



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

ЭМПИРИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ СТОИМОСТИ КРЕДИТОВАНИЯ НА ЕГО ОБЪЕМЫ

Департамент денежно-кредитной политики

Экономическое исследование №2026-9

Айманбетова С.
Жузбаев А.
Рустем М.
Сейдахметова Б.
Шамшиев М.

Экономические исследования 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.

Эмпирическая оценка влияния стоимости кредитования на его объемы

Август 2026

NBRK – WP – 2026 – 9

© 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

Эмпирическая оценка влияния стоимости кредитования на его объемы

Айманбетова С.¹

Жузбаев А.²

Рустем М.³

Сейдахметова Б.⁴

Шамшиев М.⁵

Аннотация

Данное исследование посвящено эмпирическому анализу влияния стоимости кредитования на его объемы. Основная цель исследования заключалась в анализе и оценке эффективности передачи изменения процентных ставок на объемы кредитования. В ходе исследования на основе VAR-моделей оценены импульсные отклики выдачи кредитов на изменение реальной процентной ставки на 1 п.п. с использованием данных за период с 2016 по 2025 годы. По результатам анализа выявлено, что рыночная ипотека и потребительские кредиты в отдельные периоды сокращаются в ответ на ужесточение условий, при этом эффективность функционирования данного элемента кредитного канала ослабляется под воздействием внешних шоков, немонетарных факторов и наличия рассрочек. В отдельных сегментах корпоративного кредитования установлен значимый эффект на выдачу, что подтверждает работоспособность данного элемента кредитного канала. При этом следует отметить неоднородность данного эффекта в контексте срочности, целей заимствования и типов заемщиков.

Ключевые слова: кредитный канал, трансмиссионный механизм ДКП, импульсные отклики, реальная процентная ставка, банковское кредитование, выдача кредитов, ипотечное кредитование, потребительские кредиты, кредиты бизнесу, VAR-модель.

Классификация JEL: C32, E43, E44, E52

¹ Айманбетова Сэния – главный специалист-аналитик Управления монетарного анализа Департамента денежно-кредитной политики Национального Банка Республики Казахстан. E-mail: Saniya.Aimanbetova@nationalbank.kz

² Жузбаев Адам – начальник Управления монетарного анализа Департамента денежно-кредитной политики Национального Банка Республики Казахстан. E-mail: Adam.Zhuzbayev@nationalbank.kz

³ Рустем Мұхит – главный специалист Управления финансового аудита Департамента внутреннего аудита (на момент проведения исследования – главный специалист-аналитик Управления монетарного анализа Департамента денежно-кредитной политики Национального Банка Республики Казахстан). E-mail: MukhitRustem@nationalbank.kz

⁴ Сейдахметова Баян – заместитель начальника Управления монетарного анализа Департамента денежно-кредитной политики Национального Банка Республики Казахстан. E-mail: Bayan.Seidakhmetova@nationalbank.kz

⁵ Шамшиев Мурат – заместитель начальника Управления монетарного анализа Департамента денежно-кредитной политики Национального Банка Республики Казахстан. E-mail: Murat.Shamshiyev@nationalbank.kz

Содержание

Введение	5
1. Обзор литературы	6
2. Методология исследования и использованные данные	9
3. Обсуждение результатов	11
Заключение.....	17
Список литературы	20
Приложение	21

Введение

Эффективность денежно-кредитной политики (ДКП) определяется тем, насколько полноценно функционирует трансмиссионный механизм. Для успешной борьбы с инфляцией необходима полноценная работоспособность множества каналов трансмиссионного механизма, в том числе одного из его главных элементов – кредитного канала. В Казахстане, несмотря на достигнутый прогресс, сохраняются факторы, частично ограничивающие передачу монетарных сигналов в кредитную активность. К ним относятся льготные программы кредитования, высокая доля субсидируемых ипотечных продуктов, цифровизация розничных услуг с широким распространением рассрочек, недостаточно развитый фондовый рынок и слабозаякоренные инфляционные ожидания. Поэтому все еще требуется последовательная работа по усилению цепочки влияния стоимости кредитования на его объемы в рамках кредитного канала.

Цель данного исследования заключается в проведении эмпирического анализа реакции объемов банковского кредитования на изменения процентных ставок, с фокусом на розничные (ипотечные и потребительские) и корпоративные сегменты (в разрезе субъектов предпринимательства и по целям заимствования), а также по срочности займов.

Предметом исследования является реакция реальных объемов выдачи кредитов населению и бизнесу в разрезе типов заемщиков и сроков в ответ на изменение соответствующих реальных процентных ставок.

В ходе исследования получена количественная оценка влияния процентных шоков на объемы выдачи розничных кредитов, а также корпоративных займов, с учетом различий по срокам и типам субъектов предпринимательства.

Актуальность исследования обусловлена тем, что рассматриваемый элемент кредитного канала является ключевым звеном передачи денежно-кредитной политики на реальный сектор через изменение условий и объемов кредитования. Кроме того, с 2018 года полноценная эмпирическая оценка рассматриваемой цепочки в Казахстане практически не производилась. Вместе с тем, в настоящее время доступны данные за более чем десятилетний период инфляционного таргетирования, что позволяет актуализировать оценки работоспособности данного элемента кредитного канала с учетом структурных сдвигов в банковском секторе и продуктовой линейке.

Полученные эмпирические результаты позволят принимать более оптимальные решения по ДКП.

В первой части исследования приведен обзор литературы по функционированию кредитного канала в других странах и в Казахстане. Вторая часть включает описание методологии исследования и используемых данных, где обосновываются подходы к построению моделей. В третьей части представлены результаты количественной оценки реакции объемов кредитования на изменение процентных ставок с применением импульсных откликов VAR-моделей. В заключении обсуждаются полученные результаты.

1. Обзор литературы

Кредитный канал является одним из ключевых элементов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, через который изменение процентной ставки центрального банка влияет на объем кредитования и далее на экономическую активность и инфляцию. В отличие от процентного канала, который влияет на поведение экономических агентов через стоимость заимствований, кредитный канал отражает реакцию банков на изменения монетарных условий в первую очередь в виде сокращения/расширения предложения кредитов. Теоретическая база данного подхода была заложена в работе Bernanke и Blinder (1988), согласно которой ужесточение политики ограничивает доступ к заемным ресурсам не только через рост ставок, но и через сжатие объема кредита. Особенно это проявляется в странах с преобладанием банковского финансирования, где альтернативные каналы заимствования развиты слабо.

