

**Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің
ЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУЫ**

№ 1, 2021

Нұр-Сұлтан, 2021 жыл

**Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің
ЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУЫ**

Баспагер: Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі

Басылымның редакциялық алқасы

Редакциялық алқаның төрағасы

Ұлттық Банк Төрағасының орынбасары А.М. Баймағамбетов

Редакциялық алқа мүшелері:

Ақша-кредит саясаты бөлімшесінің басшысы

Қаржылық тұрақтылық және зерттеулер бөлімшесінің басшысы

Төлем балансы бөлімшесінің басшысы

Монетарлық операциялар бөлімшесінің басшысы

Қаржы ұйымдарын дамыту бөлімшесінің басшысы

Басылымды шығаруға жауапты – Зерттеулер және талдама орталығының қызметкері

Мақалалар авторларының көзқарасы мен пікірі Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің ресми ұстанымы болып табылмайды және онымен сәйкес келмеуі мүмкін.

ISSN 2709-4227

Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің
ЭКОНОМИКАЛЫҚ ШОЛУЫ

№ 1, 2021

МАЗМҰНЫ

Қазақстандағы пайыздық арнаның тиімділігін талдау <i>О.Р. Исатов</i>	4
МБҚ нарығының өтімділігі бойынша маркет-мейкерлер мен алғашқы дилерлердің рөлі <i>Ғ.М. Көрнебаев</i>	15
Қазақстандағы ипотека нарығы: талдау және даму перспективалары <i>М. Шаблина</i>	22

ҚАЗАҚСТАНДАҒЫ ПАЙЫЗДЫҚ АРНАНЫҢ ТИІМДІЛІГІН ТАЛДАУ

О.Р. Иғсатов – Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі Монетарлық операциялар департаментінің ақша-кредит операциялары және алтынвалюта активтері басқармасы бастығының орынбасары.

Қазақстан Ұлттық Банкінің (ҚҰБ) негізгі мақсаты Қазақстан Республикасында баға тұрақтылығын қамтамасыз ету болып табылады. Осы мақсатқа жету үшін ҚҰБ инфляциялық таргеттеу (ИТ) қағидаттарына негізделген ақша-кредит саясатын (АКС) жүргізеді. Mishkin (1996) мәліметтері бойынша АКС нақты экономикаға трансмиссия арналары арқылы әсер етеді. ИТ-да басты рөл орталық банк мөлшерлемесінің нарықтық мөлшерлемелерге, содан кейін инвестициялық-тұтынушылық белсенділікке және сайып келгенде инфляцияға әсерін көрсететін пайыздық арнаның жұмысына бөлінеді. Осы зерттеудің мақсаты векторлық авторегрессия (VAR) моделі негізінде 2016-2020 жылдар кезеңінде Қазақстандағы ҚҰБ базалық мөлшерлемесі, тұтынушылық кредиттеу мөлшерлемесі және инфляция деңгейі арасындағы өзара байланыстарды талдау болып табылады. Нәтижелер Қазақстандағы пайыздық арна бұрынғысынан инфляция деңгейіне тікелей әсер етпейтінін көрсетті, сонымен бірге тұтынушылық кредиттер мөлшерлемесіне әсер етеді, ол өз кезегінде инфляция деңгейіне әсер етеді.

Негізгі сөздер: векторлық авторегрессиялық модельдер, трансмиссиялық тетіктер, пайыздық арна.

JEL-сыныптау: C32, C52, C53, E17.

I. Кіріспе

2020 жылы әлемдік экономика коронавирустық инфекцияның таралуы нәтижесінде ауқымы бойынша бұрын-соңды болмаған күтілмеген өзгеріске ұшырады. Экономиканы ынталандыру құралы ретінде көптеген елдер фискалдық және/немесе монетарлық ынталандыру құралдарын қолданды. Салық-бюджет саясатын өзгерту Парламентте бекітуді талап ететіндіктен, ал бұл көп уақытты қажет ететін болғандықтан АКС неғұрлым тиімді құрал болып саналады.

АКС – бұл экономикалық дағдарыстардың теріс салдарын жеңілдетіп, ел экономикасына әсер ете алатын өте тиімді құрал. Сонымен бірге, АКС-тің қате шешімдері экономикалық ахуалды едәуір нашарлатуы мүмкін. АКС-ті іске асыру, әдетте, жалғыз мақсатқа – белгілі бір экономикалық көрсеткішке жетуді білдіреді.

АКС-ті іске асыруға жауапты орталық банк түпкілікті мақсатқа тікелей және дереу қол жеткізе алмайды. Сондықтан түпкі мақсатқа жету үшін орталық банк аралық және операциялық мақсаттарға сүйенеді. АКС түпкілікті мақсатқа әсер ететін процесс трансмиссиялық тетік деп аталады.

Mishkin (1995) пайыздық арна, кредиттік арна және т.б. сияқты бірнеше негізгі трансмиссиялық тетікті анықтады. Bernanke, Gertler (1995) АКС трансмиссиялық тетіктерін «қара жәшік» деп сипаттады, өйткені біз орталық банктің мөлшерлемесі нысаналы айнымалыға инфляция немесе шығарылым көлемі түрінде әсер ететінін мойындасақ та, бұл процесте не болып жатқандығы белгісіз.

АКС трансмиссиялық тетіктерінің тиімділігі, экономиканың нақты секторына әсер ету дәрежесі және орталық банктің белгі беру жылдамдығы туралы сұрақтарға жауаптардың маңызы зор.

АКС трансмиссиялық тетіктерін талдауға арналған көптеген зерттеулер қаржы нарықтарының дамуын ескере отырып, дамыған елдердегі ең ықпалды трансмиссиялық арна пайыздық арна болып табылатынын көрсетеді.

Coricelli, Egert and MacDonald (2005) мәліметтері бойынша дамушы экономикалардағы басым трансмиссия арнасы валюталық арна болып табылады. Қазақстанда ұзақ уақыт бойы АКС-ті іске асыру тіркелген валюта бағамының қолданылған режиміне және қаржы нарығының жеткіліксіз дамуына байланысты валюталық арнаға (Isakova, 2008) едәуір дәрежеде тәуелді болды.

2015 жылғы тамыздан бастап ҚҰБ АКС-тің неғұрлым тиімді режимі ретінде ИТ режиміне көшуді жүзеге асырды. ИТ-ның түпкі мақсаты – инфляцияны оңтайлы деңгейде ұстап тұру болып табылады. ИТ-да негізгі рөл орталық банктің пайыздық саясатының нарықтық мөлшерлемелерге, содан кейін инвестициялық-тұтынушылық белсенділік пен инфляциялық процестерге әсерін көрсететін пайыздық арнаның жұмысына бөлінеді.

Бұл мақала ИТ-ға көшкеннен кейін Қазақстанда АКС трансмиссиялық тетігінің пайыздық арнасының жұмыс істеуін талдауға арналған, өйткені пайыздық арнаның тиімді жұмыс істеуі ИТ-ны сәтті іске асырудың маңызды талабы болып табылады.

Мақала 6 тараудан тұрады: екінші тарауда Қазақстанның АКС дамуының тарихи алғышарттарының қысқаша сипаттамасы беріледі, үшінші тарауда эмпирикалық эксперимент жүргізуге негіз болған әдебиеттерге шолу жасалады, төртінші тарауда эмпирикалық талдауда қолданылатын пайдаланылған деректер мен әдіснама сипатталады, бесінші тарауда автор VAR моделі негізінде эмпирикалық зерттеулер жүргізеді, алтыншы тарауда зерттеу нәтижелері бойынша тұжырымдар мен ұсынымдар келтірілген.

