожую динамику со ставкой TONIA и имеют относительно низкий спред (в среднем 3,1 п.п.), что в большей мере может быть связано с преобладанием ипотечных займов, как правило, выдаваемых под низкие ставки в рамках жилищных программ. При этом ставки по ипотеке по-разному реагируют на изменение базовой ставки. Так общая ставка, включающая льготные программы, в большей степени реагирует на изменение в этих программах (например, существенное сокращение финансирования по программе «7-20-25» с 2023 года), тогда как спред между ставкой рыночной (очищенной) ипотеке к TONIA менее волатилен.

Таким образом, розничные кредиты характеризуются частично независимой от краткосрочной ставки динамикой. Ставки здесь формируются под воздействием не только рыночных условий, но и нерыночных факторов, в том числе регуляторных решений, структурной политики и ожиданий домохозяйств (в следующем разделе по эмпирическим оценкам более подробно рассматриваются причины такого поведения ставок).

Рисунок 4. Спред между ставкой TONIA и ставками по кредитам физических лиц

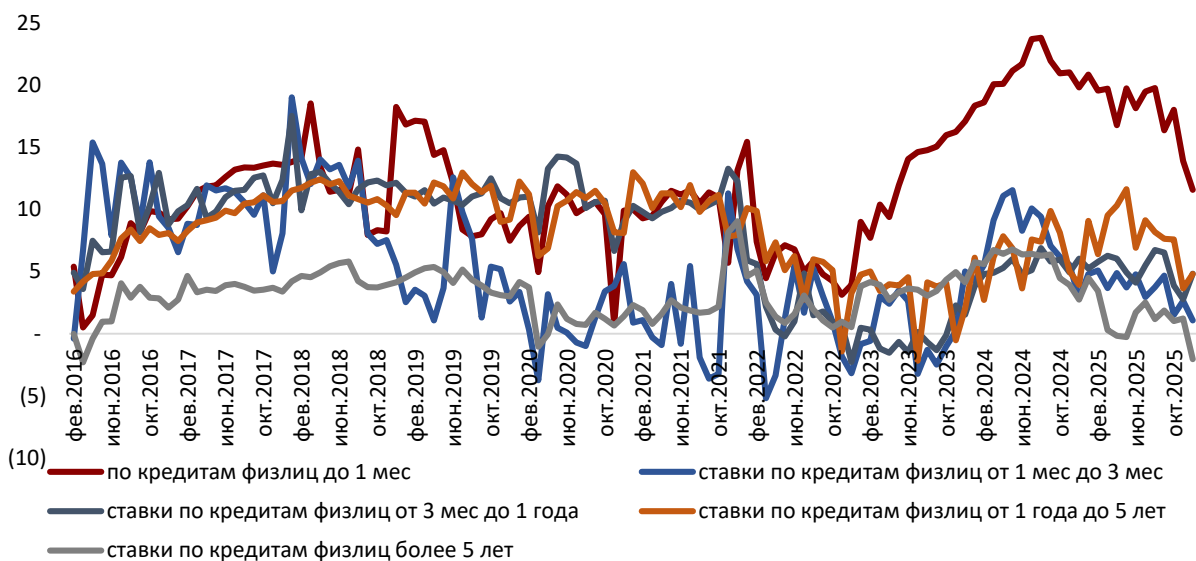
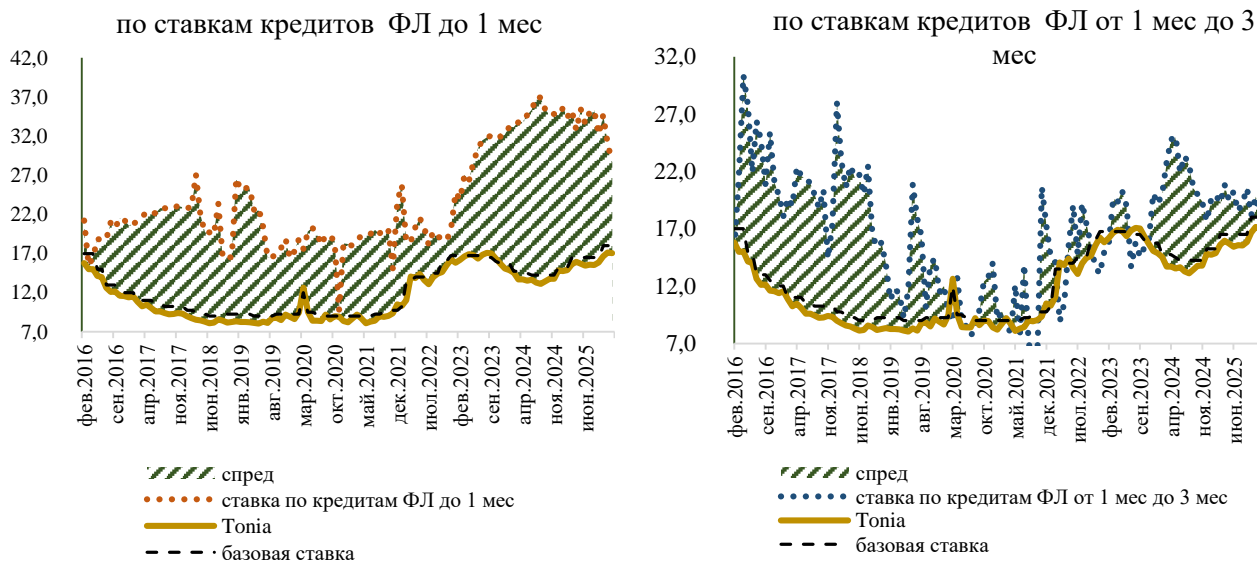
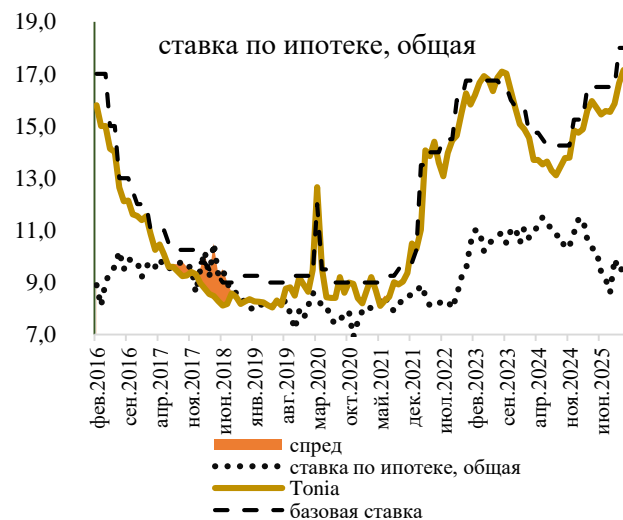
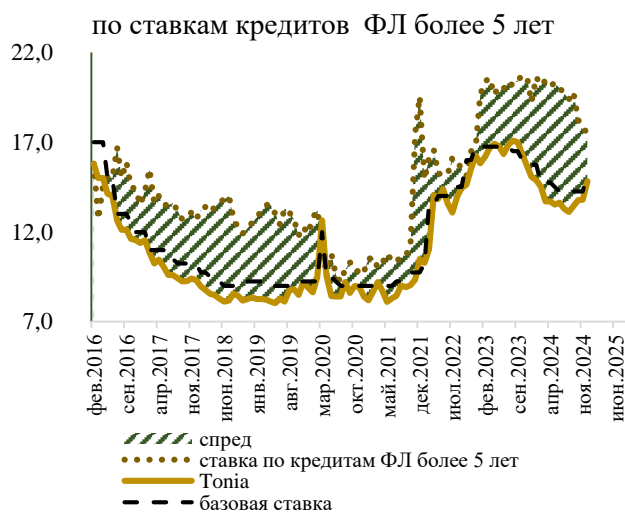
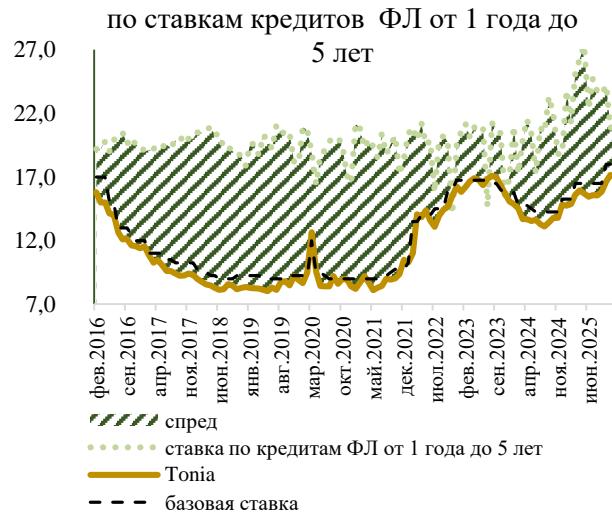
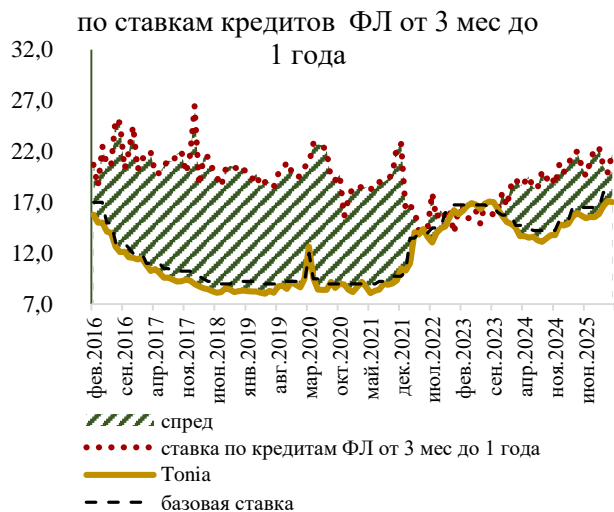


Рисунок 5. Спред между ставкой TONIA и ставками по кредитам физических лиц отдельно