Эмпирические исследования в странах с развивающимися рынками подтверждают функционирование и действенность кредитного канала трансмиссионного механизма, однако его эффективность существенно варьируется в зависимости от структуры банковской системы и макроэкономической среды. Так, в исследовании Farajnezhad (2022), выполненном на основе данных коммерческих банков Южной Африки за 2009–2020 годы, показано, что объемы кредитования демонстрируют положительную взаимосвязь с уровнем инфляции и одновременно снижаются при сочетании высокой банковской ликвидности и макроэкономической нестабильности. Это указывает на неоднородную реакцию банков на изменения денежно-кредитной политики в зависимости от их размера, капитала и ликвидности. В частности, крупные и хорошо капитализированные банки менее чувствительны к изменениям монетарных условий, что снижает силу кредитного канала. Вместе с тем банки с устойчивым финансовым положением чаще продолжают кредитование даже в условиях ужесточения политики, тем самым смягчая ее трансмиссию.

В исследовании Ghauri и др. (2022), выполненном на данных по Пакистану за период 1995–2020 гг., была установлена устойчивая долгосрочная взаимосвязь между ключевой процентной ставкой и объемами банковского кредитования. Авторы использовали модель ARDL, что позволило оценить, как краткосрочные, так и долгосрочные эффекты. Результаты показали, что кредитный канал играет значимую роль в трансмиссионном механизме (ТММ) денежно-кредитной политики. Особое внимание уделено структуре обязательств банков. Кредитные организации, в большей степени зависящие от вкладов населения и бизнеса, то есть от традиционных депозитов, демонстрируют более быструю и чувствительную реакцию на монетарные сигналы. Напротив, банки с доступом к альтернативным источникам фондирования, таким как межбанковские заимствования или международные кредитные линии, менее подвержены краткосрочному воздействию процентной политики центрального банка, что снижает силу трансмиссии в данном сегменте.

Исследование Mna и Younsi (2017) посвящено оценке роли кредитного канала в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики Туниса. С использованием VAR-модели авторы выявили, что объем банковского кредитования оказывает существенное влияние на инвестиционную активность и уровень инфляции. При этом отмечается значительное доминирование внешнеэкономических факторов, включая колебания обменного курса и особенности валютной политики, что ограничивает эффективность внутреннего воздействия через кредитный канал. Тем не менее, авторы подчеркивают эндогенную природу кредита в экономической системе и его ключевую функцию в передаче монетарных шоков на реальный сектор.

В исследовании Özşuca (2022) анализируется функционирование кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Турции в условиях использования нетрадиционных инструментов, применявшихся после глобального финансового кризиса. Автор использует динамическую панельную модель (GMM) по Арельяно-Боверу и Бланделлу-Бонду, с применением поквартальных данных турецких коммерческих банков за период 2011–2019 гг. Эмпирические результаты показывают, что ужесточение монетарной политики приводит к сокращению предложения кредитов, особенно со стороны банков с низким уровнем ликвидности, недостаточной капитализацией и небольшим масштабом деятельности. В то время как крупные и хорошо капитализированные банки демонстрируют более устойчивое поведение. В свою очередь, банки с невысоким уровнем капитала более остро реагируют на монетарные шоки. Это подтверждает существование работающего кредитного канала в Турции, при этом его эффективность носит асимметричный характер и зависит от балансовых характеристик банков. Полученные выводы подчеркивают необходимость учета структуры банковского сектора при формировании мер денежно-кредитной политики в условиях нестандартного монетарного режима⁶.

В отечественной литературе отсутствует большое количество исследований по оценке и анализу функционирования кредитного канала ТММ ДКП. Среди имеющихся исследований можно выделить работы сотрудников Национального Банка Республики Казахстан. В частности, в работе Чернявского (2018) среди других каналов трансмиссии было рассмотрено влияние ставок по кредитам на объемы выданных кредитов. Отмечено, что при режиме фиксированного валютного курса (с начала 2011 года) снижение ставки по кредитам в целом сопровождалось ростом кредитования юридических лиц. Вместе с тем, внутри анализируемого периода средневзвешенное значение процентной ставки в период с 2012 года по сентябрь 2014 года формировалось в узком диапазоне 10-11%, при этом за аналогичный трехлетний период ежемесячные объемы кредитования

⁶ После кризиса 2008 года Турция начала применять нетрадиционную денежно-кредитную политику, используя такие инструменты, как асимметричный процентный коридор, механизм резервных опций и повышенные резервные требования. Цель заключалась в том, чтобы одновременно контролировать инфляцию и укрепить финансовую стабильность, адаптируясь к новым глобальным вызовам.

менялись несильно. Сильный рост кредитования в конце 2014 года в большей степени связан с поддержкой реального сектора экономики со стороны государства. По истечении некоторого периода после внедрения инфляционного таргетирования началось снижение базовой ставки и ставок кредитования. Это сопровождалось ростом объема кредитования с начала 2017 года. Вместе с тем, автором отмечено, что разделить влияние смягчения денежно-кредитной политики и мер стимулирования кредитования со стороны государства после инфляционного таргетирования также не представлялось возможным.

В работе Оразалина (2018) наряду с рассмотрением других каналов ТММ ДКП указано, что шок ставки денежного рынка приводит к значимому со статистической точки зрения снижению объемов выдачи новых кредитов на краткосрочном горизонте. Тем не менее, положительный шок объемов кредитования не оказывает статистически значимого влияния на краткосрочный экономический индикатор. Одним из возможных объяснений этого является то, что предприятия преимущественно финансируют свою текущую деятельность за счет собственных средств, а не банковских займов. По мнению автора, основным фактором спроса на кредиты является качество заемщиков. Это, в свою очередь, ограничивает влияние канала банковского кредитования. Среди факторов, ограничивающих предложение кредита, выделены неустойчивые источники фондирования, высокая зависимость депозитной базы банков от ресурсов квазигосударственных структур, а также недостаточный уровень капитализации банковского сектора.

Среди отечественных работ вне Национального Банка Республики Казахстан можно выделить «Обзор монетарной политики» (2023) аналитического центра компании «Halyk Finance», где проведен экспертный анализ каналов передаточного механизма ДКП Казахстана. Авторы отмечают три причины слабого влияния базовой ставки на объемы кредитования бизнеса в Казахстане:

- повышенный уровень процентных ставок в финансовой системе на фоне исторически высокой инфляции и высокого уровня кредитного риска у предприятий;
- государственное кредитование бизнеса по ставкам ниже рыночных, которое, в свою очередь, вытесняет кредитование на рыночной основе;
- ограниченный спрос на кредиты из-за недостаточного развития малого и среднего бизнеса.