II. Қазақстанның АКС дамуының тарихи алғышарттары

1991-1993жж. өтпелі кезең. 1991 жылы тәуелсіз мемлекет бола отырып, Қазақстан нарықтық экономикаға өту бойынша бірқатар экономикалық реформаларды іске асыруға кірісті: бағаны ырықтандыру, мемлекеттік кәсіпорындар мен мүлікті жекешелендіру. Кеңес республикалары арасындағы бұрын құрылған сауда-экономикалық байланыстар бұзылды. Осының барлығы Қазақстандағы экономикалық ахуалға айтарлықтай теріс әсер етті, гиперинфляция және ДЖӨ-нің қысқаруы байқалды.

Кеңес заманында Мемлекеттік Банктің филиалы бола отырып, ҚазКСР орталық банкінің ақшалай егемендігі болмады (Balino, T., 1998). КСРО ыдырағаннан кейін де жаңадан құрылған ҚҰБ тәуелсіз АКС жүргізе алмады, өйткені Қазақстан рубль аймағына тиесілі болды, ал ақшаны басып шығару функциясы Ресей Федерациясының орталық банкіне мұра болды. Алайда, ҚҰБ экономикалық өсуді ынталандыру үшін кәсіпорындар мен Үкіметке қолма-қол ақшасыз рубльдік кредиттер беруге мүмкіндік алды, бұл өз кезегінде инфляцияның өсуіне әсер етті.

1993 жылғы сәуірде қабылданған «Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі туралы» Қазақстан Республикасының Заңына сәйкес ҚҰБ негізгі мақсаты «елдің ұлттық валютасының ішкі және сыртқы орнықтылығын қамтамасыз ету» болып табылады. 1993 жылғы қарашада Қазақстан өз валютасы – теңгені енгізді, бұл тәуелсіз АКС-ті жүргізуде толық іс-әрекет еркіндігін берді.

Қазақстандық қаржы нарығын қалыптастыру 1993 жылы Қазақстан қор биржасын (KASE) құрудан басталды. KASE-де стратегиялық инвесторларға негізінен ірі блоктармен бастапқы орналастыру жолымен бірқатар мемлекеттік кәсіпорындарды жекешелендіру жүзеге асырылды.

1994-1997жж. экономикалық тұрақтандыру кезеңі. 1994 жылы тікелей мемлекеттік кредиттерді бөлуді үздік бақылау және қайта қаржыландыру мөлшерлемесін 400%-ға дейін көтеру есебінен инфляция деңгейін бір жыл бұрынғы 2165%-дан 1160%-ға дейін төмендетуге қол жеткізілді. Айырбастау бағамы құбылмалы болды, бұл теңгенің АҚШ долларына қатысты тез әлсіреуіне әкелді.

Қаржы министрлігі бюджет тапшылығын ішкі нарықта мемлекеттік бағалы қағаздарды (МБК) шығару есебінен қаржыландыруды бастады.

1996-97 жылдары Қазақстанның ДЖӨ алғаш рет оң өсу көрсетті, инфляция деңгейі төмендеуді жалғастырды.

1998-1999 жж. Ресейдегі қаржылық дағдарыс.

Финансовый кризис в России 1998-1999 гг. 1998 жылдан бастап ҚҰБ бюджет тапшылығын тікелей қаржыландыру практикасынан бас тартты, бұл МБҚ нарығының дамуына байланысты мүмкін болды. Ортақ жүйеден жинақтаушы жүйеге көшуді көздейтін зейнетақы жүйесі реформасынан кейін қор нарығының дамуына жаңа серпін берілді. Жеке зейнетақы қорлары салымшылардың жинақтарын қаржы құралдарына инвестициялай бастады.

1998 жылы Ресейдің мемлекеттік борыш міндеттемелері бойынша техникалық дефолт болды. Тауар айналымының елеулі көлемін ескере отырып, Ресейдегі экономикалық дағдарыс Қазақстандағы ахуалға тікелей әсер етті. Ресей рублінің девальвациясы сауда балансының нашарлауына алып келді, осыған байланысты қайта қаржыландыру мөлшерлемесі көтерілді, валюталық интервенциялар жүргізілді. Валюта резервтерінің төмендеуіне және экспортқа бағдарланған компаниялар шығындарының өсуіне байланысты 1999 жылғы сәуірде басқарылатын өзгермелі бағамнан еркін өзгермелі айырбастау бағамына көшу туралы жарияланды, бұл валюта нарығындағы ахуалды тұрақтандыруға мүмкіндік берді. ҚҰБ-ның де-факто бағамдық саясаты жаңа деңгейлерде АҚШ долларына айқын емес байланыстырумен сипатталды.

2000-2007 жж. тез экономикалық өсу кезеңі. 1999 жылдың екінші жартысынан бастап мұнай бағасының өсуі салдарынан Қазақстан экономикасы қалпына келе бастады.

2002 жылы ИТ режиміне көшу жоспарлары алғаш рет айтылды, 2007 жылдан бастап ҚҰБ инфляция бойынша нысаналы диапазон белгіленген АКС негізгі бағыттарын жариялай бастады.

Экспорттық түсімнің келуіне байланысты, шикізат тауарларына жоғары бағалар, тікелей шетелдік инвестициялар салдарынан 2003 жылдан бастап айырбастау бағамының жылжымалы дәлізі бағытын нығаюға қарай өзгертті, бұл инфляцияның тежелуіне септігін тигізді. Шетелдік капитал ағындарын залалсыздандыру, өз кезегінде, валюта резервтерінің өсуіне әкелді.

2000-2007 жылдары Қазақстан экономикасы орташа жылдық қарқынмен 10%-дан астам өсуді көрсетті, бұл мұнай-газ өнеркәсібі өндірісі көлемінің өсуіне, экспорттық шикізат (мұнай және металдар) бағасының өсуіне, тікелей шетелдік инвестициялардың келуіне, банк секторының сыртқы қарыз алуына және өткен жылдары басталған бірқатар экономикалық және құрылымдық реформалардың табысты іске асырылуына байланысты болды.

Отандық қор нарығының өсуі байқалды. Қарқынды дамып келе жатқан экономиканың перспективалары банк секторына шетелдік инвестицияларды тартты, бұл бір жағынан экономиканы кредиттеу көлемін ұлғайтуға мүмкіндік берді, ал екінші жағынан олардың сыртқы қаржыландыруға тәуелділігін арттырды.

2007-2009 жж. өтімділік дағдарысы және әлемдік қаржы дағдарысы. 2007 жылы өтімділік дағдарысының салдарынан Қазақстанның банк секторы шетелден қарыз тартуға қабілетсіз болды. Нәтижесінде кредиттік экспансия қарқыны күрт төмендеді, бұл жылжымайтын мүлік нарығында бағалардың күрт өсуіне әкелді. Жауап ретінде ҚҰБ қайта қаржыландыру мөлшерлемесін төмендетті, теңгеде және АҚШ долларында өтімділікті ұсыну бойынша операциялар жүргізді.

2008 жылы өтімділік дағдарысы әлемдік қаржы дағдарысына айналды, оның шарықтау шегі 2008 жылғы қыркүйекте Lehman Brothers банкроттығының нәтижесінде болды. Қаржы жүйесін тұрақтандыру үшін Ұлттық қордан 10 млрд АҚШ доллары бөлінді.

Капиталдың әкетілуі салдарынан KASE индексінің құлдырауы орын алды, шетел валютасына жоғары сұраныс пайда болды. ҚҰБ валюталық интервенциялары валюталық резервтердің қысқаруына алып келді. Девальвациялық күтулердің өсуі аясында 2009 жылғы ақпанда теңге девальвациясы жүргізілді.