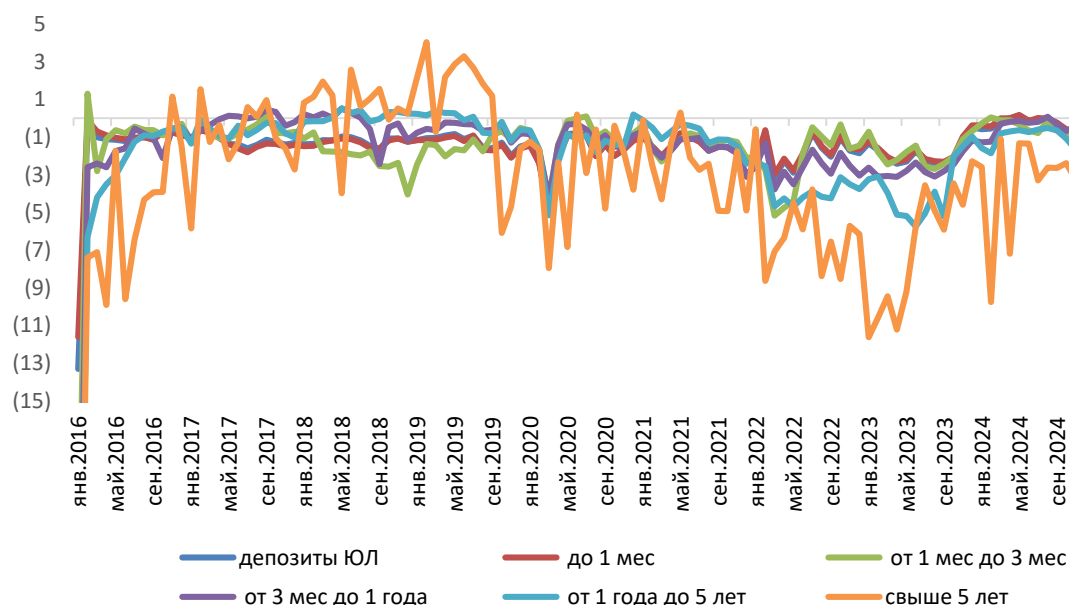
Анализ ставок по депозитам

Историческая динамика изменения ставок по депозитам в Казахстане складывалась под влиянием внедрения инфляционного таргетирования и, соответственно, внедрения инструмента базовой ставки в 2016 году, периодов турбулентности в 2020 и 2022 годах на фоне пандемии и обострения

геополитической ситуации вокруг России и Украины, а также на фоне изменения денежно-кредитных условий. Дополнительно на стоимость депозитов физических лиц оказывало влияние регулирование предельных ставок.

Период с начала внедрения ИТ до 2019 г. Значительное влияние на динамику изменения ставок по депозитам повлиял переход к режиму инфляционного таргетирования в 2015 году. Отказ от фиксированного курса тенге сопровождался ростом инфляционных и девальвационных ожиданий, а также повышенной неопределенностью на валютном и финансовом рынках. В этих условиях для предотвращения массового оттока банки стали повышать ставки по тенговым вкладам. Ставки по краткосрочным депозитам юрлиц (до 1 мес.) достигли своего максимального значения 31,3% в январе 2016 года, при этом спред между ставкой и TONIA составил (-)11,6 п.п. Тем не менее, после установления базовой ставки на уровне 17% в феврале 2016 года и снижения волатильности на денежном рынке ставки по депозитам стабилизировались. Снижались размеры спредов между ставками по депозитам и ставкой TONIA: с февраля 2016 года до декабря 2019 года в краткосрочном сегменте (до 1 года) по вкладам юридическим лицам спреды составляли от (-) 4,0 до (+)1,3 п.п. при среднем отклонении 0,6 п.п. (рисунки 6 и 8). Более широкий спред наблюдался по долгосрочным депозитам (сроком более года), который доходил до (-)10,0 п.п. при среднем отклонении 1,8 п.п.

Рисунок 6. Спред между ставкой TONIA и ставками по депозитам юридических лиц



Спред между ставками по вкладам физлиц и ставкой TONIA в этот период характеризовался низким уровнем и незначительной волатильностью (рисунки 7 и 9). По мере повышения сроков увеличивался размер спредов: в сегменте до 1 месяца средний спред составил (-)1,9 п.п. при стандартном

отклонении 1,34 п.п. По вкладам сроком 1-3 месяца спред становится положительным 0,4 п.п. (со стандартным отклонением 1,7 п.п.), что указывает на появление премии за срочность. В сегменте 3-12 месяцев спред увеличивается до 1,3 п.п. (1,5 п.п.), а по долгосрочным вкладам 1-5 лет – до 1,6 п.п. (2,0 п.п.).

Таким образом, по мере увеличения срока размещения средств формируется восходящая структура спредов – от отрицательных значений в самом коротком сегменте до устойчивой положительной премии в средне- и долгосрочных вкладах.

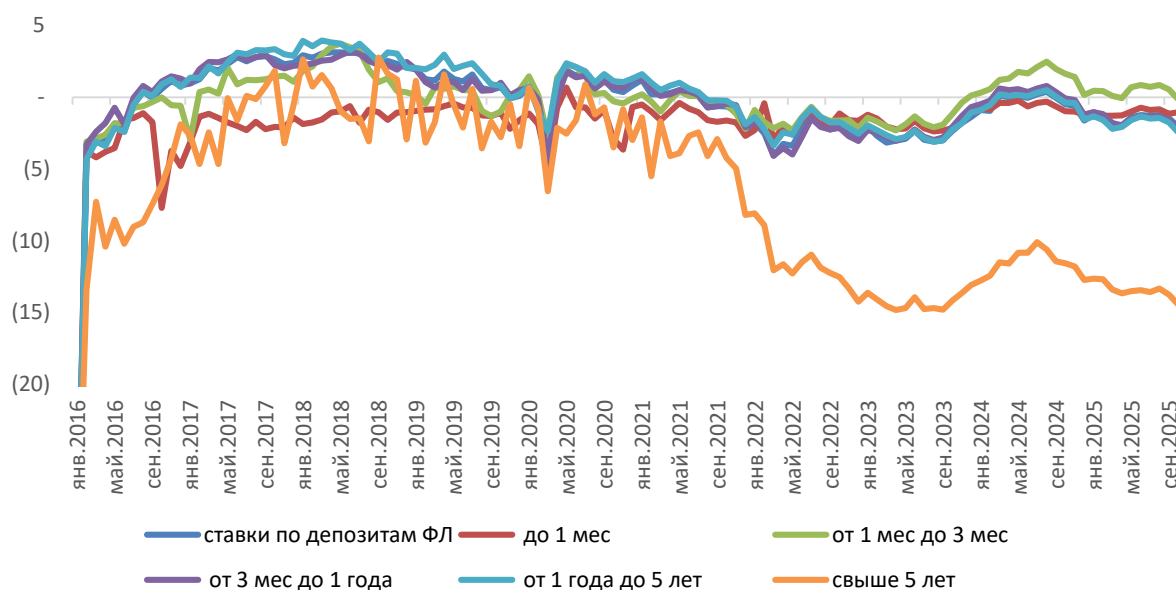
Сравнительно небольшая волатильность по вкладам физлиц связана с регулированием предельных ставок со стороны АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов» (КФГД), ограничивающим возможность банков завышать ставки для населения. В целом рыночные ставки по депозитам населения постепенно упорядочились и синхронизировались с траекторией ставки TONIA. Определенное влияние на стоимость депозитов населения оказали внедрение в 2018 году сберегательных вкладов с более повышенными ставками, а также изменения в методологии КФГД по установлению предельных ставок по категориям вкладов (несрочные, срочные, сберегательные) в зависимости от срочности, условий пополнения. Предельные ставки по несрочным вкладам и некоторым категориям срочных и сберегательных тенговых вкладов были привязаны к базовой ставке, что усиливало ее влияние на рынок.

Период 2020–2022 годов характеризовался присутствием отрицательных спредов между депозитными ставками и ставкой TONIA, что было обусловлено высокой неопределенностью и резкими изменениями макроэкономических условий (пандемия COVID-19, девальвационные риски, рост инфляции и геополитическая напряженность сопровождалась отрицательными спредами). Особенно заметно это проявилось в начале 2022 года, когда ситуация усугубилась резкими инфляционными и геополитическими шоками, в ответ на которые базовая ставка была оперативно повышена до 16,75%, однако доходности по депозитам росли медленнее.

По юридическим лицам средние спреды по депозитам сроком до 1 года варьировались от (-)1,6 до (-)1,8 п.п. при стандартном отклонении в пределах 0,8-1,3 п.п., а по долгосрочным депозитам (сроком 1-5 лет) достигали (-) 2,1 п.п. Корпоративные депозиты с коротким сроком размещения реагировали на рыночную конъюнктуру более оперативно, демонстрируя меньшую волатильность.

Отрицательные спреды были также зафиксированы в розничных депозитах: средние значения достигали (-)1,5 п.п. для сроков до 1 месяца, при этом волатильность в этом сегменте оставалась относительно высокой (стандартное отклонение до 1,8 п.п.).

Рисунок 7. Спред между ставкой TONIA и ставками по депозитам физических лиц



Период с 2023 по 2025 гг. В 2023 году, несмотря на сохранение базовой ставки на высоких уровнях в течение года, банки не повышали доходность вкладов (возможно в ожидании смягчения монетарной политики), что привело к сохранению выраженных отрицательных спредов между депозитными ставками и ставкой TONIA практически во всех сегментах: по юридическим лицам среднее значение спреда составило (-)1,9 п.п., по физическим лицам – (-)2,6 п.п. При этом даже в краткосрочном сегменте вкладов (до 1 месяца и от 1 до 3 месяцев), которые, как правило, быстро реагируют на изменения кредитно-денежных условий, отрицательные спреды оставались значительными.

2024 год характеризовался смягчением денежно-кредитных условий и заметным сужением спредов между доходностью по вкладам и операционной ставкой. Ставки по корпоративным депозитам практически синхронизировались с TONIA: депозиты со сроком до 1 месяца имели околонулевой спред, со сроками от 1 месяца до года формировались в пределах от (-)0,3 до (-)1,3 п.п., при этом по долгосрочным вкладам (1-5 лет) спреды складывались на более высоком уровне – от (-)0,5 до (-)2 п.п. В розничном сегменте также наблюдалось сужение спредов (среднее значение по всем депозитам физлиц сложилось на уровне (-)0,3 п.п., при этом спреды по срочным депозитам 1-3 месяца показали положительное значение, что, могло отражать рост сегмента срочных вкладов, усиливающуюся конкуренцию за вкладчиков и стремление банков к стабильному фондированию.

Дополнительное влияние на ставки по розничным депозитам оказало внедрение с января 2024 года нового механизма регулирования предельных ставок со стороны КФГД, который предполагает смягчение регулирования, при этом ограничения сохранились лишь для отдельных банков. Это

обеспечило большую гибкость при установлении ставок и расширило возможности по рыночному ценообразованию вкладов.

Дальнейшая динамика депозитного рынка в конце 2024 года и в 2025 году определялась поэтапным повышением базовой ставки, которая достигла 18% в октябре 2025 года. По сравнению с предыдущим ростом базовой ставки в 2023 году реакция рынка была более ощутимой: более заметное снижение спреда наблюдалось по всем корпоративным депозитам и краткосрочным розничным депозитам, что отражает более быструю адаптацию ставок к изменениям денежно-кредитных условий.