В данной работе также указано, что потребительское кредитование практически нечувствительно к изменению ценовых условий из-за маркетинговых и рекламных кампаний, которые влияют на поведение людей и способствуют повышенному спросу на потребительские кредиты. В части ипотечных кредитов отмечено, что в настоящее время в Казахстане рыночное ипотечное кредитование фактически вытеснено льготными государственными программами, в связи с чем влияние базовой ставки на объемы ипотечного кредитования, а также на развитие рынка недвижимости является крайне ограниченным.

Таким образом, кредитный канал тесно связан с процентным каналом и является одним из важных элементов трансмиссионного механизма монетарной политики. В развитых странах его эффективность более выраженная, при этом в развивающихся странах согласно проведенным исследованиям его действенность сохраняется, однако его эффективность в значительной мере зависит от степени развития банковской системы и наблюдающейся макроэкономической и институциональной среды.

2. Методология исследования и использованные данные

В рамках оценки кредитного канала в разрезе розничного и корпоративного кредитования были построены импульсные отклики с помощью моделей векторной авторегрессии. Разработка моделей по **кредитам населению** производилась по двум основным направлениям: потребительским кредитам и ипотечным займам. Установление связи между процентной ставкой и выданными **кредитами бизнесу** осуществлялось посредством построения отдельных VAR-моделей (модели векторной авторегрессии) в разрезе субъектов предпринимательства, целей заимствования и срочности выданных займов.

В рамках эмпирического анализа помимо VAR-моделей были использованы также модели с экзогенной переменной (VARX), с применением метода разложения по Холецкому⁷. Оценка моделей проводилась в программном обеспечении «Eviews». Исследование охватывает период после перехода на инфляционное таргетирование – с января 2016 года по декабрь 2025 года, с использованием данных месячной частотности.

VAR-модель представляет собой систему уравнений, в которой каждая эндогенная переменная моделируется как функция собственных лагов, а также лагов всех остальных переменных в системе. Это обеспечивает захват как прямых, так и перекрестных эффектов между переменными, что особенно важно в условиях высокой взаимозависимости макроэкономических процессов. Добавление экзогенной переменной расширяет аналитический потенциал модели, позволяя учесть влияние факторов, находящихся вне системы, но оказывающих на нее значимое воздействие. При этом сами эндогенные переменные не влияют на экзогенную компоненту, что обеспечивает чистоту оценки ее влияния.

Общая формула модели выглядит следующим образом:

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

где:

Y_t – вектор эндогенных переменных в момент времени t ,

c – вектор констант,

A_i – матрицы коэффициентов при соответствующих лагах,

⁷ Метод разложения Холецкого (Cholesky decomposition) используется для идентификации структурных шоков в VAR-моделях при заданном порядке переменных.

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

ε_t – вектор случайных ошибок.

На основе VAR-модели в работе рассчитываются импульсные отклики ключевых переменных на изменение процентной ставки по выданным кредитам, моделируемое как ее одномоментное повышение на 1 п.п. Анализ фокусируется на том, как изменение процентной ставки передается на темпы роста выдачи кредитов, демонстрируя чувствительность спроса на заемные средства к изменению условий финансирования. Это позволяет проследить механизм, через который ужесточение денежно-кредитной политики оказывает влияние на финансовый сектор, в частности на кредитную активность. Полученные результаты позволяют проследить механизм трансмиссии денежно-кредитной политики, демонстрируя, как ужесточение/смягчение монетарных условий снижает/активизирует кредитную активность и, тем самым, оказывает воздействие на реальный сектор экономики.

В модели для **розничного кредитования** в качестве эндогенных переменных включены: реальный краткосрочный экономический индикатор (КЭИ), реальный эффективный обменный курс (РЭОК) по отношению к трем основным торговым партнерам (Российская Федерация, Китай и страны Европейского союза), сезонно скорректированная месячная инфляция, количество сделок на рынке недвижимости, объем выданных потребительских кредитов, объем выданных ипотечных займов, а также соответствующие реальные процентные ставки⁸. В качестве экзогенных переменных использовались фиктивные (dummy) переменные.

В качестве эндогенных переменных в модели для **корпоративного кредитования** были включены: реальный КЭИ, используемый в качестве прокси экономической активности, сезонно скорректированная месячная инфляция, РЭОК по отношению к трем основным торговым партнерам, реальный объем выданных корпоративных кредитов, а также соответствующие реальные процентные ставки. Все переменные, использованные в моделях, приведены в приложении (Таблица 1).

В рамках оценки кредитного канала монетарной трансмиссии все переменные, за исключением инфляции, рассматриваются в реальном выражении, поскольку номинальные показатели могут отражать не рост кредитной активности, а лишь инфляционное удорожание кредитных ресурсов. Преобразование переменных в реальные значения обеспечивает теоретически обоснованную и инфляционно нейтральную оценку воздействия процентной политики банков, что позволяет корректно оценить функционирование кредитного канала.

⁸ При оценке ипотечных займов исключены займы, выданные специализированным государственным банком, а также займы по программе «7-20-25», поскольку их процентные ставки не зависят от базовой ставки и не отражают условий на денежном рынке.

С учетом высокой волатильности и наличия выбросов сглаживание переменных было выполнено с применением фильтра Ходрика–Прескотта (HP) при $\lambda = 1$. Дополнительно, с целью устранения сезонной компоненты, на этапе предварительной обработки данных была проведена сезонная корректировка методом X-12-ARIMA. Поскольку модель векторной авторегрессии (VAR) оценивается с использованием метода наименьших квадратов, одним из ключевых требований к ее применению является стационарность включенных временных рядов. Для проверки стационарности переменных были использованы расширенный тест Дики–Фуллера (ADF) и тест Филиппса–Перрона (PP), результаты которых представлены в приложении (Таблица 2).

Анализ результатов тестов на стационарность показал, что большинство сезонно скорректированных переменных в уровнях не удовлетворяют критерию стационарности на 5%-м уровне значимости. Стационарность была достигнута путем взятия первых разностей переменных. Оптимальное число лагов определялось на основе информационного критерия Шварца (SC). Результаты анализа поведенческих уравнений построенных моделей показывают, что все корни расположены внутри единичного круга, что свидетельствует о выполнении условия устойчивости VAR-моделей.