2010-2014 жылдардағы экономиканы қалпына келтірудің дағдарыстан кейінгі кезеңі. Мұнай мен шикізат бағаларының қолайлы конъюнктурасының арқасында ДЖӨ өсу

карқыны дағдарысқа дейінгі деңгейден төмен болып қалғанымен, Қазақстан экономикасы тұрақталды.

2011 жылы Үкімет қарапайым азаматтарды қор нарығына тарту мақсатында әзірленген «Халықтық IPO» бағдарламасын іске қосты. Осылайша, «ҚазТрансОйл» және «KEGOC» сияқты компанияларды сәтті орналастыру жүзеге асырылды.

2013 жылы дамушы елдер Федералды резерв жүйесінің (ФРЖ) сандық жеңілдету саясатының құлдырауына байланысты қауіптенуден капиталдың әкетілуін бастан өткерді. Дамушы елдер, оның ішінде Қазақстанның сауда серіктестері валюталарының құнсыздануы орын алды. Төлем балансының жай-күйін жақсарту, валюта резервтерінің сарқылуын болдырмау мақсатында 2014 жылғы ақпанда ҚҰБ бұрынғы деңгейде ұстап тұрудан бас тартып, теңгенің айырбастау бағамына түзету жүргізді.

2014 жылы орта мерзімді перспективада ИТ-ға көшуге дайындық жұмыстары қайта басталды. Құралдардың жаңа жүйесін әзірлеу жүргізілді, модельдеу және болжау жүйесі жетілдірілді, айырбастау бағамының икемділігін біртіндеп арттыру жоспарланды.

2015 ж. жаңа АКС-ке көшу – қазіргі уақыт. 2015 жылғы 20 тамызда ИТ қағидаттарына негізделген және инфляцияны нысаналы деңгейде ұстап тұру бойынша жалғыз мақсатты ұстануды көздейтін АКС режиміне көшу туралы жарияланды. Ұзақ мерзімді перспективада орнықты экономикалық өсуді қамтамасыз ету және халықтың әлауқатын жақсарту бойынша ИТ тиімділігі көптеген ғылыми зерттеулермен расталды. ИТ пайдасына таңдау айырбастау бағамын таргеттеуден бас тартуға алғышарт болды.

АКС негізгі құралы ретінде базалық мөлшерлеме енгізілді. Теңгенің еркін өзгерісіне ауысу бағам құбылмалылығының айтарлықтай өсуіне алып келді, осыған байланысты ҚҰБ жағдайды тұрақтандыруға бағытталған валюталық интервенцияларды жүзеге асырды.

2015 жылғы қарашада валюта нарығындағы алыпсатарлық операцияларды төмендету мақсатында ҚҰБ пайыздық мөлшерлемелер дәлізінің жоғарғы шегін ұстап тұруды тоқтатты, бұл ақша нарығындағы мөлшерлемелердің күрт өсуіне әкелді. Сонымен қатар АКС пайыздық арнасының рөлін күшейту, құралдар жүйесін ретке келтіру, ҚҰБ іс-әрекеттерінің ашықтығын арттыру бойынша жұмыс жүргізілді.

2016 жылғы ақпанға қарай ақша және валюта нарықтарындағы ахуалды тұрақтандыруға қол жеткізілді, ҚҰБ ИТ қағидаттарына және еркін өзгермелі бағамға бейілділікті белгіледі және пайыздық мөлшерлемелер дәлізін қолдау бойынша АКС операцияларын қайта бастады.

TONIA¹ индикаторы ақша нарығының ең өтімді және репрезентативті көрсеткіші ретінде АКС операциялық мақсаты болып таңдалды.

Ақша нарығындағы теңгерімсіздік бағытын және ашық нарық операциялары үшін қажетті көлемдерді айқындау мақсатында қысқа мерзімді өтімділікті болжау моделі енгізілді. ҚҰБ және Қаржы министрлігі МБҚ кірістілік қисығын құру бойынша жұмыс жүргізді.

ИТ-ға көшуге байланысты біртіндеп девальвациялық күтулерді тұрақтандыруға, ҚҰБ-ның валюта нарығына қатысуын барынша азайтуға, экономиканы долларсыздандыру үрдісін іске қосуға, трансмиссиялық тетіктің пайыздық арнасының тиімді жұмыс істеуі үшін алғышарттар жасауға мүмкіндік туды.

III. Әдебиетке шолу

Mishkin (1995) сәйкес егер орталық банк АКС қатайтады деп болжасақ, онда пайыздық арна механикасын келесідей сипаттауға болады:

$$M \downarrow, i^r \uparrow, I \downarrow, Y \downarrow, \quad (1)$$

¹ KASE автоматты репо секторында жасалған, бір жұмыс күні мерзімге репо ашу мәмілелері бойынша орташа алынған пайыздық мөлшерлеме

ақша массасының төмендеуі ($M \downarrow$) нақты пайыздық мөлшерлемелердің жоғарылауына әкеледі ($i^r \uparrow$), бұл инвестициялардың төмендеуіне әкеледі ($I \downarrow$), ол өз кезегінде, шығарылымның төмендеуіне әкеледі ($Y \downarrow$).

«Базалық мөлшерлеме → қысқа мерзімді нарықтық мөлшерлеме» ауысу әсері. Cook and Hahn (1988) ФРЖ федералдық қорлар бойынша мөлшерлемелердің арқасында АҚТ-тағы нарықтық мөлшерлемелерге әсер ету мүмкіндігіне зерттеу жүргізді. Зерттеуде 1974-1979 жылдар қамтылды. Эмпирикалық нәтижелер ФРЖ-ның федералды қорлар бойынша мөлшерлемені өзгерту туралы шешімдері сол бағытта қысқа мерзімді нарықтық мөлшерлемелердің айтарлықтай өзгеруіне әкелгенін көрсетті. Қорлар бойынша мөлшерлемені 1%-ға өзгерту нәтижесінде 3 айлық және 6 айлық қазынашылық вексельдердің кірістілігі тиісінше 0,55%-ға және 0,54%-ға өсті.

«Базалық мөлшерлеме → ұзақ мерзімді нарықтық мөлшерлеме» ауысу әсері. Cochrane және Piazzesi (2002) ФРЖ нысаналы мөлшерлемесі өзгеруінің ұзақ мерзімді қазынашылық облигациялардың кірістілігіне әсерін зерттеді. Алынған нәтижелерге сәйкес, қазынашылық облигациялардың кірістілігі барлық қарастырылған мерзімде федералды қорлар бойынша мөлшерлемелердің 1% өсуіне оң жауап берді. Бұл ретте ФРЖ мөлшерлемені күрт өзгертуге кірістіліктің әсері одан да көп болды (10 жылдық қазынашылық облигациялармен жағдайда 0,19%-бен салыстырғанда 0,52%).

«Номиналды пайыздық мөлшерлеме → нақты пайыздық мөлшерлеме» ауысу әсері Taylor (1995) белгілеген екі болжамға негізделді: рационалды күтулер мен бағаның қатаңдығы.

Рационалды күтулер теориясы адамдар болашаққа қатысты рационалды болжамдар жасайтынын және соған сәйкес әрекет ететінін білдіреді. Баға қатаңдығы тұжырымдамасы бағалардың жеткілікті тұрақтылығын және тез реттелмейтінін болжайды. Егер номиналды пайыздық мөлшерлеменің өсуі рационалды күтілетін инфляцияның ұқсас өсуіне әкелмесе – нақты пайыздық мөлшерлеменің өсуі орын алады. Осылайша, бағаның баяу түзетілуі бағалар мен үміттер бейімделгенше, белгілі бір уақыт аралығында нақты пайыздық мөлшерлемеге әсер ету мүмкіндігін береді.