Рисунок 8. Спред между ставкой TONIA и ставками по депозитам юридических лиц отдельно

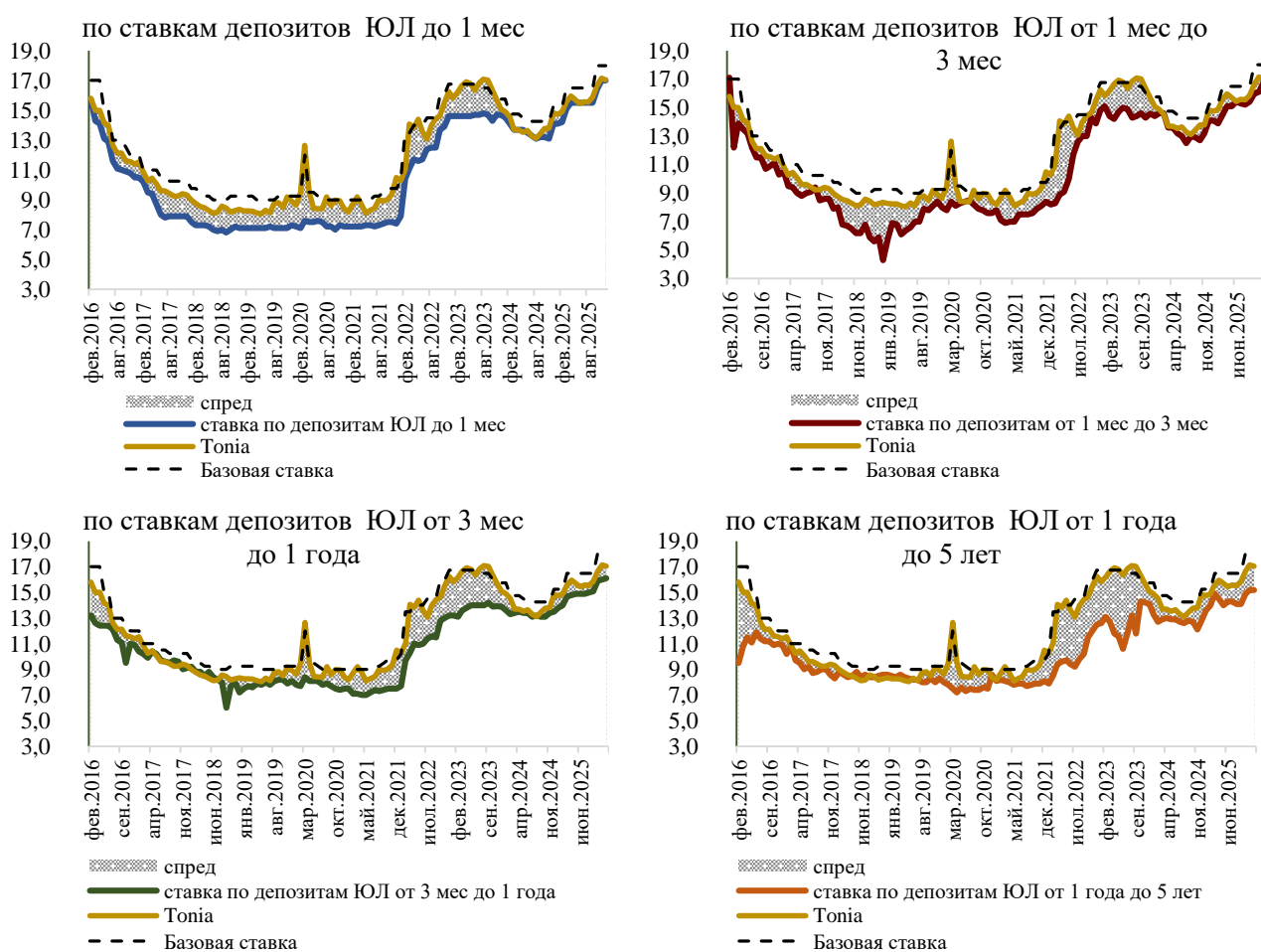
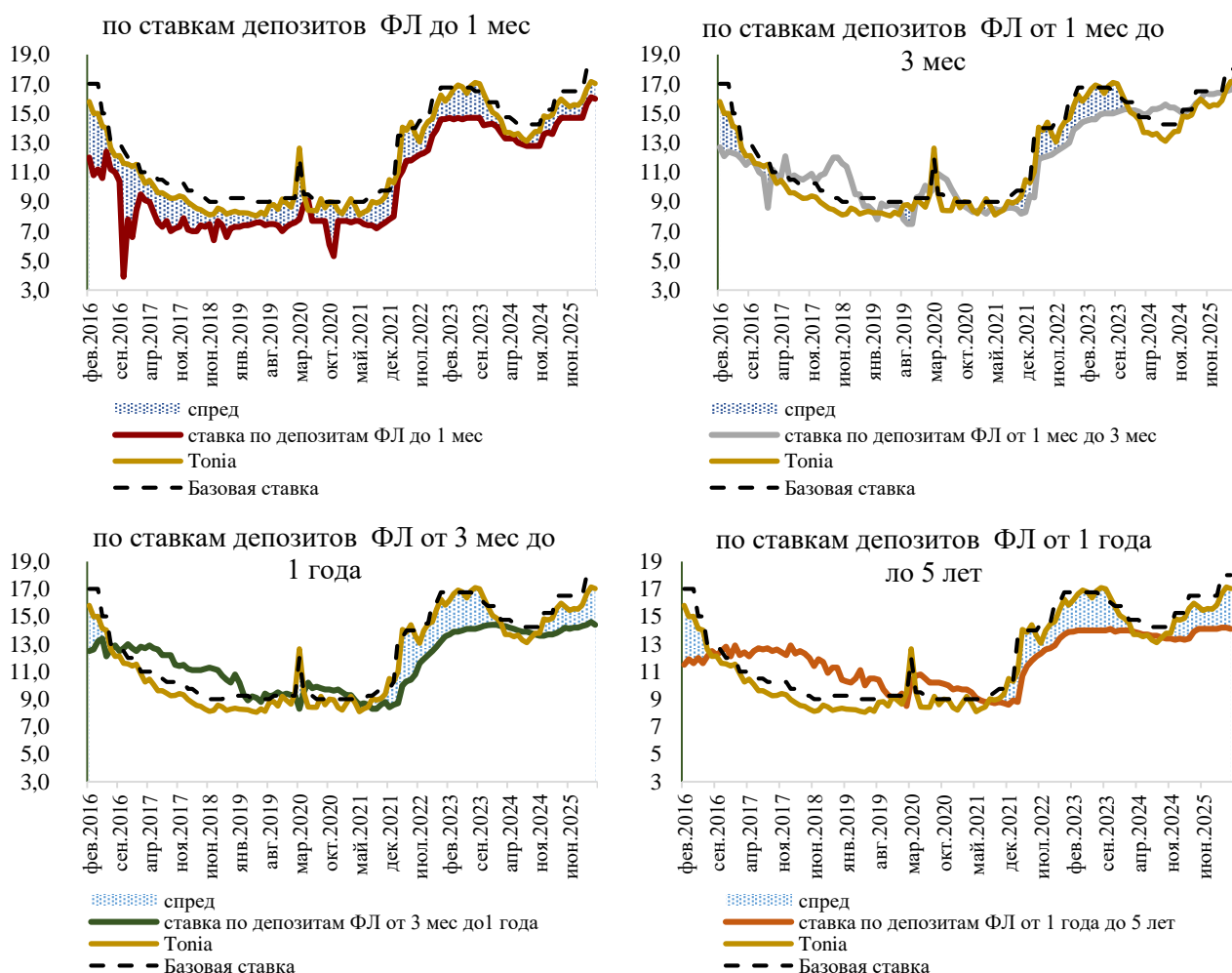


Рисунок 9. Спред между ставкой TONIA и ставками по депозитам физических лиц отдельно



3. Методология исследования и использованные данные

Исследования в области денежно-кредитной политики с использованием VAR-моделирования получили широкое распространение в экономической литературе, начиная с 1990-х годов. Первоначально подход векторной авторегрессии (VAR) был предложен Sims (1980) как альтернатива структурным макроэкономическим моделям для анализа влияния политики центрального банка на ключевые экономические переменные. В рамках настоящего исследования данный подход применяется для анализа процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Казахстана.

VAR-модель представляет собой систему уравнений, в которой значение каждой переменной зависит от ее собственных прошлых значений, а также от запаздывающих значений других переменных в системе. Такой подход позволяет учитывать сложную взаимосвязь между макроэкономическими переменными, а также оценивать, каким образом экономика реагирует на заданные шоки. В отличие от традиционных регрессионных моделей, предполагающих наличие заранее заданной

зависимой переменной и набора экзогенных объясняющих факторов, VAR рассматривает все переменные как эндогенные, что делает оценку более симметричной и теоретически обоснованной.

Математическое представление общей векторной модели авторегрессии имеет следующий вид:

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

где:

Y_t – вектор эндогенных переменных в момент времени t ,

c – вектор констант,

A_i – матрицы коэффициентов при соответствующих лагах,

p – число лагов, определяющее, сколько прошлых периодов учитывается в модели,

ε_t – вектор случайных ошибок.

На основе VAR-модели в работе рассчитываются импульсные отклики переменных на шок денежно-кредитной политики, представленный как изменение ставки TONIA на 1 п.п. Это позволяет количественно оценить, как изменение операционного ориентира ДКП, ключевой краткосрочной ставки, начинает влиять на экономику через изменение ставок по кредитам и депозитам.

Для идентификации шоков применяется метод разложения по Холецкому. Этот подход позволяет наложить структуру на систему уравнений, задав релевантный порядок, в котором переменные могут реагировать на шоки. Предполагается, что каждая переменная может реагировать только на шоки предшествующих переменных, но не на шоки последующих. Это допущение позволяет задать экономически обоснованный порядок реакции и отделить влияние монетарной политики от других факторов.

Такой метод обеспечивает интерпретируемость результатов и делает возможной более точную оценку воздействия денежно-кредитной политики на ключевые макроэкономические переменные.

Исходя из этих допущений, в модели по влиянию ставок денежного рынка на стоимость основных банковских продуктов задается следующий порядок эндогенных переменных: краткосрочный экономический индикатор (далее – КЭИ), обменный курс USD/KZT, TONIA (прокси переменная ДКП)/доходности ГЦБ, ставки по кредитам/депозитам. Помимо этого, также в модель добавлена экзогенная переменная – цена на нефть марки Brent. Это связано с тем, что нефть является важным внешним макроэкономическим фактором для Казахстана, и колебания ее цены напрямую отражаются на доходах бюджета, торговом балансе, обменном курсе и других макроэкономических переменных. Учитывая это, ее включение в модель помогает более точно отделить влияние внешних шоков и повысить точность оценки реакции экономики на монетарные импульсы.