3. Обсуждение результатов

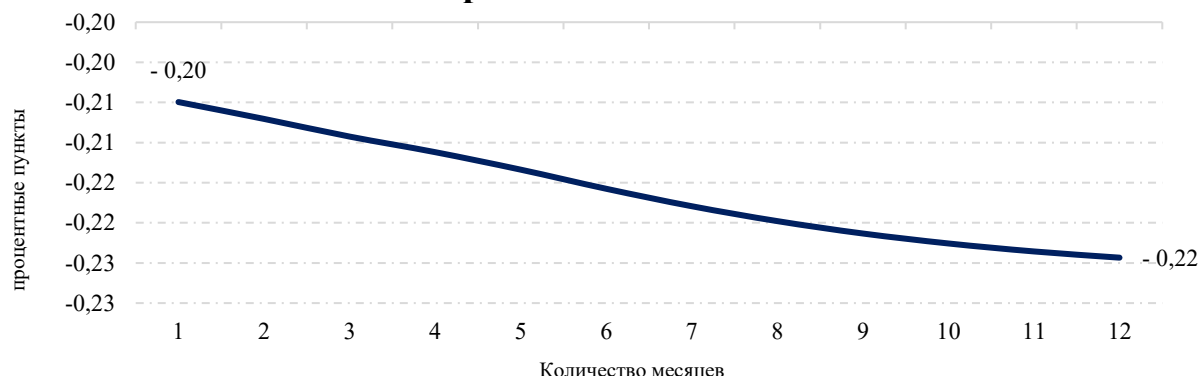
В рамках анализа была проведена оценка передачи воздействия реальных процентных ставок по кредитам бизнесу и населению (ипотечным и потребительским) на темпы роста новых выданных кредитов банками второго уровня (БВУ) в реальном выражении.

Кредиты населению.

Потребительские кредиты. В структуре выданных кредитов населению основную долю занимают потребительские кредиты (в среднем 84,5% за 2025 год).

Согласно полученному импульсному отклику изменение ставки по потребительским кредитам на 1 п.п. приводит к умеренному изменению объемов новых кредитов на 0,22 п.п. накопленно за 12 месяцев (График 1). При этом импульсный отклик не значим. Невысокая чувствительность объемов выдачи потребительских кредитов к изменениям процентных ставок объясняется тем, что рассматриваемая процентная ставка включает займы с околонулевой ставкой, что связано с широким распространением рассрочек из-за цифровизации, которые не учитываются как классические займы с рыночной процентной ставкой. Наличие рассрочек не позволяет в полной мере выявить влияние стоимости кредитования на его объемы.

График 1. Накопленные импульсные отклики объемов выдачи потребительских кредитов на 1 п.п. изменение соответствующей процентной ставки



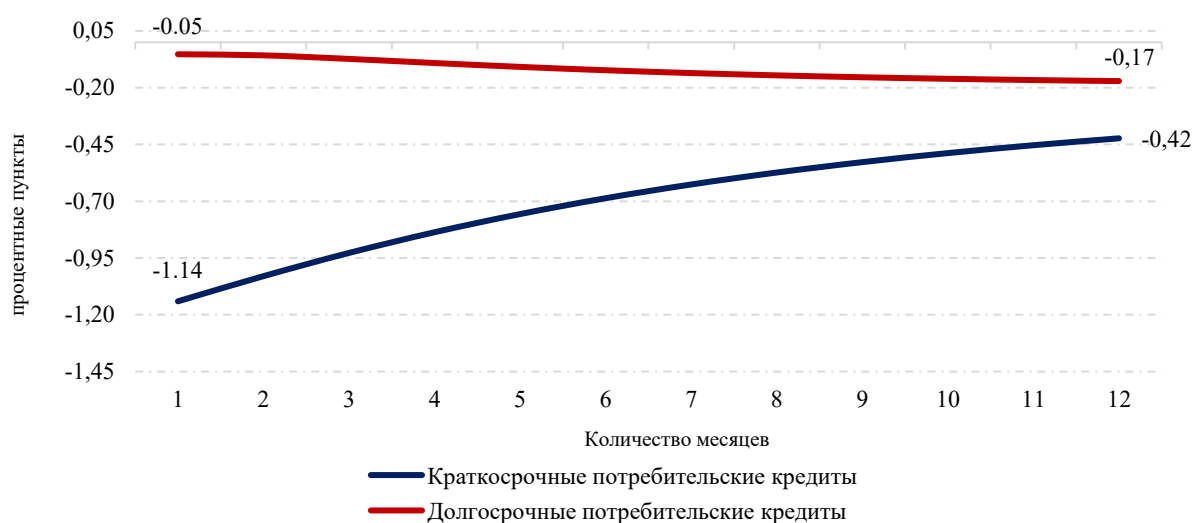
Источник: Расчеты авторов на основе результатов из EViews

По срокам около 19% объема потребительских кредитов приходится на краткосрочные займы (в среднем 18,62% за 2025 год).

Согласно результатам, краткосрочные потребительские кредиты демонстрируют более выраженную реакцию в первый месяц после процентного изменения. В начале периода выдача снижается на **1,14 п.п.**, что отражает высокую чувствительность заемщиков к росту стоимости заемных средств (График 2). В первые три месяца накопленный импульсный отклик статистически значим, однако с четвертого месяца он становится незначимым, достигая **0,42 п.п.** накопленно за 12 месяцев.

Долгосрочные потребительские кредиты также демонстрируют статистически незначимый импульсный отклик на изменение условий кредитования на 1 п.п. Так, в ответ на изменение реальной процентной ставки на **1 п.п.** изменение объемов выдачи составляет порядка **0,05 п.п.** в первый месяц, при этом эффект постепенно усиливается и достигает **0,17 п.п.** накопленно за 12 месяцев (График 2). Такая динамика связана с тем, что значительная часть долгосрочных кредитов формируется за счет рассрочек, предоставляемых под околонулевые ставки. Подобные продукты практически не реагируют на изменение условий кредитования. В результате рассрочки снижают чувствительность долгосрочных кредитов к процентным изменениям и маскируют полноценную работу трансмиссионного механизма ДКП, что и объясняет слабую реакцию долгосрочных кредитов на процентное изменение.