Тайландтағы ақша-кредит трансмиссиясы механизмі. Disyatat және Vongsinsirikul (2003) VAR модельді қолдана отырып, Тайландта 1994-2002 жылдардағы кезеңде трансмиссиялық тетікке зерттеу жүргізді. Нәтижелер Тайландта пайыздық арнаның пәрменділігін көрсетті, ол АКС күрт өзгеруі нәтижесінде шығарылым көлемінің шамамен 50% өзгеруін түсіндірді.

Тайландта ауысу әсері дамыған елдерге қарағанда әлдеқайда әлсіз болып шықты, бұл жеке пайыздық мөлшерлемелердің қатаңдығымен түсіндіріледі, бұл өз кезегінде мыналарға байланысты болды:

- банктер adverse selection және moral hazard проблемаларына байланысты мөлшерлемелерді көтеруден бас тартады, өйткені мөлшерлемелердің өсуі кредит төлеу қабілеті төмен қарыз алушыларды тартуы мүмкін;
- басқа банктер неғұрлым тиімді мөлшерлемелер ұсынса да, салымшылар мен қарыз алушылар ауысу шығындарына қарай банкті өзгерткісі келмейді;
- пайыздық мөлшерлемелердің өзгеруіне және ақша нарығы мөлшерлемелерінің жоғары құбылмалылығына байланысты шығындарды ескере отырып, банктер нарықтағы салыстырмалы түрде тұрақты және ұзақ мерзімді үрдісті көргенде мөлшерлемелерін өзгертуге бейім.

Еуроаймақта ақша-кредит трансмиссиясының тетігі. Angeloni et al (2003) 1999 жылға дейінгі деректерді қолдана отырып, VAR моделіне негізделген эмпирикалық эксперимент жүргізу арқылы (Еуро енгізілгенге дейін) шамамен бір жылдан кейін ең жоғары деңгейіне жетіп, пайыздық мөлшерлеменің күтпеген өсуіне жауап ретінде шығарылымның төмендеуін анықтады. Инфляция бірінші жылы іс жүзінде өзгермей, пайыздық мөлшерлемелердің өсуіне аз ұшырағыш болды, кейінгі жылдары баяу

төмендеді. Еуроаймақтың 17 елінен 7 елде инвестициялар ақша-кредит трансмиссиясы тетігінің жұмыс істеуіне негізгі үлес қосты.

Қазақстандағы ақша-кредит трансмиссиясы механизмі. Isakova (2008) Орталық Азия елдерінде АКС тиімділігіне зерттеу жүргізді. Зерттеу VAR моделі арқылы 1995-2006 жылдар аралығындағы кезеңге жүргізілді. Бес эндогендік айнымалы (нақты кіріс, баға индекстері, орталық банк мөлшерлемесі, ақша агрегаттары және номиналды айырбастау бағамы) және екі экзогендік айнымалы (мұнай бағасы және ФРЖ мөлшерлемесі) қолданылды. Зерттеу көрсеткендей, Қазақстандағы пайыздық арна шамамен жұмыс істемеген, валюталық арна бағаларға әсер ететін басым арна болды, ҚҰБ мөлшерлемесі нақты шығарылымға әсер етпеген.

Isakova (2008) жұмысында көрсетілгендей, валюталық арна әсерінің маңыздылығын долларландырудың жоғары деңгейімен, қаржылық делдалдық қызметтерінің жеткіліксіз дамуымен және нарық қатысушыларға қарыз алу құнының өзгеруі төмен әсер етуімен түсіндіруге болады.

Мұхамедиева (2010) Қазақстанда АКС трансмиссиясының белгі бір арналарының 2000-2009 жылдардағы кезеңдегі нақты шығарылымға әсер етуіне эмпирикалық зерттеу жүргізді. Автор VAR моделін пайдаланды, онда бес эндогендік айнымалы (нақты шығарылым, баға деңгейі, ақша массасы, банктік емес ұйымдардың кредиттеу мөлшерлемесі және нақты тиімді айырбастау бағамы) және бір экзогендік айнымалы (мұнай бағасы) қамтылды. Нәтижелерге сәйкес, нақты шығарылымның әсері кредиттеу мөлшерлемесінің өзгеруіне жауап ретінде статистикалық маңызды болған жоқ.

Starr (2005) 1995-2003 жылдардағы кезеңде VAR әдіснамасын пайдалана отырып Ресейде, Украинада, Беларусьте және Қазақстанда АКС трансмиссиялық механизмінің әсерін зерттеді. VAR жүйесінде бес эндогендік айнымалы (нақты кіріс, баға индексі, орталық банк мөлшерлемесі, ақша агрегаттары және номиналды айырбастау бағамы) және екі экзогендік айнымалы (мұнай бағасы және ФРЖ мөлшерлемесі) қамтылды. Нәтижелерге сәйкес, Қазақстанда шығарылым ақша агрегаттарының өсуіне аздап оң әсер етті. Қарастырылып отырған төрт елдің ішінде пайыздық арна тек Ресейде маңызды болды. Ақша агрегаттары тарапынан күтпеген өзгерістің нәтижесінде баға деңгейлері барлық төрт елде жоғарылады, алайда ықпал тек Қазақстан жағдайында ғана елеулі болды. Автор АКС Украинада, Қазақстанда және Беларусьте шығарылым аз әсер етеді деген қорытындыға келді.

IV. Әдіснама

Эмпирикалық талдау 2016 жылғы ақпаннан бастап 2021 жылғы қаңтар аралығындағы кезеңде ақша-кредит трансмиссиясы механизмін талдаудың кең таралған құралы болып табылатын VAR моделіне негізделген ай сайынғы деректерді қолдана отырып жүргізіледі. Var артықшылығы импульстік реакция функциясын қолдану мүмкіндігінде, бұл эндогендік айнымалыларға АКС әсерінің мөлшері мен уақытын бағалауға мүмкіндік береді.

VAR моделін Sims (1980) бірнеше айнымалылар арасындағы өзара байланысты талдау құралы ретінде ұсынды. VAR бұл тендеулер жүйесі, онда эндогендік айнымалылардың әрқайсысы тәуелді айнымалы ретінде қарастырылады және жүйеде эндогендік айнымалылардың кідіріс мәндері негізінде, меншікті кідірістерін қоса регрессия жасалады. VAR мынадай тұжырымдалады:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + Bx_t + \varepsilon_t, \quad (2)$$

мұндағы y_t – эндогендік айнымалылардың k векторы, x_t – экзогендік айнымалылардың d векторы, A_1, A_p, B – коэффициенттердің матрицалары, ал ε_t – инновация векторы.