Выбранная последовательность эндогенных переменных имеет следующее обоснование.

КЭИ задается первым в системе, что предполагает ее независимость от мгновенного влияния других переменных в модели, при этом допускается ее воздействие на них.

Следом в системе располагается переменная номинального обменного курса тенге. В рамках модели предполагается, что он способен реагировать на изменения КЭИ.

TONIA, краткосрочная ставка денежного рынка, занимает третье место в модели. Предполагается, что она реагирует на изменения в экономике и обменном курсе, но влияет на них с некоторым лагом. Это допущение отражает характер процентной ставки центрального банка как инструмента, адаптирующегося к текущим условиям и влияющего с временным лагом, свойственным трансмиссионному механизму ДКП.

В модели ставка по кредитам или депозитам размещается последней по порядку, что указывает на ее способность реагировать на шоки всех предшествующих переменных, не оказывая одновременного обратного влияния в том же периоде. Такой порядок отражает идею о том, что кредитные и депозитные ставки адаптируются к текущим макроэкономическим и монетарным условиям, в то время как их воздействие на экономику проявляется с определенным лагом.

Рассматриваемая выборка охватывает период инфляционного таргетирования с 2016 по 2025 год с использованием ежемесячных данных. Рассматриваются ставки по кредитам и депозитам в разбивке по срокам и по субъектам (таблица 1). Отдельно рассматриваются ставки по ипотечному кредитованию, общие и очищенные от кредитов, выданных на льготных условиях (ипотека Отбасы банка и программа «7-20-25»), так как они не отражают рыночные условия по ипотечным ставкам. Исключение ставок, не имеющих полноценный рыночный характер, из анализа позволяет более точно оценить динамику и поведение рыночных ипотечных ставок в ответ на корректировку денежно-кредитной политики.

Необходимость учета дифференциации по срокам обусловлена тем, что ставки различной срочности могут по-разному реагировать на изменение денежно-кредитной политики и рынка ГЦБ, отражая разную степень чувствительности. Объединение всех сроков в одну переменную может исказить эффект и привести к заниженной или завышенной оценке силы трансмиссии. Поэтому отдельное рассмотрение краткосрочных и долгосрочных ставок позволяет получить более точную картину воздействия денежно-кредитной политики и рынка ГЦБ на стоимость основных банковских продуктов.

Таблица 1. Используемые данные и их условное обозначение

ПОКАЗАТЕЛЬ	УСЛОВНОЕ ОБОЗНАЧЕНИЕ
Краткосрочный экономический индикатор (КЭИ)	kei_sa
Обменный курс тенге	usdkzt
Ставка денежного рынка	Tonia
Цена нефть (экзогенная)	oil
Ставки по депозитам	
ставки по депозитам ЮЛ ⁵ (до 1 месяца)	dep_corp_1m
ставки по депозитам ЮЛ (1-3 месяца)	dep_corp_1_3 m
ставки по депозитам ЮЛ (3 месяца - 1 год)	dep_corp_3_12
ставки по депозитам ЮЛ (1-5 лет)	dep_corp_1_5y
ставки по депозитам ФЛ ⁶ (до 1 месяца)	dep_indiv_1m
ставки по депозитам ФЛ (1-3 месяца)	dep_indiv_1_3 m
ставки по депозитам ФЛ (3 месяца - 1 год)	dep_indiv_3_12
ставки по депозитам ФЛ (1-5 лет)	dep_indiv_1_5y
Ставки по кредитам	
ставки по кредитам ЮЛ (до 1 месяца)	cred_corp_1 m
ставки по кредитам ЮЛ (1-3 месяца)	cred_corp_1_3 m
ставки по кредитам ЮЛ (3 мес - 1 год)	cred_corp_3_12m
ставки по кредитам ЮЛ (1-5 лет)	cred_corp_1_5y
ставки по кредитам ЮЛ (более 5 лет)	cred_corp_over 5 y
ставки по кредитам ФЛ (до 1 месяца)	cred_ret_1 m
ставки по кредитам ФЛ (1-3 месяцев)	cred_ret_1_3 m
ставки по кредитам ФЛ (3 мес - 1 год)	cred_ret_3_12
ставки по кредитам ФЛ (1-5 лет)	cred_ret_1_5y
ставки по кредитам ФЛ (более 5 лет)	cred_ret_over_5 y
ставки по ипотеке общая	ipoteka_all
ставки по ипотеке, очищенные от Отбасы и «7-20-25»	ipoteka_market

Для проведения последующего анализа все данные были предварительно подготовлены: отдельные переменные сезонно скорректированы, а нестационарные временные ряды трансформированы в стационарные посредством взятия первых разностей. Эти меры необходимы для соблюдения предпосылок VAR-модели и обеспечения корректности статистических оценок.

Оптимальная длина лага в VAR-модели определялась с использованием информационных критериев Акаике (AIC) и Шварца (SC), при этом в большинстве спецификаций оптимальным оказался лаг длиной в два периода.

Проверка модели включала весь комплекс необходимых диагностических тестов. Стационарность переменных подтверждена с помощью теста на единичный корень (ADF). Устойчивость VAR-модели подтверждена тем, что все корни модели находятся внутри единичного круга. Отсутствие автокорреляции остатков подтверждено результатами LM-теста. Однако был выявлен эффект гетероскедастичности в остатках, что может

⁵ ЮЛ – юридические лица

⁶ ФЛ – физические лица

повлиять на точность стандартных ошибок. Поэтому для корректного построения импульсных откликов в условиях гетероскедастичности и небольшой выборки использовался бутстрап-подход (bootstrap). Этот метод предполагает многократную переоценку модели с повторной выборкой остатков и позволяет получать доверительные интервалы, устойчивые к неоднородности дисперсии. Таким образом обеспечивается надежность стандартных ошибок и статистическая значимость оценок. Результаты, полученные с использованием бутстрап-метода, демонстрируют высокую устойчивость к гетероскедастичности и подтверждают применимость построенной VAR-модели для целей исследования. Совокупность проведенных тестов и методов оценки позволяет сделать вывод о состоятельности модели и достоверности полученных результатов.

4. Обсуждение результатов

Ставки по кредитам юридических лиц (рисунок 10). Импульсные отклики процентных ставок по кредитам юридическим лицам демонстрируют различную чувствительность к изменению денежно-кредитной политики/ставки TONIA в зависимости от срока кредитования.

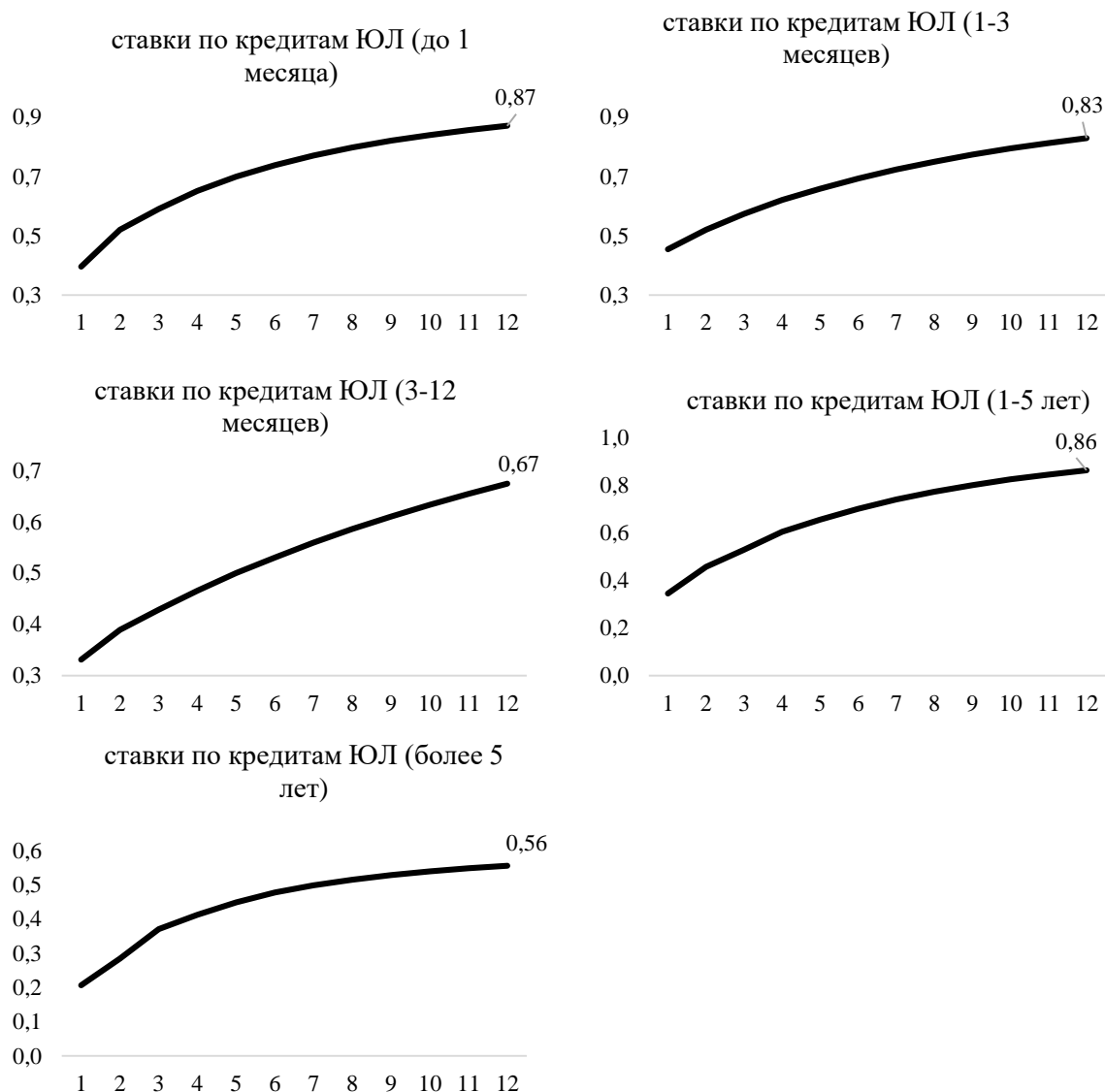
Среди всех сроков наибольшую реакцию демонстрируют ставки по краткосрочным кредитам до 1 месяца и от 1 до 3 месяцев. В первые месяцы после изменения ставки TONIA наблюдается сдвиг ставок, достигающий через год **0,87 п.п.** и **0,83 п.п.**, соответственно. Это свидетельствует о высокой чувствительности краткосрочного сегмента к изменению ставки TONIA.