График 2. Накопленные импульсные отклики объемов выдачи потребительских кредитов по срокам на 1 п.п. изменение соответствующей процентной ставки

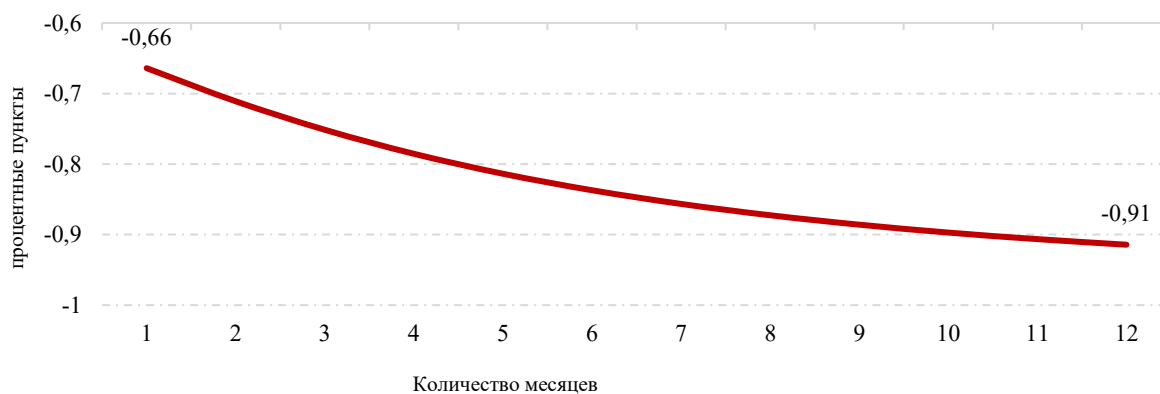


Источник: Расчеты авторов на основе результатов из EViews

Ипотечные займы.

Количественная оценка данной цепочки кредитного канала выявила выраженную реакцию объемов рыночного ипотечного кредитования на изменение ставки, при этом полученный импульсный отклик является незначимым. Так, изменение ставки на **1 п.п.** приводит к изменению объемов ипотечного кредитования на **0,66 п.п.** в первый период, с дальнейшим усилением эффекта до **0,91 п.п.** накопленно за 12 месяцев. Реакция выдачи ипотечных займов подтверждает влияние условий кредитования на активность банковского сектора в данном сегменте (График 3).

График 3. Накопленные импульсные отклики объемов выдачи рыночных ипотечных кредитов на 1 п.п. изменение соответствующей процентной ставки



Источник: Расчеты авторов на основе результатов из EViews

Стоит отметить, что в процессе моделирования из общего объема выданных ипотечных займов были исключены нерыночные ипотечные программы с низкими ставками (например, 7-20-25), которые существенно влияют на ипотечный рынок и маскируют воздействие денежно-кредитной политики. Так, повышение базовой ставки и рыночных ставок происходит на фоне ускорения инфляции и роста инфляционных ожиданий. При этом ставки по льготным ипотечным программам остаются неизменными, что приводит к низкому значению общей ипотечной ставки и увеличению разрыва между льготными и рыночными ставками. Это усиливает спрос на льготные программы, еще больше ослабляя влияние рыночных ипотечных ставок на темпы роста ипотечного кредитования.

Кредиты бизнесу.

При анализе влияния процентных ставок на объемы выданных займов кредиты бизнесу были разделены по типам предпринимательства (совместно средний и крупный бизнес, а также отдельно малое предпринимательство), по срокам (краткосрочные займы до 1 года и долгосрочные займы от 1 года), а также по целям заимствования (на приобретение оборотных средств и основных фондов). Такое разделение дает более точную оценку влияния процентной политики на поведение различных групп заемщиков и по целям заимствования.

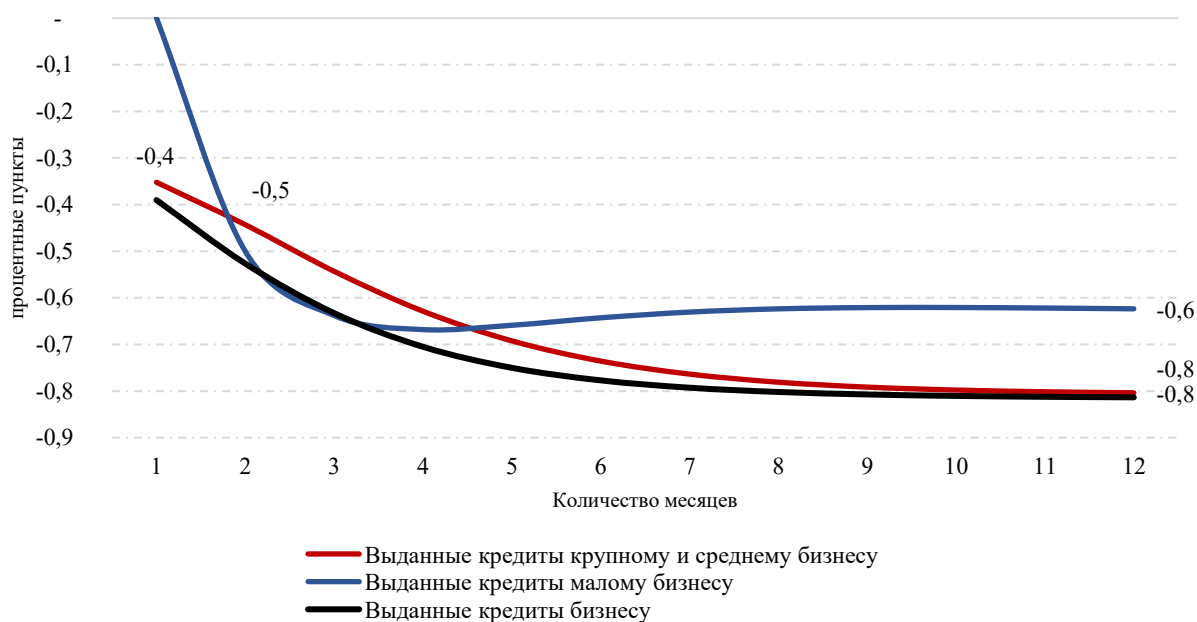
Согласно полученным импульсным откликам в накопленном выражении за 12 месяцев, изменение реальной процентной ставки на 1 п.п. приводит к изменению объема выданных корпоративных кредитов на **0,8 п.п.** в реальном выражении (График 4). При этом полученный импульсный отклик не является статистически значимым.

По типам субъектов предпринимательства наиболее выраженная реакция наблюдается со стороны крупного и среднего бизнеса. В соответствии с полученным накопленным импульсным откликом за 12 месяцев, изменение реальной процентной ставки постепенно приводит к изменению объема новых выданных займов крупному и среднему бизнесу на **0,8 п.п.**, однако данный импульсный отклик статистически незначим (График 4). Такая динамика отражает характерную для этих предприятий сглаженную реакцию на изменение процентной ставки. Как правило, крупные компании обладают более обширным доступом к различным видам финансирования (выпуск облигаций, внешние заимствования и использование внутренних источников финансирования деятельности). Это позволяет им оперативно реагировать на изменение стоимости заимствований за счет перераспределения источников капитала, в отличие от малого бизнеса. Также не исключается, что крупные субъекты предпринимательства при увеличении стоимости кредитных ресурсов могут получать займы у квазигосударственных организаций (АО «Банк развития Казахстана», АО «Фонд развития промышленности» и другие институты развития), снижая спрос на кредиты со стороны БВУ.