Айнымалылардың сипаттамасы. Пайыздық арнаның жұмысын және оның АКС – инфляцияның жүзеге асырылуының түпкі мақсатына әсер ету қабілетін талдау үшін мына айнымалылар таңдалды:

1) TWINA² индикаторының орташа мәні. ҚҰБ базалық мөлшерлемесінің және АКС операциялық таргетінің – TONIA прокси көрсеткішін білдіреді. TONIA-дан айырмашылығы, TWINA индикаторы толығымен нарықтық пайыздық мөлшерлеме болып табылады, себебі ол ҚҰБ тікелей операцияларының ықпалысыз қалыптасады;

2) банктер жеке тұлғаларға 1 жылға дейінгі мерзімге тұтынушылық мақсаттарға берген кредиттер бойынша сыйақы мөлшерлемесі (CONS_CREDIT). CONS_CREDIT бұл ұзақ мерзімді тауарларды тұтынудың прокси көрсеткішін білдіреді. Кредиттеудің өзге мөлшерлемелеріне қарағанда, CONS_CREDIT пайыздық мөлшерлемелерді субсидиялаудың мемлекеттік бағдарламалары жағынан бұрмалауға аз бейім. Дәйекті уақыт қатарларының болмауына байланысты МБҚ кірістілігін пайдалану мүмкін болмады;

3) бір жылдағы тұтыну бағалары индексінің өзгеруі (CPI) тұтыну тауарлары мен қызметтері қоржыны үшін нарықтық құнды білдіреді. Мақсатты дәлізде CPI ұстап тұру АКС іске асырудың негізгі мақсаты болып табылады.

Барлық айнымалылар эндогенді болып табылады және ашық көздерден: Блумберг ақпараттық жүйесінен, ҚҰБ және KASE ресми веб-сайттарынан алынды. Айнымалыларды маусымдық түзету жүргізілген жоқ, өйткені CPI «жылдан жылға», ал TWINA және CONS_CREDIT маусымдық түзетуді қажет етпейтін нарықтық пайыздық мөлшерлемелер болып табылады.

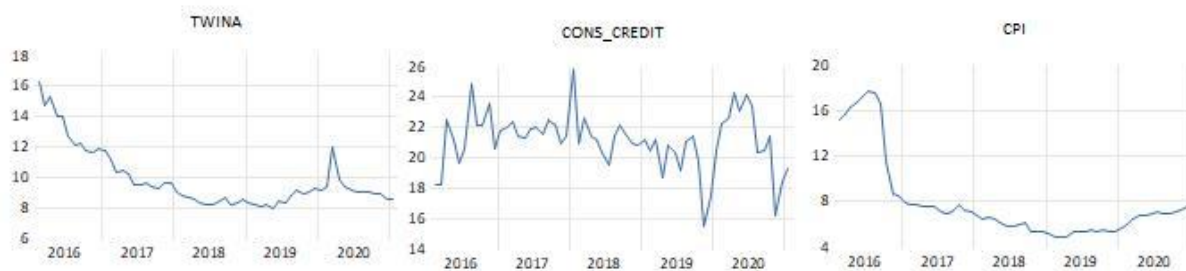
1-кесте.

Деректердің жиынтық статистикасы

	CPI	TWINA	CONS_CREDIT
Mean	7.920000	9.874547	21.12317
Median	7.000000	9.105400	21.26500
Maximum	17.700000	16.28143	25.84000
Minimum	4.800000	7.967895	15.49000
Std. Dev.	3.641977	1.957892	1.863528
Skewness	1.812439	1.572632	-0.478550
Kurtosis	4.877733	4.753486	4.267787
Jarque-Bera	41.66404	32.41848	6.308313
Probability	0.000000	0.000000	0.042674
Sum	475.2000	592.4728	1267.390
Sum Sq. Dev.	782.5760	226.1671	204.8915
Observations	60	60	60

1-сурет.

Өнделмеген деректер



² KASE-те жеті жұмыс күні мерзіміне репо ашылуы бойынша орташа алынған пайыздық мөлшерлеме

Стационарлық тесті. Қатарлардың стационарлығы маңызды шарт болып табылады, өйткені ол айнымалылардың өзгерісіне тікелей әсер етеді. Егер x және y қатарлары тұрақты емес кездейсоқ процестер болса, онда x және y өзара байланысын OLS (2 теңдеуі) арқылы модельдеу жалған регрессияның жинақталуына әкеледі.

Айнымалылар ADF (Augmented Dickey Fuller) тестін қолдана отырып, стационарлық қасиеттеріне сыналды. Тестілеу нәтижелері бойынша TWINA және CONS_CREDIT деңгейлерде стационарлық болып шықты, CPI бірінші айырмашылықта стационарлыққа келтірілді (DCPI).

Айнымалылардың реті себеп-салдар байланысы тесті негізінде емес, пайыздық арнаның теориялық жұмысына сәйкес таңдалады. Мәселен, TWINA индикаторы ұсынған АКС позициясының өзгеруі халықтың ұзақ мерзімді тұтыну тауарларын пайдалануына әсер етеді (CONS_CREDIT), бұл өз кезегінде ішкі сұраныс пен инфляциялық процестерге (CPI) әсер етеді: TWINA \rightarrow CONS_CREDIT \rightarrow CPI.

Лагтың ұзындығын таңдау. Var жүйесіндегі Лагтың ұзындығы AIC (Akaike information criterion), LR (sequential modified LR test statistic), HQ (Hannan-Quinn Information criterion) және FPE (Final prediction error) ұсынымдарына сәйкес 12 айға тең таңдалды. Лагтың бұл ұзындығы АКС трансмиссиялық тетігінің әсерін теориялық және эмпирикалық бағалауға сәйкес келеді.

Сенімділік тестілері. Автокорреляция мәселесін диагностикалау үшін LM тесті қолданылды. Тестілеу нәтижелері автокорреляция проблемасының болуын анықтады, өйткені барлық p мәндері 0,05-тен жоғары болды, яғни қалдықтарда сериялық корреляцияның болмауы туралы нөлдік гипотезаны жоққа шығаруға болмайды.

Қалыпты тестілеу нәтижесі модельдің қалдықтары қалыпты түрде таратылғанын көрсетті, өйткені барлық бірлескен ықтималдықтар 0,05-тен жоғары болды.

V. Эмпирикалық нәтижелер

Var моделінің нәтижелері. Нәтижелерге сәйкес (2-кесте) жеке тұлғалар үшін 3, 4, 5, 6 және 10-айлардағы тұтынушылық кредиттер мөлшерлемесінің өсуіне инфляция өзгеруінің дұрыс ықпалы байқалады. Тұтынушылық кредиттеу мөлшерлемесінің өсуіне жауап ретінде инфляцияның барынша баяулауы 5 айдан кейін байқалады.

TWINA мөлшерлемесін 1 пайыздық тармаққа көтеру 4 айдан кейін жеке тұлғалар үшін тұтынушылық кредиттер мөлшерлемесі 3,2 пайыздық тармаққа өсуіне әкелуі мүмкін және бұл бағалау статистикалық маңызды болып табылады.

АКС-ты қатаңдату нәтижесінде алғашқы 2 айда инфляция айырмашылығының төмендеуі байқалады. TWINA-дан инфляцияға импульстің берілу жылдамдығы экономикалық теорияға қайшы келеді. TWINA ұлғайтылғаннан кейін 4-ші және 8-ші айда инфляцияның оң өзгеруі орын алады, бұл пайыздық арнаның жұмыс істеу мәніне қайшы келеді.