Среднесрочные кредиты (3-12 месяцев) также демонстрируют положительный и существенный отклик, однако он менее выражен по сравнению с краткосрочными займами. Изменение ставок происходит более плавно и достигает около **0,67 п.п. за год.**

Примечательно, что в сегменте долгосрочных кредитов от 1 до 5 лет реакция ставок оказывается сопоставимой с краткосрочными значениями (0,86 п.п.). Это может показывать, что в условиях высокой неопределенности в будущем даже при предоставлении относительно долгосрочных кредитов банки учитывают проводимую на момент выдачи кредитов денежно-кредитную политику.

Наименьшее влияние TONIA проявляется в сегменте кредитных ставок **свыше 5 лет.** Здесь реакция ставок несколько меньше и достигает **0,56 п.п.** Это ожидаемо, так как стоимость таких кредитов формируется не только под влиянием текущих условий денежно-кредитной политики, но и с учетом долгосрочных ожиданий по инфляции, потенциальных рисков и уровня макроэкономической неопределенности и т.д.

Рисунок 10. Импульсные отклики ставок по кредитам юридических лиц в ответ на 1 п.п. изменение ставки TONIA



Источник: Расчеты авторов на основе результатов из Eviews

Ставки по кредитам физических лиц (рисунок 11). Импульсные отклики показывают, что передача сигнала денежно-кредитной политики на розничные ставки физических лиц носит неоднородный характер. Наиболее сильный отклик наблюдается в сегменте кредитов сроком до 1 месяца, при этом накопленное изменение ставки составляет 0,72 п.п. в течение года после корректировки ставки TONIA. Такой результат ожидаем, так как краткосрочные кредиты тесно связаны с текущей стоимостью фондирования, и банки быстро пересматривают условия выдачи, не сталкиваясь с более высокой неопределенностью, характерной для более длинных сроков. Дополнительно этому способствует высокая оборачиваемость и меньший уровень риска, позволяющие банкам гибко адаптировать условия под изменения монетарной политики.

В сегменте кредитных ставок от 1 до 3 месяцев импульсный отклик незначим.

В остальных сегментах (начиная с 3 месяцев) начинают преобладать рассрочки и потребительские продукты с фиксированной стоимостью, оформленные заранее, что ослабляет/искажает реакцию ставок на изменения в денежно-кредитной политике.

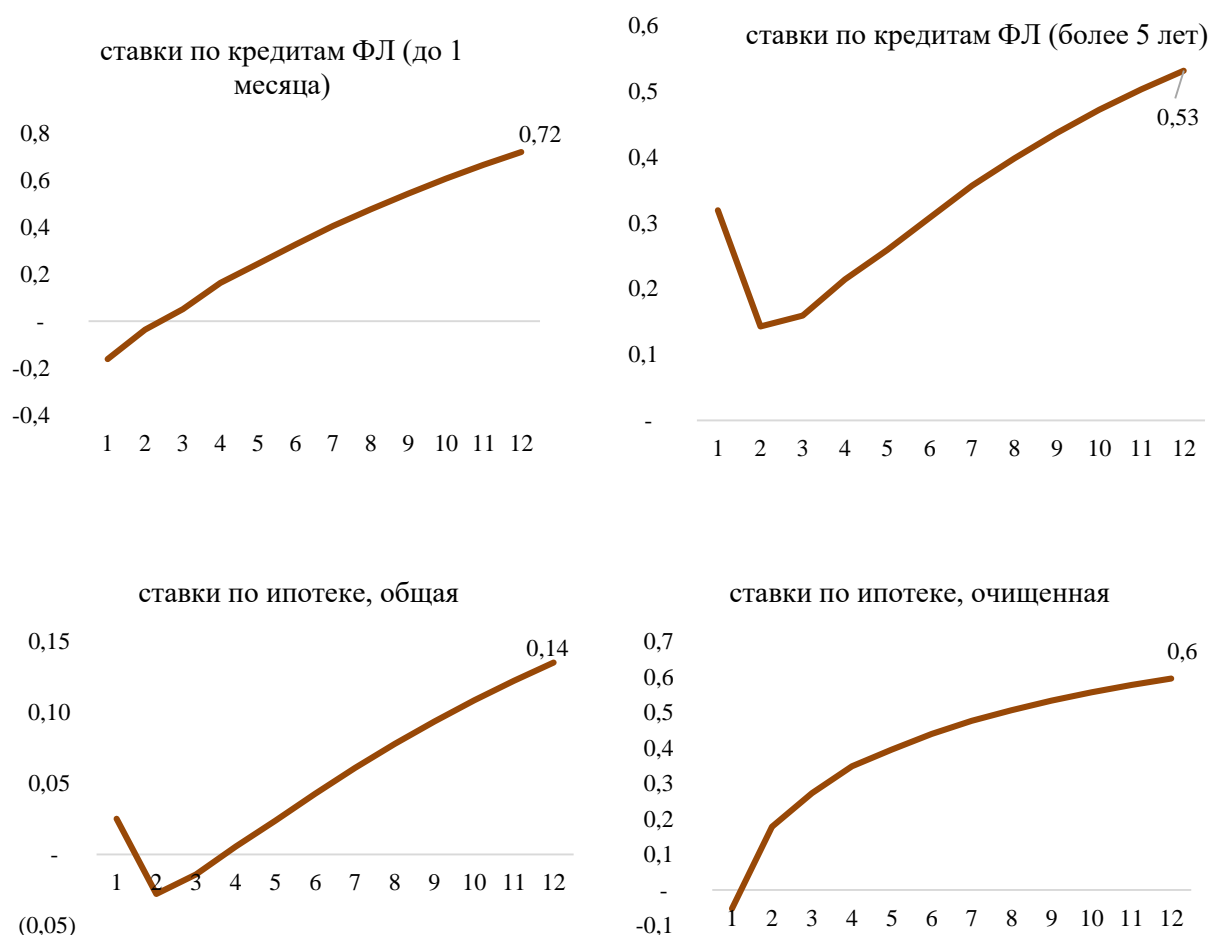
Так, в категории ставок от 3 до 12 месяцев знак отклика является некорректным на всем горизонте, что возможно отражает высокую долю рассрочек, которые в меньшей степени зависят от ДКП и наличие уровней, существенно превышающих ставку денежного рынка. В свою очередь, в сегменте от 1 года до 5 лет импульс незначим (кратковременный положительный отклик быстро нивелируется, подтверждая низкую эластичность таких займов к изменениям монетарной политики).

Помимо краткосрочных кредитов (до 1 месяца) сильную реакцию демонстрируют также ставки по кредитам сроком свыше 5 лет, которые показывают изменение на **0,53 п.п в ответ** на 1 п.п. корректировки параметров ДКП. В этом сегменте доля рассрочек значительно ниже, что обеспечивает большую чувствительность к изменениям денежно-кредитной политики.

Ставки по ипотечному кредитованию. Импульсные отклики демонстрируют разную степень чувствительности ипотечных ставок к изменению ставки НБРК в зависимости от выборки. Общая ставка по ипотеке, включающая как рыночные, так и льготные программы («Отбасы банк» и «7-20-25»), имеет слабую реакцию на изменение ДКП, и величина отклика ипотечных ставок составляет **0,14 п.п.** в течение одного года. При этом в первые 5 месяцев после изменения параметров ДКП импульсный отклик незначим. Это обусловлено тем, что значительная часть ипотечного портфеля имеет нерыночные ставки, которые не зависят от изменений денежно-кредитной политики.

В то же время ставка, очищенная от нерыночных ставок, показывает более выраженную реакцию. Накопленная за год реакция очищенных ставок составляет **0,60 п.п. в ответ** на 1 п.п. изменение ставки TONIA. Это подтверждает, что в рыночной части ипотечного кредитования данная цепочка процентного канала функционирует. Следовательно, при увеличении доли рыночной ипотеки воздействие ДКП на ипотечные ставки станет более выраженным.

Рисунок 11. Импульсные отклики ставок по кредитам физических лиц на ставку TONIA



Источник: Расчеты автора на основе результатов из Eviews

Депозиты

Ставки по депозитам юридических лиц (рисунок 12). Импульсные отклики свидетельствуют о высокой чувствительности ставок по депозитам юридических лиц, особенно в краткосрочном сегменте. Наиболее выраженная реакция наблюдается в сегменте вкладов на срок до 1 месяца, где после изменения ставки TONIA депозитная ставка реагирует практически один к одному (за год на **1,02 п.п.**). Существенный эффект наблюдается также по депозитам сроком от 1 до 3 месяцев— **0,84 п.п.**

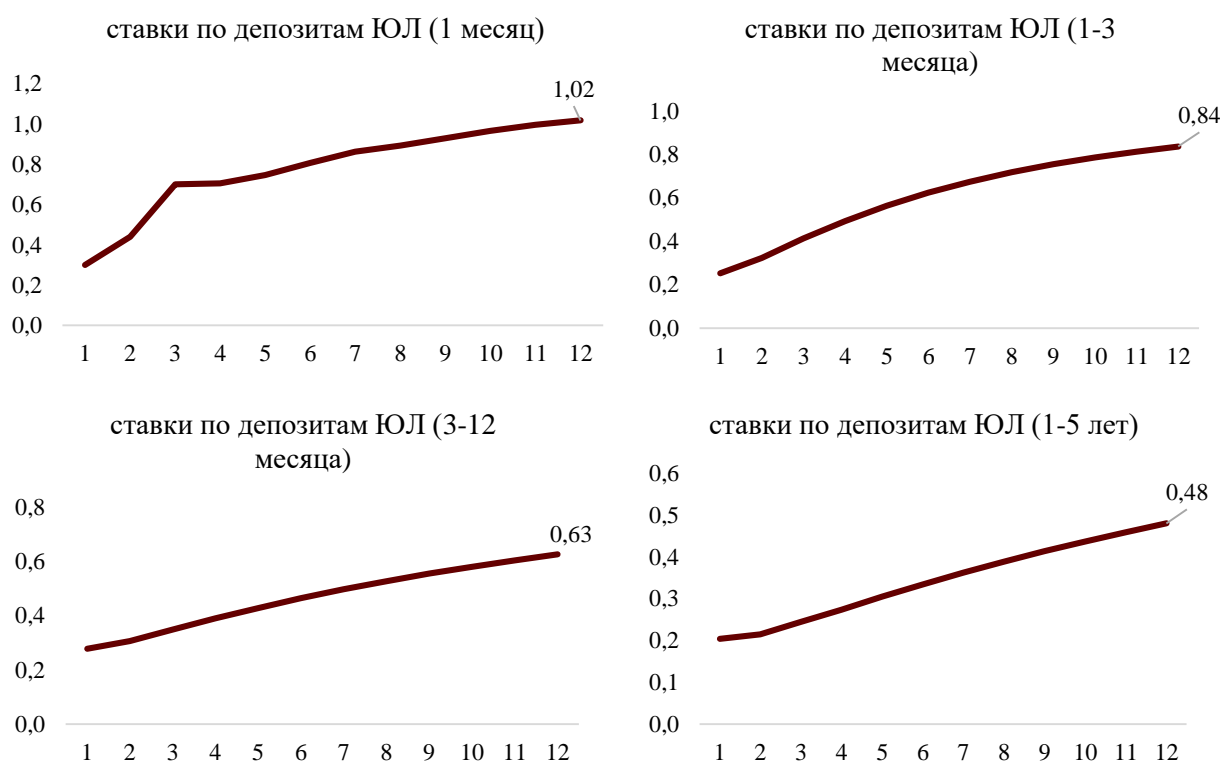
Такая реакция связана с тем, что юридические лица размещают краткосрочные депозиты в основном для того, чтобы управлять своими свободными средствами на краткосрочной основе. Поскольку эти вклады часто открываются на короткий срок, банки быстро обновляют по ним ставки, чтобы учитывать изменения на рынке и сохранять интерес со стороны клиентов.