В то же время малые предприятия демонстрируют иную динамику, их реакция на изменение процентной ставки происходит с некоторым лагом. Начиная со второго месяца наблюдается изменение объемов кредитования,

после чего эффект стабилизируется на уровне **0,6 п.п.** накопленно за 12 месяцев (График 4). Такая динамика может свидетельствовать о более медленной адаптации малого бизнеса к изменениям условий кредитования. При этом полученный импульсный отклик не является статистически значимым.

График 4. Накопленные импульсные отклики объемов выдачи кредитов субъектам бизнеса на 1 п.п. изменение соответствующей процентной ставки.



Источник: Расчеты авторов на основе результатов из EViews

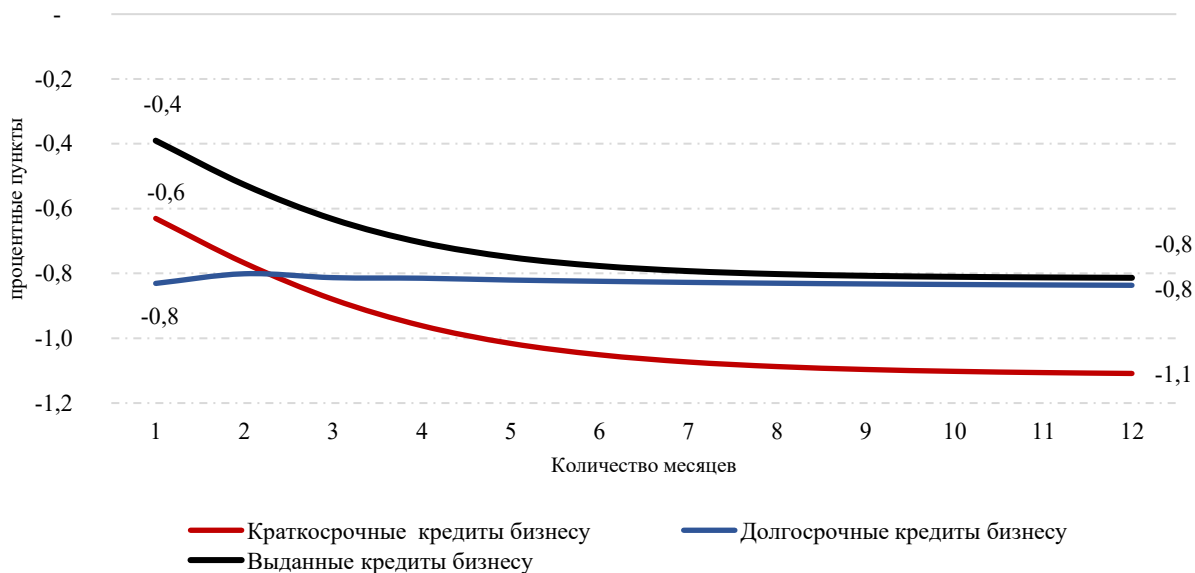
По срокам около 70% объема выданных корпоративных кредитов приходится на краткосрочные займы, основная часть которых выдается крупному и среднему бизнесу на пополнение оборотных средств.

Согласно результатам импульсных откликов, объем выдачи краткосрочных кредитов постепенно корректируется в ответ на изменение реальной процентной ставки на 1 п.п., начиная с **0,6 п.п.** в первом месяце и достигая **1,1 п.п.** накопленно за 12 месяцев (График 5). При этом импульсный отклик с первого по третий месяц остается статистически значимым на 90%-м уровне доверительного интервала. Такая динамика объясняется тем, что крупные и средние компании, обладая высокой финансовой гибкостью, постепенно адаптируют свою стратегию в ответ на изменение стоимости заимствований.

В отличие от этого, долгосрочные кредиты, значительная часть которых предоставляется малым предприятиям, демонстрируют более выраженную реакцию. Так, в первый месяц после изменения реальной процентной ставки наблюдается изменение объема выдачи на **0,8 п.п.**, после чего импульс сохраняется (График 5). Полученный импульсный отклик является

статистически значимым в первом месяце на 90% уровне доверительного интервала.

График 5. Накопленные импульсные отклики объемов выдачи кредитов субъектам бизнеса по срокам на 1 п.п. изменение соответствующей процентной ставки.



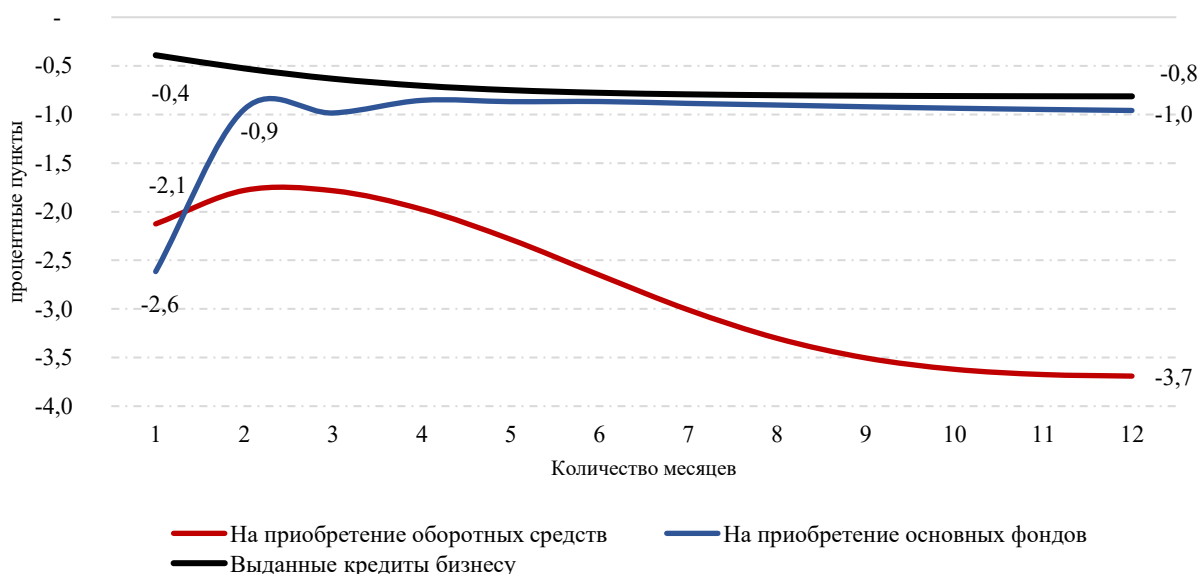
Источник: Расчеты авторов на основе результатов из EViews

По целям заимствования большая часть (около 76%) объемов выданных займов бизнесу приходится на пополнение оборотных средств.