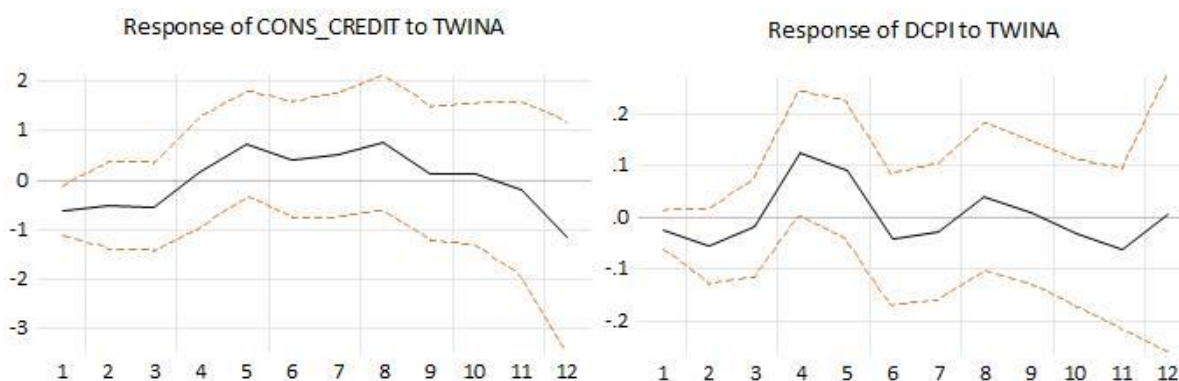
2-кесте

Vector Autoregression Estimates			
Sample (adjusted): 2017M03 2021M01			
Included observations: 47 after adjustments			
t-statistics in []			
	TWINA	CONS_CREDIT	DCPI
TWINA(-1)	-0.4953	-0.7462	-0.2361
	[-1.93268]	[-0.64310]	[-2.72311]
TWINA(-2)	-0.5541	-1.0941	-0.3275
	[-1.75714]	[-0.76636]	[-3.07046]
TWINA(-4)	-0.3750	3.2046	0.2503
	[-1.32769]	[2.50589]	[2.61948]
TWINA(-8)	0.6073	1.1942	0.2968

	[2.17150]	[0.94320]	[3.13728]
CONS_CREDIT(-3)	-0.1536	-0.4591	-0.0532
	[-2.54915]	[-1.68273]	[-2.61030]
CONS_CREDIT(-4)	-0.3889	-0.0649	-0.1069
	[-4.43678]	[-0.16361]	[-3.60425]
CONS_CREDIT(-5)	-0.4007	-0.3481	-0.1229
	[-3.18556]	[-0.61117]	[-2.88749]
CONS_CREDIT(-6)	-0.3510	-0.0779	-0.1140
	[-2.28434]	[-0.11193]	[-2.19263]
CONS_CREDIT(-10)	-0.1029	-0.3625	-0.0789
	[-1.24128]	[-0.96585]	[-2.81568]
R-squared	0.94	0.81	0.94
Adj. R-squared	0.74	0.13	0.74

Импульстік жауаптардың функциялары VAR жүйесіндегі басқа эндогендік айнымалыларға бір стандартты ауытқу мөлшерінде эндогендік айнымалылардың күтпеген өзгеріске әсерін көрсетеді. Импульстік жауаптарды талдау басқа айнымалыларға қарағанда айнымалының әсер етуінің күтпеген өзгерісі қанша уақытқа созылатындығы және келесі 12 айда пайыздық мөлшерлеменің ұлғаюы түрінде қай айнымалы күтпеген өзгеріске ең үлкен әсерін қамтамасыз ететіні туралы түсінік береді. 2-суретте инфляция әсері мен АКС қатаңдатуға жауап ретінде тұтынушылық кредиттің мөлшерлемесі көрсетілген. Тұтынушылық кредиттің мөлшерлемесі күтпеген өзгерістен кейінгі 1-ші тоқсан ішінде төмендейді және 4-ші айдан бастап 5-ші айда шынына жете отырып, өседі. Инфляция 11 айдан кейін ең төменгі теріс мәнге жетіп, АКС күтпеген өзгерісіне жауап ретінде құбылмалықты көрсетеді. Инфляцияның пайыздық мөлшерлеменің күтпеген өзгерісінен кейін 3-тен 5 айға дейін өсуі АКС қатаңдату нәтижесінде күтілетінге қайшы келеді.

2-сурет.



Дисперсияның ыдырауы. Импульстік дыбыстар функциясынан айырмашылығы, дисперсияның ыдырауы бір айнымалы шамадағы күрт өзгерістерден басқа айнымалы шама дисперсиясының қанша пайызының туындағанын және уақыт өте келе бұл пропорцияның қалай өзгеретінін көрсетеді.

Нәтижелер TWINA мөлшерлемесінің өзгеруімен түсіндірілетін инфляция дисперсиясының үлесі 4-ші айда 35%-ға дейін күрт артып, одан әрі 37-41% аралығында өзгеріп тұратынын көрсетеді. TWINA-ның ауытқуына байланысты тұтыну кредиті мөлшерлемесінің дисперсия үлесінің 12 ай ішінде 13%-дан 34%-ға дейін өсу үрдісі бар.

Period	Variance Decomposition of CONS_CREDIT:				Variance Decomposition of DCPI:			
	S.E.	TWINA	CONS_CREDIT	DCPI	S.E.	TWINA	CONS_CREDIT	DCPI
1	0.39	13.01	86.99	0.00	1.75	3.38	6.22	90.40
2	0.43	17.51	81.10	1.40	1.94	11.48	17.17	71.35
3	0.47	20.13	74.78	5.10	2.17	11.05	15.68	73.27
4	0.52	18.20	66.42	15.38	2.31	35.35	14.51	50.14
5	0.79	24.38	61.12	14.50	2.49	40.87	18.10	41.03
6	0.93	24.79	61.88	13.33	2.60	40.56	20.83	38.62
7	1.00	24.29	63.05	12.66	2.81	39.94	21.95	38.11
8	1.02	27.13	61.65	11.22	3.03	40.57	21.36	38.06
9	1.03	25.72	63.30	10.98	3.12	37.62	25.23	37.14
10	1.04	25.52	63.46	11.02	3.14	37.64	25.75	36.61
11	1.07	25.71	63.08	11.20	3.15	40.18	24.65	35.16
12	1.08	34.31	55.75	9.93	3.35	39.41	25.30	35.29

VI. Қорытынды

Қазақстанда VAR моделін қолдана отырып, АКС пайыздық арнасының жұмыс істеуін эмпирикалық талдау нәтижесінде TWINA ақша нарығы мөлшерлемесінің инфляция деңгейіне тікелей әсер етпейтіні, сонымен бірге тұтынушылық кредиттер мөлшерлемесіне әсер ететіні, өз кезегінде инфляция деңгейіне әсер ететіні анықталды.

Алынған нәтижелер жалпы алғанда Қазақстандағы пайыздық арнаның әлсіз жұмыс істейтіні туралы басқа да зерттеулердің қорытындыларына сәйкес келеді.

Қазақстанда пайыздық арнаның жұмысын жетілдіру АТ-ны табысты іске асырудың маңызды талабы болып табылады. Бұл үшін мемлекет пен квазимемлекеттік сектор тарапынан жеңілдікті қаржыландырудың елеулі көлемі, экономиканы долларландырудың жоғары дәрежесі және қаржы нарығының жеткіліксіз дамуы сияқты бірқатар елеулі талаптарды еңсеру талап етіледі.

Қазақстанның қаржы нарығы көптеген дамушы елдер сияқты үлкен емес, бұған коммерциялық банктердің үстем болуы дәлел бола алады. Қор нарығын банк секторына балама ретінде дамыту қажет. МБҚ қайталама нарығының өтімділігін арттыру қажет, бұл осы сегментті инвесторлар үшін тартымды етеді. Экспортқа, технологиялар мен инновацияларды дамытуға бағдарланған компанияларға қолдауды сақтай отырып, қолданыстағы жеңілдікті қаржыландыру бағдарламаларын қысқартқан жөн.

Пайыздық арнаның тиімділігін арттыру үшін коммерциялық банктер арасында бәсекелестікті ынталандыру, капитал қозғалысын бақылауды ырықтандыру есебінен капиталдың тиімділігін арттыру, мемлекеттік және квазимемлекеттік компанияларды жекешелендіру процесін жеделдету қажет.