В сегменте вкладов на срок от 3 до 12 месяцев реакция соответствующей депозитной ставки в ответ на изменение TONIA на 1 п.п. сохраняется существенной, но становится менее выраженной (ставка корректируется за

год на **0,63 п.п.**). Данные депозиты скорее всего носят более выраженный сберегательный характер по сравнению со ставками меньшей срочности, что несколько снижает их чувствительность к краткосрочной динамике денежного рынка.

Наименьший отклик наблюдается по долгосрочным вкладам (от 1 до 5 лет), где отклик ставки за год составляет **0,48 п.п.** Вероятно, это связано с тем, что банки закладывают в ценообразование ставок по вкладам более высокую неопределенность в экономической ситуации в Казахстане на более длительном горизонте. Вместе с тем, несмотря на менее выраженный отклик по сравнению с более краткосрочными ставками, его нельзя назвать незначительным.

Рисунок 12. Импульсные отклики ставок по депозитам юридических лиц на ставку Tonia



Источник: Расчеты автора на основе результатов из Eviews

Ставки по депозитам физических лиц (рисунок 13). Импульсные отклики показывают, что ставки по депозитам физических лиц в целом реагируют на изменение процентной ставки, но чувствительность к TONIA выражена в меньшей степени по сравнению с сегментом юридических лиц. Наиболее выраженная реакция наблюдается по вкладам сроком до 1 месяца, где отклик ставки за год составляет **0,84 п.п.** Это скорее всего, связано с тем, что краткосрочные депозиты отражают не только поведенческие особенности розничных вкладчиков, но и статистический эффект, связанный с механизмом

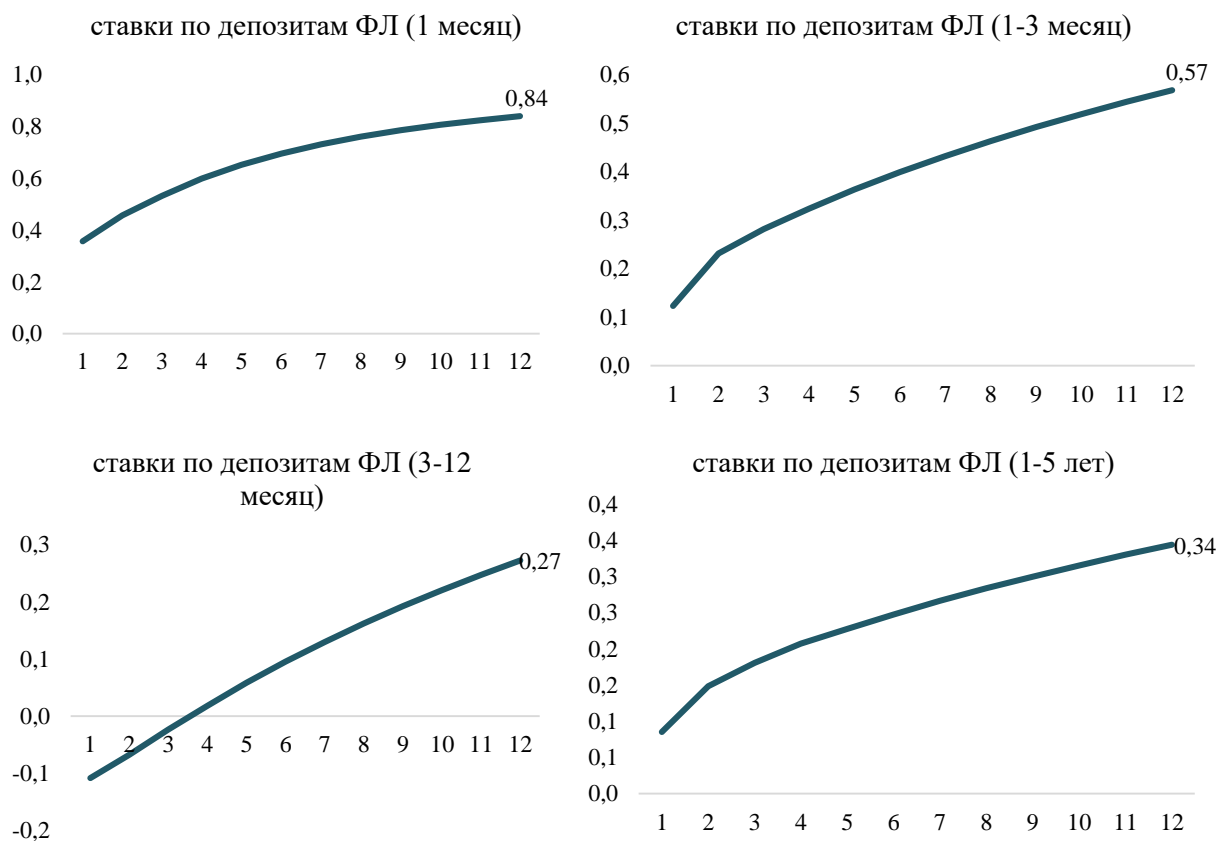
обновления ставок. Вероятно, в условиях изменения базовой ставки краткосрочные депозиты переоформляются чаще, и новые размещения могут практически сразу отражаться по обновленным условиям. Это обеспечивает оперативное отражение изменений денежно-кредитной политики в рассматриваемых данных.

На втором месте по силе реагирования являются депозиты сроком от 1 до 3 месяцев, по которым величина отклика ставок оценивается в 0,57 п.п. на корректировку ставки TONIA на 1 п.п.

В то же время реакция депозитных ставок физических лиц со средними и длинными сроками ожидаемо менее выраженная. Так, в сегменте от 3 до 12 месяцев наблюдается более слабый отклик, где его величина за год составляет **0,27 п.п.** Возможно, это связано с более высокой неопределенностью, а также с тем, что в данных ставках учитываются не только фактические решения по монетарной политике, но и ожидаемые изменения в ДКП. Другим объяснением может выступать то, что данный сегмент депозитов был гораздо менее популярным по сравнению с депозитами другой срочности.

В сегменте от 1 до 5 лет реакция депозитных ставок также менее выраженная по сравнению с краткосрочным сегментом, и в ответ на изменение ставки денежного рынка на 1 п.п. составляет **0,34 п.п.**

Рисунок 13. Импульсные отклики ставок по депозитам физических лиц на ставку TONIA



Источник: Расчеты автора на основе пакета Ewiews

Влияние доходностей ГЦБ на стоимость банковских продуктов

В рамках исследования также было важно измерить не только перенос краткосрочной, но и более долгосрочной ставки. В этой связи для оценки переноса ставок ГЦБ на банковские продукты был проведен дополнительный анализ.

Выбор данных для анализа. Агрегированная информация о доходностях ГЦБ представлена в таблице 2.

Таблица 2. Обзор доступных данных по ГЦБ

Данные	Преимущества	Недостатки
Кривая безрисковой доходности по методологии Нельсона – Зигеля (NS)	Ежедневные данные по доходностям Возможность выбора любой срочности для анализа Параметрическая форма кривой позволяет гибко анализировать информацию	Являясь аналитическим приближением, не всегда отражает текущие рыночные тенденции
Индексы ГЦБ KASE	Включают данные первичного и вторичного рынка по реальным транзакциям	Объединены по срокам (до года, от 1 года до 5 лет, свыше 5 лет) Данные доступны с марта 2022 года
Данные о первичных аукционах ГЦБ Министерства финансов	Актуальные ставки по on-the-run ГЦБ Самый длинный непрерывный ряд доступен с 2017 года (для методологии NS – ноябрь 2019 года, для индексов KASE – март 2022 года)	У выпусков специфическая регулярность. Некоторые ставки могут обновляться часто, другие раз в несколько месяцев

На рисунке 14 видно, что «рыночная» ставка по ипотеке (без Отбасы банка и программы «7-20-25») в отдельных периодах имела сонаправленность с некоторыми показателями рынка ГЦБ. При этом корреляционный анализ (рисунок 15) показал, что наибольшую степень корреляции демонстрирует 5-летняя точка на NS кривой доходности.