Влияние изменения процентной ставки на объемы кредитования на пополнение оборотных средств усиливается с течением времени. Первоначальный импульсный отклик в первый месяц фиксируется на уровне **2,1** п.п., после чего эффект достигает **3,7** п.п. накопленно за 12 месяцев (График 6). Однако полученный импульсный отклик не является статистически значимым. Возможно, это связано с тем, что изменение стоимости кредитования со стороны БВУ является не единственным фактором спроса на кредиты. Более важными факторами также являются показатели доходности и прибыльности, платежеспособность компаний, а также общая макроэкономическая ситуация в стране.

Согласно результатам импульсных откликов, объем выдачи кредитов на приобретение основных фондов демонстрирует высокую эластичность в первый месяц. При этом начиная со второго месяца эффект сглаживается до **0,9** п.п. и остается стабильным до конца периода (График 6). Однако следует отметить, что полученный отклик является статистически незначимым. Незначимое влияние на кредитование основных фондов вероятно связано с тем, что основным источником финансирования инвестиций являются собственные средства предприятий и в меньшей степени кредиты банков.

График 6. Накопленные импульсные отклики объемов выдачи кредитов субъектам бизнеса по целям на 1 п.п. изменение соответствующей процентной ставки.



Источник: Расчеты авторов на основе результатов из EViews

Заключение

В ходе исследования был проведен анализ отдельных цепочек кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Изменение стоимости кредитования оказывает влияние на соответствующие объемы кредитования домохозяйств и бизнеса. В дальнейшем изменение кредитной активности оказывает воздействие на совокупный спрос, экономическую активность и инфляционные процессы.

Анализ международного опыта подтвердил, что в развивающихся странах кредитный канал играет важную роль в передаче импульсов денежно-кредитной политики. Вместе с тем его эффективность во многом определяется спецификой структуры баланса банков и их степенью зависимости от внешних источников фондирования, а также макроэкономической и институциональной средой.

В рамках анализа авторами была проведена количественная оценка передачи воздействия изменения реальной процентной ставки по кредитам бизнесу и населению на реальные темпы роста объемов выданных кредитов банками второго уровня.

Для более детального анализа выданные займы населению были рассмотрены по целям: потребительское и ипотечное кредитование. Согласно полученным результатам импульсного отклика, который не значим, изменение реальной процентной ставки по **потребительским кредитам** на 1 п.п. приводит к умеренному изменению объемов выданных кредитов на 0,22 п.п. накопленно за 12 месяцев. Относительно низкая чувствительность потребительского кредитования к изменению процентной ставки объясняется широким использованием рассрочек с так называемыми околонулевыми

ставками. Анализ в разрезе сроков показал, что **краткосрочные потребительские кредиты** демонстрируют более выраженную реакцию на изменение процентной ставки. Уже в первый месяц объемы выдачи снижаются на 1,14 п.п., что указывает на высокую чувствительность заемщиков к удорожанию кредитных ресурсов, при этом значимость эффекта наблюдается лишь в первые три месяца, далее отклик не значим, накопленно за 12 месяцев эффект составляет 0,42 п.п. В то же время **долгосрочные потребительские кредиты** практически не реагируют на изменение реальной процентной ставки и импульсный отклик не значим. Изменение объемов выдачи составляет лишь 0,05 п.п. в первый месяц и достигает 0,17 п.п. накопленно за 12 месяцев. Такая динамика во многом объясняется высокой долей рассрочек в данном сегменте, которые предоставляются под околонулевые ставки и не подвержены воздействию ДКП. По **ипотечным займам** изменение реальной процентной ставки на 1 п.п. приводит к изменению объемов выдачи на 0,66 п.п. в первый месяц и до 0,91 п.п. накопленно за 12 месяцев, при этом импульсный отклик не значим, а наблюдаемая динамика указывает на влияние условий кредитования на этот сегмент.

Для анализа влияния реальных процентных ставок на объемы кредитования бизнесу займы были разделены по типам предпринимательства (средний и крупный бизнес совместно, и малый бизнес), по срокам (краткосрочные займы до 1 года, долгосрочные займы свыше 1 года), а также по целям (на пополнение оборотных средств и приобретение основных фондов). Результаты импульсных откликов показывают, что изменение реальной ставки на 1 п.п. приводит к изменению общего объема выданных кредитов **бизнесу** на 0,8 п.п. накопленно за 12 месяцев. Однако полученный импульсный отклик не является статистически значимым. Наиболее выраженная реакция наблюдается у **крупных и средних предприятий**, что объясняется их доступом к различным источникам финансирования, позволяющим частично нивелировать эффект изменения стоимости заимствования. В то же время **малый бизнес** реагирует с задержкой на изменение реальной процентной ставки.

По срокам **краткосрочные кредиты** бизнесу, преимущественно выдаваемые крупному и среднему бизнесу, постепенно корректируются в ответ на изменение реальной процентной ставки. **Долгосрочные кредиты** бизнесу, значительная часть которых приходится на малый бизнес, показывают более выраженную реакцию в первый месяц, после чего импульс сохраняется на одном уровне.

Влияние изменения реальных процентных ставок на объемы кредитования по **целям заимствований** (кредиты на пополнение оборотных средств и приобретение основных фондов) незначимо.

Таким образом, полученные количественные результаты отражают воздействие денежно-кредитной политики на темпы роста кредитования населения и бизнеса через изменение стоимости заимствований. При этом чувствительность зависит от целей кредитования, размера бизнеса и срока

кредита. Вместе с тем, эффективность функционирования исследуемого элемента кредитного канала трансмиссионного механизма может ослабляться под воздействием внешних шоков и немонетарных факторов.