АКС қолданылуының нарықтық пайыздық мөлшерлемелерге әсері қаржы нарығының әртүрлі сегменттерінің даму деңгейіне байланысты болады. Ақша мен капиталдың тиімді және дамыған нарықтарынсыз тиімді АКС іске асыру мүмкіндіктері шектеулі болады

Әдебиеттер тізімі:

1. Mishkin, Frederic. 1995. "Symposium on Monetary Transmission Mechanism." *Journal of Economic Perspectives*: 3-10.
2. Bernanke, Ben и Mark Gertler. 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission". *Journal of Economic Perspectives*, 9: 27-48.
3. Coricelli, F.B. Egert и R. MacDonald. 2005. "Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence" (unpublished). <http://www.iue.it/FinConsEU/ResearchActivities/CreditConsMacro2005/Papers/Egert.pdf>.

4. Isakova, Asel. 2008. "Monetary Policy Efficiency in the Economies of Central Asia." *Czech Journal of Economics and Finance*, v. 58, iss. 11-12: 525-53.
5. Balino, Tomas J. T. 1998, "Monetary Policy in Russia." *Finance and Development*, December, v. 35, iss. 4: 36-39.
6. Қазақстан Республикасының 2020 жылға дейінгі ақша-кредит саясаты (<https://www.nationalbank.kz/ru/page/osnovnye-napravleniya-dkp>).
7. Cook, Timothy, and Thomas Hahn. 1988. "The Effect of Changes in the Federal Funds Rate Target on Market Interest Rates in the 1970s." *Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper*, No: 88-4:1-51.
8. Cochrane, John, and Monika Piazzesi. 2002. "The Fed and Interest Rates: A High - Frequency Identification." *The American Economic Review*, 92, (2): pp. 90 – 95.
9. Taylor, James. 1995. "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework." *Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, No.4, pp.11-26.
10. Disyatat, Piti, and Pinnarat Vongsinsirikul. 2003. "Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand." *Journal of Asian Economics* 14, pp.389-418.
11. Angeloni, Ignazio, Anil, Kashyap, Benoit, Mojon, and Daniele Terizzese. 2003. "Monetary Transmission in the Euro Area: Does the Interest Rate Channel Explain it All?" *National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 9984*, (electronic edition).<http://www.nber.org.ezproxy.lib.hit-u.ac.jp/papers/w9984.pdf>.
12. А. Б. Мұхамедиева 2010. "Анализ трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Казахстане" *Вестник КазНУ. Серия экономическая*, № 1(77). 2010.
13. Starr, Marta A. 2004. "Does money matter in the CIS? Effects of monetary policy on output and prices." *Journal of Comparative Economics*, American University, Washington.
14. Sims, Christopher A. 1980. "Macroeconomics and Reality." *Econometrica* 48 (1):1-48.

МБҚ НАРЫҒЫНЫҢ ӨТІМДІЛІГІ БОЙЫНША МАРКЕТ-МЕЙКЕРЛЕР МЕН АЛҒАШҚЫ ДИЛЕРЛЕРДІҢ РӨЛІ

Г.М. Көрпебаев – Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің Монетарлық операциялар департаменті ақша-кредит операциялары және алтынвалюта активтері басқармасының бас маман-дилері

Мемлекеттік бағалы қағаздар (МБҚ) нарығының өтімділігі бүкіл қор нарығының тиімді жұмысын қамтамасыз етуде маңызды құрамдас бөлігі болып табылады. МБҚ нарығы жергілікті қатысушылар үшін де, шетелдік инвесторлар үшін де негізгі бағдар болып табылады. Мемлекеттік облигациялардың өтімділігі ақша-кредит саясатының белгілерін трансмиссиялауда маңызды рөл атқарады.

Белсенді маркет-мейкерлер жүйесін құру және бастапқы дилерлер институтын енгізу мемлекеттік облигациялар нарығының өтімділігін арттырудың тиімді шаралары болып табылады. Маркет-мейкерлер тұрақты баға белгілеулерді қолдау арқылы нарықтың белсенділігі мен тиімділігін арттыруға ықпал етеді. Бастапқы дилерлер институты қайталама нарықтың тиімділігін арттырумен қатар, мемлекеттік облигациялардың бастапқы нарығының жұмысын жақсартуға мүмкіндік береді.

Қазақстан нарығы үшін, оның қазіргі болмысын ескере отырып, бастапқы дилерлердің толыққанды жүйесін енгізуді бастапқы орналастыруға қол жеткізуге мүмкіндік берілетін қатысушылардың міндеттемелері мен артықшылықтарын айқындай отырып, кезең-кезеңімен жүзеге асыру қажет.

Түйінді сөздер: бастапқы дилерлер, маркет-мейкерлер, МБҚ нарығы, өтімділік, ақша-кредит саясатының трансмиссиясы, облигациялар.

JEL-жіктеу: E63, G12, G18.

1. Өтімділік – нарықтың тиімді жұмыс істеуінің негізі

Нарықтың өтімділігі инвесторлар мен нарыққа қатысушылардың активтерді қысқа уақыт аралығында төмен шығасыларымен және активтің нарықтық бағасына жақын бағамен сатып алу немесе сату мүмкіндігін білдіреді. Нарықтың өтімділігі көптеген факторларға, оның ішінде нарықтық құрылымға және сатылатын активтердің сипатына байланысты. Басты айырмашылығы нарықтың қалыпты жағдайларда және дағдарыс кезеңдерінде жұмыс істеуінде жатыр (Ingo Fender, Ulf Lewrick, 2015).

Нарықтардағы өтімсіздік бағалардың тиімді қалыптасуына кедергі келтіреді және эмитенттердің қаржыландыруға қол жеткізуін қиындатады. Төмен өтімділік қаржы жүйесіндегі бұзушылықтарды да күшейте алады (Julie Guo и Zhan Zhang, 2020). Бұл салдарлар әсіресе дағдарыс кезеңдерінде маңызды болуы мүмкін әрі эмитенттер, инвесторлар және реттеуші органдар үшін COVID-19-дың таралуы кезеңінде байқалған үлкен қауіпті білдіреді.

Julie Guo and Zhan Zhang (2020) зерттеуінде, 2020 жылғы ақпанның соңында вирустың жаһандық таралуы туралы қауіптенудің артуы тәуекел активтері құнының жаппай төмендеуіне және қаржы нарықтарындағы құбылмалылықтың күрт өсуіне әкелді, өйткені бірқатар инвесторлар кредит көлемін төмендету, маржа талаптарын қанағаттандыру және міндеттемелерді өтеу үшін ақшалай қаражат тартуға мұқтаж болды. Бұл факторлар бүкіл әлемдегі қаржы нарықтары жұмысының нашарлауына ықпал етті, себебі осы нарықтардағы өтімділік айтарлықтай төмендеді, мөлшерлемелер бойынша спрэдтер айтарлықтай өсті. Тәуекелсіз активтер болып саналатын МБҚ-да да инвесторлар тарапынан «қашу» және кейіннен өтімділіктің нашарлауы орын алды, бұл кірістіліктің бірден өсуіне алып келді. Бұл басқа қаржы нарықтарында да көрініс тапты, себебі мемлекеттік бағалы қағаздар басқа қаржы активтері үшін бағдар болып табылады. Атап

айтқанда, АҚШ қазынашылық облигацияларының негізгі базалық нарығындағы өтімсіздік нарықтағы теңгерімсіздіктің күшеюіне көп әсер етті.