Рисунок 14. Процентные ставки по ипотеке и показатели доходности ГЦБ, %

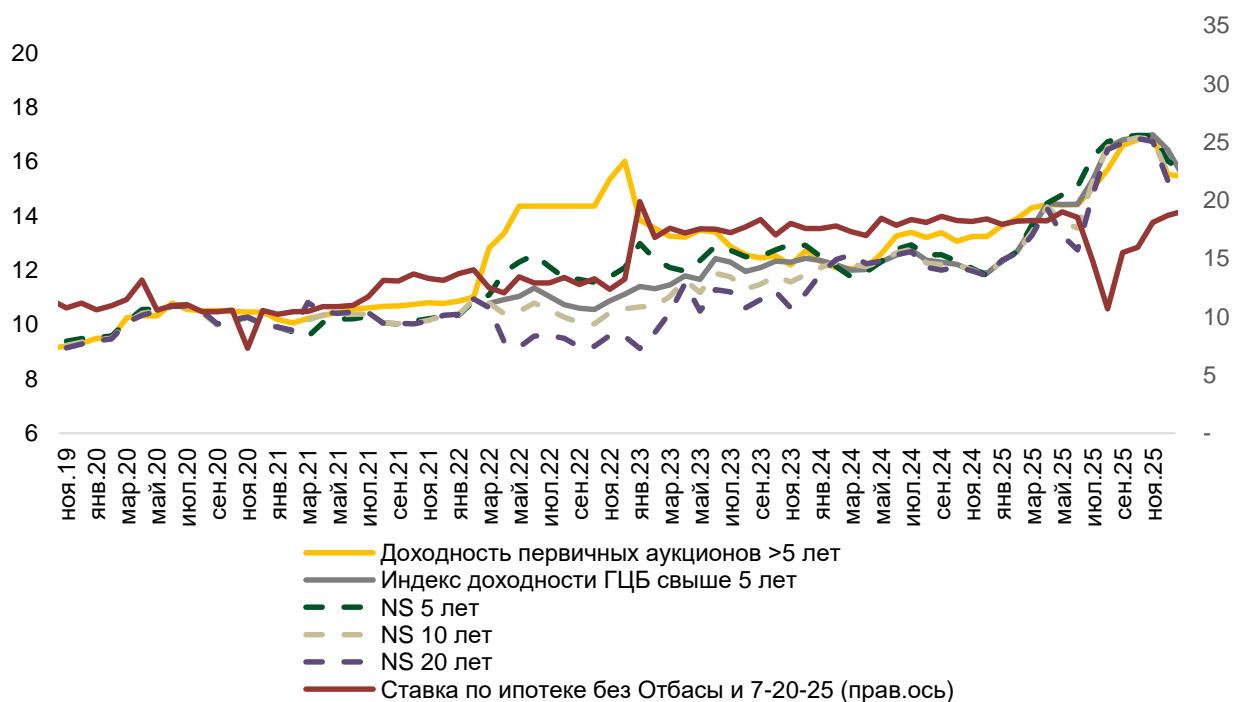
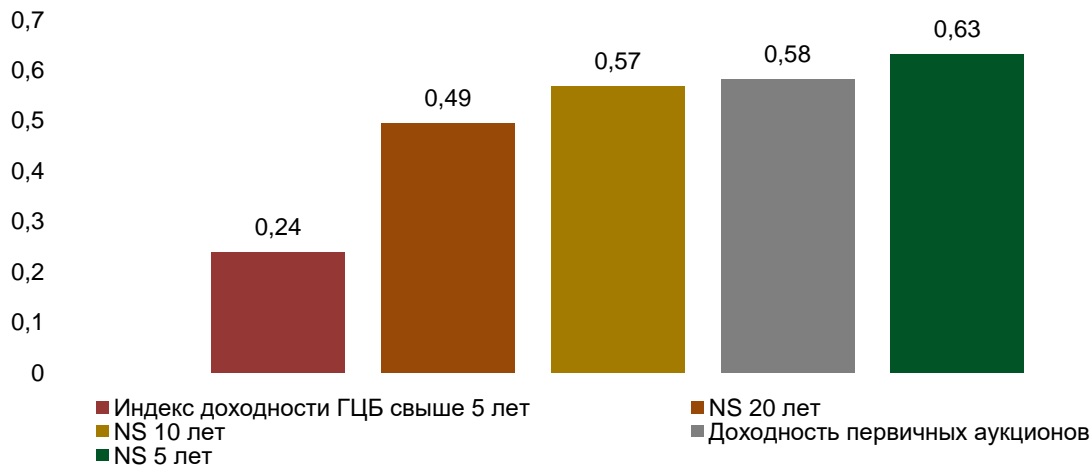


Рисунок 15. Корреляция «рыночных» ставок по ипотеке с доходностями ГЦБ



Также преимуществом 5-летней точки является бóльшая доля в торгах со стороны иных участников (преимущественно банки), помимо ЕНПФ.

В рамках оценки количественного влияния индикаторов рынка ГЦБ на ипотечные ставки была построена VAR модель. Использовались краткосрочный экономический индикатор (КЭИ), инфляция, 5-летняя доходность NS и ставка по ипотеке без Отбасы банка и программы «7-20-25». Период для оценивания: с ноября 2019 года (максимальная возможный период для использования NS в модельной оценке) по декабрь 2025 года.

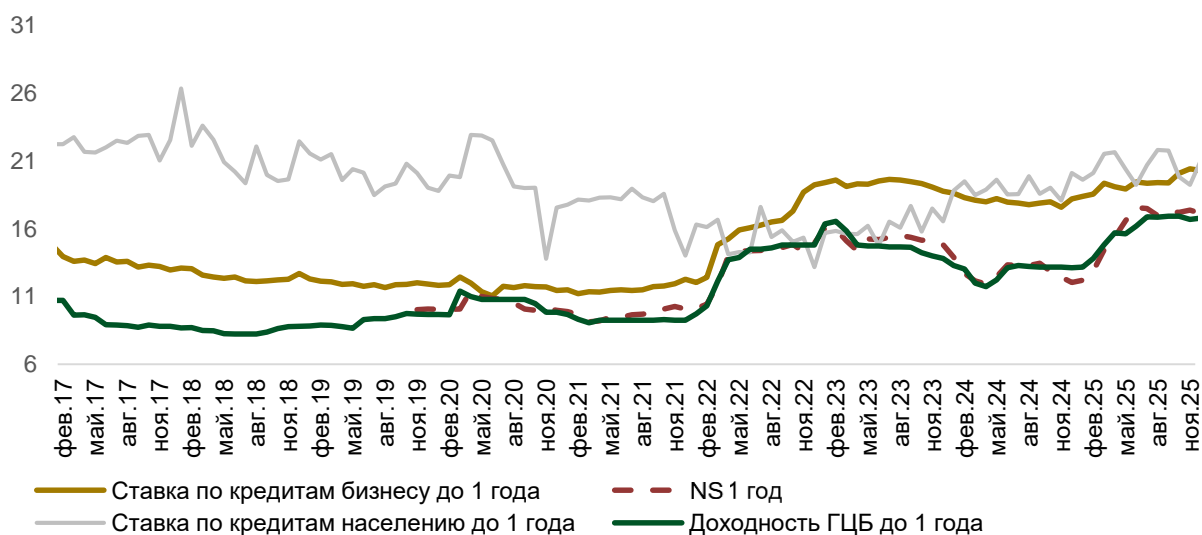
По результатам оценки влияние оказалось статистически незначимым. Данный результат, однако, не означает полное отсутствие взаимосвязей.

Доступный период с конца 2019 года имеет 2 кризисных эпизода и преимущественно цикл роста ставок. Таким образом для получения полноценных робастных оценок нужен более длинный период для оценивания. При этом предварительный анализ демонстрирует, что связь между двумя ставками все же прослеживается, и точность оценки будет повышаться по мере увеличения временного периода, увеличения частоты выпусков ГЦБ Министерства финансов РК и накопления циклов не только повышения, но и снижения ставки.

Ставки населению и бизнесу сроком до 1 года

Используя аналогичный подход, можно проанализировать связи между доходностями ГЦБ и ставками по кредитам населению и бизнесу до 1 года. Рисунки 16 и 17 показывают, что аукционная ставка ГЦБ до 1 года хорошо объясняет движение процентной ставки по кредитам бизнесу. При этом по аукционам имеются данные с 2017 года, что является преимуществом по сравнению с кривой NS оценки, данные по которой доступны с конца 2019 года. Таким образом для модельной оценки применялись КЭИ, инфляция, доходность по первичным аукционам ГЦБ до 1 года и ставка по кредитам до 1 года (для бизнеса и населения были произведены отдельные оценки).

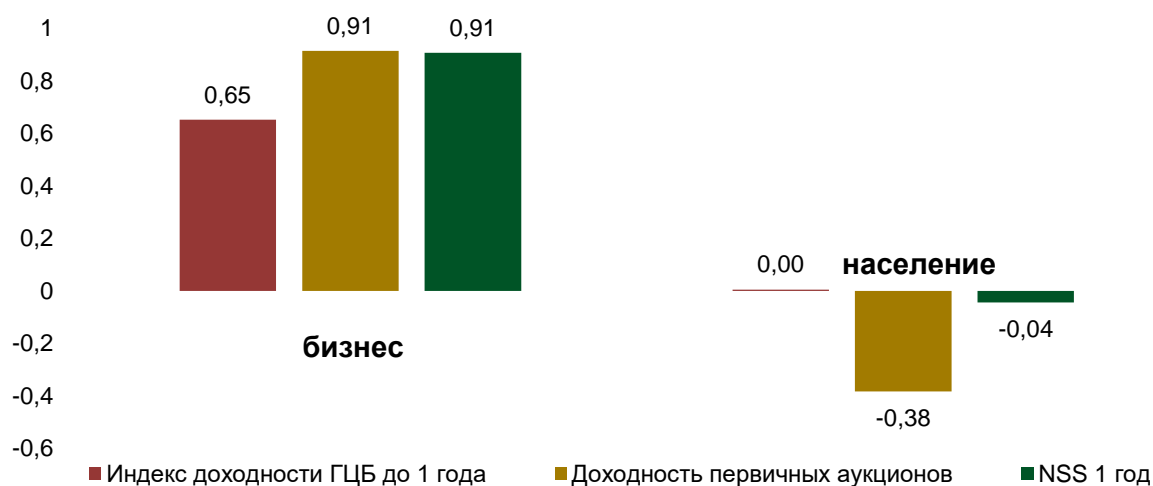
Рисунок 16. Процентные ставки по кредитам населению и бизнесу и показатели доходность 1-летних ГЦБ, %



Из динамики ставок видно, что процентные ставки по кредитам населению не следуют общему тренду остальных ставок в экономике и демонстрируют отрицательную корреляцию с аукционной ставкой ГЦБ (рисунок 17), что указывает на существенное влияние на данную ставку иных факторов в экономике помимо денежно-кредитной политики. Вместе с тем, стоит отметить изменение ставок по кредитам населению с 2023 года. Эта динамика пока не позволяет судить о существенном улучшении трансмиссии. Однако она движется в том же направлении, что и базовая ставка, что не

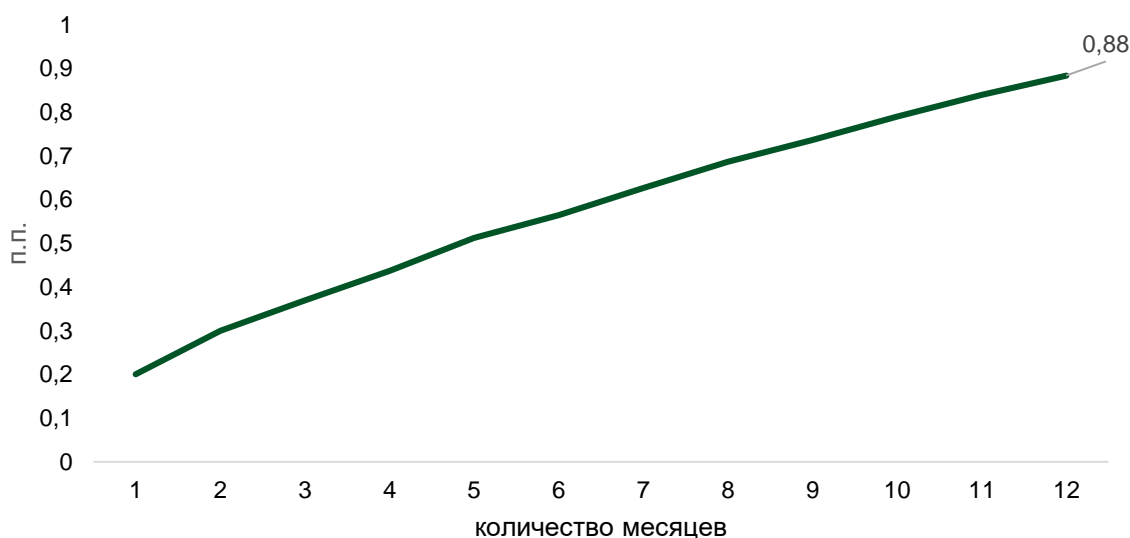
исключает влияние ДКП на данную категорию ставок.