Список литературы

1. Bernanke, B. S., & Blinder, A. S. (1988). *Credit, Money, and Aggregate Demand*. American Economic Review, 78(2), 435–439.
2. Farajnezhad, M. (2022). *Examine the Credit Channel of the Monetary Policy Transmission Mechanism in South Africa*. International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 12(3), pp. 31–38.
3. Ghauri, S.P., Hamid, H. & Zaman, S.I. (2022). *Analyzing Various Channels of Monetary Policy Transmission Mechanism: The Case of Pakistan*. Market Forces, Vol. 17(1).
4. Mna, A. & Younsi, M. (2017). *The Credit Channel Transmission of Monetary Policy in Tunisia*. Unpublished Working Paper, University of Sfax, Tunisia. Дата публикации: 28 декабря 2017.
5. Özşuca, E.A. (2022). *Revisiting the bank lending channel in Turkey under the unconventional monetary policy framework*. Business and Management Studies: An International Journal (bmij), Vol. 10(3), pp. 1011–1021.
6. Чернявский Д. (2018). *Трансмиссия монетарной политики Национального Банка Казахстана, Экономическое исследование Национального Банка Республики Казахстан, NBRK – AN – 2018 – 2, стр. 11-12.* <https://nationalbank.kz/file/download/15883>
7. Оразалин Р. (2018). *Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в Республике Казахстан, Экономическое исследование Национального Банка Республики Казахстан, NBRK – WP – 2018 – 3, стр. 15-16,* <https://nationalbank.kz/file/download/9012>
8. Обзор монетарной политики (2023). Аналитический центр Halyk Finance, стр. 6-7, https://halykfinance.kz/download/files/analytics/monetary_policy.pdf

Таблица 1. Используемые данные и их условное обозначение

Показатель	Условное обозначение	Источник
Краткосрочный экономический индикатор (КЭИ)	r_kei	БНС АСПИР РК
Реальный эффективный обменный курс (РЭОК) по отношению к трем основным торговым партнерам (РФ, Китай, страны ЕС)	reer	НБРК
Месячная инфляция	infl_mm	БНС АСПИР РК
Кредиты населению		
Объемы выданных рыночных ипотечных кредитов в реальном выражении	real_issue_mortgage_market	НБРК, расчеты авторов
Объемы выданных потребительских кредитов в реальном выражении	real_issue_consumer	НБРК, расчеты авторов
Объемы выданных краткосрочных потребительских кредитов в реальном выражении	real_issue_consumer_short	НБРК, расчеты авторов
Объемы выданных долгосрочных потребительских кредитов в реальном выражении	real_issue_consumer_long	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки по ипотечным кредитам без учета Отбасы Банка и программы «7-20-25»	r_ir_mortgage_market	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки по потребительским кредитам	r_ir_consumer	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки по краткосрочным потребительским кредитам	r_ir_consumer_short	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки по долгосрочным потребительским кредитам	r_ir_consumer_long	НБРК, расчеты авторов
Количество сделок на рынке недвижимости	real_estate_trans	БНС АСПИР РК
Кредиты бизнесу		
Объемы выданных кредитов бизнесу в реальном выражении	real_issue_business	НБРК, расчеты авторов
Объемы выданных долгосрочных займов бизнесу в реальном выражении	real_issue_business_long	НБРК, расчеты авторов
Объемы выданных краткосрочных займов бизнесу в реальном выражении	real_issue_business_short	НБРК, расчеты авторов
Объемы выданных кредитов крупному и среднему бизнесу в реальном выражении	real_issue_mid_large	НБРК, расчеты авторов

Объемы выданных кредитов малому бизнесу в реальном выражении	real_issue_small	НБРК, расчеты авторов
Объемы выданных кредитов бизнесу на приобретение оборотных средств в реальном выражении	real_issue_wcr	НБРК, расчеты авторов
Объемы выданных кредитов бизнесу на приобретение основных фондов в реальном выражении	real_issue_fa	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки по кредитованию бизнеса	r_ir_business	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки по долгосрочным займам бизнесу	r_ir_business_long	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки по краткосрочным займам бизнесу	r_ir_business_short	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки по кредитам крупному и среднему бизнесу	r_ir_middlelarge	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки по кредитам малому бизнесу	r_ir_small	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки бизнесу на пополнение оборотных средств	r_ir_wcr	НБРК, расчеты авторов
Реальные ставки бизнесу на приобретение основных фондов	r_ir_fa	НБРК, расчеты авторов

Таблица 2. Результаты теста переменных на стационарность.

Переменные		Расширенный тест Дики–Фуллера	Тест Филиппса– Перрона
		H_0 : переменная имеет единичный корень (нестационарная)	H_0 : переменная имеет единичный корень (нестационарная)
real_issue_mortgage_market	уровень	0.7782	0.6299
	первая разность	0.0000***	0.0000***
real_issue_consumer	уровень	0.9184	0.7966
	первая разность	0.0000***	0.0000***
real_issue_consumer_short	уровень	0.9237	0.6937
	первая разность	0.0000***	0.0000***
real_issue_consumer_long	уровень	0.8014	0.4912
	первая разность	0.0000***	0.0000***
real_issue_business	уровень	0.3605	0.0000***
	первая разность	0.0001***	0.0001***
real_issue_business_long	уровень	0.2069	0.0000***

	первая разность	0.0000***	0.0000***
real_issue_business_short	уровень	0.0043***	0.0000***
	первая разность	0.0000***	0.0000***
real_issue_mid_large	уровень	0.0278	0.0000***
	первая разность	0.0071***	0.0001***
real_issue_small	уровень	0.9264	0.1234
	первая разность	0.0061***	0.0001***
real_issue_wcr	уровень	0.0000***	0.0000***
	первая разность	0.0005***	0.0001***
real_issue_fa	уровень	0.0073***	0.0000***
	первая разность	0.0000***	0.0001***
r_ir_mortgage_market	уровень	0.3745	0.3131
	первая разность	0.0000***	0.0000***
r_ir_consumer	уровень	0.3429	0.2708
	первая разность	0.0000***	0.0000***
r_ir_consumer_short	уровень	0.2145	0.2993
	первая разность	0.0000***	0.0000***
r_ir_consumer_long	уровень	0.2103	0.1794
	первая разность	0.0000***	0.0000***
r_ir_business	уровень	0.2122	0.2046
	первая разность	0.0000***	0.0000***
r_ir_business_long	уровень	0.3802	0.2380
	первая разность	0.0000***	0.0000***
r_ir_business_short	уровень	0.1124	0.1108
	первая разность	0.0063***	0.0000***
r_ir_middlelarge	уровень	0.0669*	0.0712*
	первая разность	0.0000***	0.0000***
r_ir_small	уровень	0.3745	0.2966
	первая разность	0.0000***	0.0000***
r_ir_wcr	уровень	0.0754*	0.0972*
	первая разность	0.0055***	0.0000***
r_ir_fa	уровень	0.1584	0.0752*
	первая разность	0.0000***	0.0000***
r_kei	уровень	0.9998	0.1935

	первая разность	0.1870	0.0000***
reer	уровень	0.6575	0.6717
	первая разность	0.0000***	0.0000***
infl_mm	уровень	0.0000***	0.0000***
	первая разность		
real_estate_trans	уровень	0.2935	0.0008***
	первая разность	0.0000***	0.0000***
Уровень значимости при 1% (***), 5% (**), 10% (*)			