Рисунок 17. Корреляция ставок по кредитам до 1 года с доходностями ГЦБ



Результат оценки для ставки по кредитам бизнесу (рисунок 18) показал, что изменение аукционных ставок ГЦБ до 1 года на 1 п.п. сопровождается откликом ставки по кредитам бизнесу на **0,88 п.п.** в течение 12 месяцев. Оценки по кредитам населению ожидаемо оказались статистически незначимыми.

Рисунок 18. Импульсный отклик ставки по кредитам бизнесу на изменение аукционных ставок ГЦБ до 1 года на 1 п.п. на горизонте 12 месяцев



Выводы

В исследовании был произведен анализ отдельных цепочек процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В рамках рассмотренных цепочек происходит воздействие основного инструмента денежно-кредитной политики на уровень ставок во всех сегментах финансового рынка и формируется первоначальный импульс для последующего влияния на экономическую активность и инфляционные процессы.

По итогам рассмотрения международного опыта в рамках данной работы отмечается, что в развитых странах с более глубокими финансовыми рынками передача воздействия ключевой ставки или ставок денежного рынка на ставки финансового рынка происходит более эффективно по сравнению с развивающимися странами. В свою очередь, в странах с переходной экономикой и менее развитыми финансовыми рынками эффективность рассмотренных цепочек процентного канала может ограничиваться рядом факторов: недостаточно развитые финансовые рынки, слабозаякоренные инфляционные ожидания, низкий уровень финансовой грамотности и т. д.

Авторы провели эмпирическую оценку количественного влияния ставок денежного рынка на кредитные и депозитные ставки, основанную на импульсных откликах векторной авторегрессионной модели. Так, импульсные отклики ставок по кредитам юридическим лицам демонстрируют, что среди всех сроков наибольшая реакция прослеживается по ставкам до 1 месяца и от 1 до 3 месяцев, которые в ответ на изменение ставки TONIA на 1 п.п. демонстрируют отклик в размере 0,87 п.п. и 0,83 п.п., соответственно. Это свидетельствует о высокой чувствительности данного сегмента к изменению ставки TONIA и монетарной политики. Стоимость кредитов в сегменте от 3 до 12 месяцев также показывает существенный отклик, составляющий 0,67 п.п. за год в ответ на изменение ставки TONIA на 1 п.п.). Примечательно, что в сегменте более долгосрочных кредитов от 1 до 5 лет величина отклика ставок сопоставима с реакцией в краткосрочных сегментах и составила 0,86 п.п. Таким образом, банки, вероятно, при формировании данной категории ставок также в существенной степени учитывают проводимую ДКП. Наименьшее, (однако все еще осязаемое влияние TONIA) проявляется в сегменте кредитных ставок для юридических лиц свыше 5 лет. Здесь реакция ставок достигает **0,56 п.п.** Это связано с тем, что стоимость таких кредитов формируется не только под воздействием текущей денежно-кредитной политики, но и с учетом долгосрочных ожиданий по инфляции, текущей и будущей макроэкономической неопределенности и т.д.

Передача сигнала денежно-кредитной политики на ставки по кредитам физических лиц имеет неоднородный характер. Наиболее сильный отклик наблюдается в сегменте кредитов сроком до 1 месяца – до 0,72 п.п. за год после изменения TONIA на 1 п.п. В сегментах 1-3 месяца, 3-12 месяцев и 1-5 лет, скорее всего, из-за высокой доли рассрочек импульсные отклики либо незначимы, либо имеют некорректный знак. При этом относительно сильную

реакцию демонстрируют ставки по кредитам сроком свыше 5 лет, где отклик составляет **0,53 п.п.** в ответ на изменение TONIA на 1 п.п. Возможно, такая выраженная реакция отражает меньшую долю рассрочек и, как следствие, более высокую чувствительность к изменениям денежно-кредитной политики.

Импульсные отклики ипотечных ставок демонстрируют различную степень чувствительности к изменению ДКП. Общая ставка по ипотеке, включающая как рыночные, так и «льготные» займы («Отбасы банк» и «7-20-25»), демонстрирует слабую реакцию на монетарные условия (изменение на **0,14 п.п.** в течение одного года). В то же время, ставка, очищенная от льготных программ показывает выраженную реакцию (**0,60 п.п.**). Это подтверждает влияние ДКП на рыночную часть ставок ипотечного кредитования.

Отмечается высокая чувствительность ставок по депозитам юридических лиц, особенно в краткосрочном сегменте, в ответ на изменение ставок денежного рынка. Наиболее сильная реакция прослеживается по вкладам со сроком до 1 месяца, ставки которых после изменения TONIA на 1 п.п. корректируются за год на **1,02 п.п.** Существенный эффект наблюдается и по ставкам депозитов сроком от 1 до 3 месяцев – **0,84 п.п.** Такое осязаемое воздействие, вероятно, связано с тем, что юридические лица используют краткосрочные депозиты, в основном, для управления своими свободными средствами на краткосрочной основе, а банки, в свою очередь, быстро обновляют ставки по ним, реагируя на изменения рыночных условий и стремясь сохранить привлекательность для клиентов. Количественное влияние ставки TONIA на ставки депозитов юридических лиц в сегментах от 3 до 12 месяцев и от 1 до 5 лет сохраняется, однако реакция становится менее выраженной. Так, при изменении ставки TONIA на 1 п.п. накопленный за год отклик ставки по депозитам от 3 до 12 месяцев составляет **0,63 п.п.**, ставки от 1 до 5 лет – на **0,48 п.п.** Вероятно, эти депозиты носят более выраженный сберегательный характер по сравнению со ставками меньшей срочности и учитывают не только текущую, но и будущую экономическую ситуацию, что снижает их чувствительность к краткосрочной динамике ставки денежного рынка.

Ставки по депозитам физических лиц в целом также реагируют на изменение процентной ставки TONIA, однако с меньшей чувствительностью по сравнению с сегментом юридических лиц. Наиболее выраженная реакция наблюдается по вкладам сроком до 1 месяца, величина отклика за год составляет **0,84 п.п.** Это, возможно, связано с тем, что в условиях изменения базовой ставки и ставок денежного рынка краткосрочные депозиты переоформляются чаще, и новые вклады практически сразу фиксируют обновленные условия. В то же время во вкладах со средними и длинными сроками действия реакция ставок на изменение денежно-кредитной политики менее выраженная, но все еще осязаемая. Так, при изменении TONIA на 1 п.п. ставки по депозитам сроком от 1 до 3 месяцев изменяются на 0,57 п.п., а в сегменте от 3 до 12 месяцев — на 0,27 п.п. за год. В сегменте от 1 до 5 лет величина отклика составляет 0,34 п.п., что выше, чем в среднесрочном

сегменте.

Вторым направлением анализа выступило количественное воздействие доходностей ГЦБ на ипотечные ставки и ставки по кредитам бизнесу. По результатам оценки изменение аукционных ставок ГЦБ до 1 года на 1 п.п. приводит к корректировке ставки по кредитам бизнесу на **0,9 п.п.** в течение 1 года. Импульсные отклики по кредитам населению, в том числе ипотечным, ожидаемо оказались статистически незначимыми. Однако стоит отметить, что с 2023 года наблюдался рост ставок по кредитам населению, который сопровождался соответствующей динамикой доходностей ГЦБ. Данная динамика пока не позволяет говорить о существенном улучшении данной цепочки трансмиссии, однако не исключает возможное влияние ДКП и доходностей ГЦБ на данную категорию ставок.

Таким образом, согласно полученным оценкам прослеживается осязаемое влияние ДКП через ставку TONIA на кредитные и депозитные ставки юридических лиц в разрезе многих сроков. Ставки по депозитам физических лиц также значимо реагируют на изменение TONIA, но в меньшей степени по сравнению с сегментом юридических лиц, и наиболее выраженная реакция наблюдается по краткосрочным вкладам. Влияние TONIA на ставки по кредитам физических лиц неоднородно. Так, воздействие TONIA на краткосрочные ставки до 1 месяца и долгосрочные ставки (свыше пяти лет) физических лиц является осязаемым, а на других сегментах, вероятно, из-за высокой доли рассрочек, обнаружить влияние не представилось возможным. Вместе с тем, аукционные ставки ГЦБ со сроком до 1 года оказывают значимое воздействие на ставки по кредитам бизнесу. Влияние ставок на рынке ГЦБ на ставки по кредитам населению оказались незначимыми.

Полученные эмпирические результаты и выводы по анализу эффективности рассмотренной цепочки процентного канала позволяют оценить результативность ранее проводимой денежно-кредитной политики и могут быть учтены при принятии будущих решений полисимейкерами.

Список литературы

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. Международный Валютный Фонд (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. Национальный банк Республики Казахстан. (2023). Доклад о денежно-кредитной политике. Май 2023.
9. Национальный банк Республики Казахстан. (2023). Стратегия денежно-кредитной политики Республики Казахстан до 2030 года. <https://nationalbank.kz/ru/news/monetary-policy-strategy/rubrics/2010>
10. Моисеев, С. Р. (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. Оразалин, Р. (2018). Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в Республике Казахстан (Экономическое исследование № 2018-3). Национальный банк Республики Казахстан. <https://nationalbank.kz/ru/news/issledovaniya?page=6>
12. Рабинович, Б., Петренева Е., Вировец К. (2025). Особенности работы трансмиссионного механизма в 2023–2024 годах https://www.cbr.ru/content/document/file/174676/analytic_note_20250321_dip.pdf