Тіркелген кірісі бар халықаралық нарықтардағы бағалы қағаздардың өтімділігі 2020 жылғы наурыздың соңына қарай біртіндеп қалпына келе бастады. Қалпына келтіруге орталық банктердің қабылдаған шаралары қолдау көрсетті, онда активтерді сатып алу және өтімділікпен жасалатын операцияларды кеңейту қамтылды.

Өтімділік бірқатар көрсеткіштермен өлшенеді. Сауда-саттық көлемі, бид-аск спрэд, құбылмалылық өтімділіктің негізгі көрсеткіштері болып табылады. Өтімділіктің әр түрлі түсіндірмелері мен оны рәсімдеу тәсілдері негізінде өтімділіктің 4 негізгі проекциясы бөліп көрсетіледі: уақыт (мәмілелер/сауда-саттық жиілігі), баға (өтімділік коэффициенті, бағаның құбылмалылығы), көлем (сауда-саттық/мәмілелер көлемі), транзакциялық шығындар (бид-аск спрэд).

Мәмілелер саны мен сауда-саттықтың жиілігі бағалы қағаздың саудадағы белсенділігін көрсетеді. Сауда-саттық көлемі өтімділікті бағалау үшін жиі қолданылатын көрсеткіштердің бірі болып табылады және белгілі бір уақыт кезеңіндегі бағалы қағаздағы барлық мәмілелердің жалпы көлемін көрсетеді. Үлкен көлемдегі шығарылымдар дәстүрлі түрде неғұрлым өтімді болып саналады. Бид-аск спрэд те бағалы қағаздардың өтімділігін өлшеудің ең көп таралған көрсеткіштерінің бірі болып табылады. Спрэд неғұрлым аз болса, баға соғұрлым нарыққа жақын болады, сәйкесінше, қағазбен жасалатын операциялар бойынша шығындар да аз болады.

Неғұрлым өтімді қағаздар барынша үлкен нарыққа ие, сондықтан үлкен көлемдер бағаға айтарлықтай әсер етпеуі тиіс. Бағаның жоғары құбылмалылығы қағаздың төмен өтімділігін көрсетеді.

Көбінесе тәжірибеде өтімділікті неғұрлым жан-жақты бағалау үшін аталған көрсеткіштердің жиынтығы қолданылады. Tobias Adrian және Michael Fleming (2017) зерттеуінде АҚШ-тың қазынашылық облигациялары бойынша өтімділік индексын құру үшін бид-аск спрэд, нарықтың көлемі, баға, сауда-саттық көлемі, сауда-саттықтың жиілігі, мәмілелер мөлшері және құбылмалылық сияқты көрсеткіштер пайдаланылды.

МБҚ нарығы нарықтың жергілікті қатысушылары үшін де, шетелдік инвесторлар үшін де негізгі бағдар болып табылады. Сондықтан МБҚ нарығының өтімділігі бүкіл қор нарығының тиімді жұмыс істеуін қамтамасыз етудің маңызды бір бөлігі болып табылады. Бұдан басқа, мемлекеттік облигациялардың өтімділігі ақша-кредит саясатын жүргізуде және қаржы жүйесінің тұрақтылығында маңызды рөл атқарады (Denis Beau, 2016).

Соған сәйкес, МБҚ нарығының өтімділігін арттыру қаржы нарығын дамыту мәселесінде басым бағыттардың бірі болып табылады. Шетелдік инвесторларды жергілікті нарыққа тарту және олардың нарыққа кіруін оңайлату, МБҚ-ны халықаралық индекстерге енгізу, айналыстағы қағаздар санын, оның ішінде кері сатып алу арқылы қысқарту, МБҚ-ны бірнеше негізгі шығарылымдарда (эталондық шығарылымдарда) шоғырландыру, репо тетіктерін пайдалану, маркет-мейкерлер институтын құру, бастапқы дилерлер жүйесін енгізу мемлекеттік облигациялардың өтімділігін арттырудың ықтимал тәсілдері болып табылады.

Мемлекеттік облигациялар нарығының өтімділігін шектейтін ерекшеліктерінің бірі – айналыстағы әртүрлі бағалы қағаздардың көп болуы. Бұл облигацияларды салыстырмалы түрде әртекті етеді, ал ол сауда-саттық көлеміне және қатысушылардың белсенділігіне теріс әсерін тигізеді. Бұдан басқа, институционалдық инвесторлар көбінесе қағаздарды өтеуге дейін сатып алады немесе үлкен көлемде сатады, бұл олардың өтімділігін едәуір төмендетеді. Бұл факторлар сатып алушылар мен сатушылардың қаржы құралы бойынша сәйкес келу ықтималдығын азайтады. Мұндай жағдайларда нарықтар көбінесе маркет-мейкерлерге сүйенеді (Ingo Fender, Ulf Lewrick, 2015).

Бастапқы дилерлер жүйесін енгізу әр түрлі елдердің тәжірибесінде кеңінен қолданылатын өтімділікті, әсіресе мемлекеттік облигациялар нарығының өтімділігін арттырудың тағы бір тәсілі болып табылады.

2. Маркет-мейкерлер және бастапқы дилерлер институты

Маркет-мейкерлер нарықтың өтімділігін қамтамасыз етуде маңызды рөл атқарады және оның тиімді жұмыс істеуіне ықпал етеді. Маркет-мейкерлер қаржы нарықтарындағы өтімділік провайдерлері болып табылады, делдал ретінде әрекет етеді және сатып алушылар мен сатушылар арасында транзакциялар жүргізеді (Jon Cheshire, 2015).

Сатып алуға да, сатуға да тұрақты баға белгілеуді қолдау үшін жеткілікті көлемі бар белсенді маркет-мейкерлердің болуы нарықтағы өтімділіктің артуына ықпал етеді, бұл да ақша-кредит саясатының трансмиссиясына және қаржылық тұрақтылыққа оң әсерін тигізеді.

Облигациялар, оның ішінде мемлекеттік облигациялар саудасының негізгі бөлігі биржадан тыс нарықта жүзеге асырылады. Шығарылған әр түрлі облигациялардың көп болуы бағалы қағаздарды сатып алушылар мен сатушылардың өтінімдерінің сәйкес келу ықтималдығын азайтады. Мұндай жағдайларда маркет-мейкерлер сауданы қаржы құралдарымен жеңілдетеді. Олар клиенттердің өтініштерін қарама-қарсы өтінімдерді табу арқылы орындайды (брокерлік немесе агенттік сауда) немесе мәмілелерде контрагент ретінде әрекет етеді.

Осылайша, маркет-мейкерлер клиенттерге операцияларды дереу жүргізуге мүмкіндік бере отырып, нарықтың өтімділігін қамтамасыз етеді, нарықтағы уақытша теңгерімсіздіктерді сіңіру және күрт өзгерістер әсер еткен жағдайда нарықтың құбылмалылығын азайту арқылы нарықтық өтімділіктің тұрақты болуына әсер етеді (Denis Beau, 2014).

Көптеген елдерде маркет-мейкерлердің қызметін анықтайтын қағидалар бар. маркет-мейкерлердің олар бағалы қағаздарды тұрақты негізде сатып алуға және сатуға дайын болатын бағаларды беруі (екі жақты баға белгілеулер) негізгі бөлігі болып табылады.

Маркет-мейкерлердің бизнес-модельдері нарық сегментіне қарай өзгеше болады, бірақ жалпы алғанда маркет-мейкерлердің бірқатар ортақ ерекшеліктері бар: кең клиенттік база, көптеген нарықтарға, оның ішінде қорландыру және тәуекелдерді хеджирлеу мақсаттары үшін тұрақты қолжетімділік, ірі мәмілелерді жүргізу үшін жеткілікті баланс, бәсекеге қабілетті баға белгілеулерді, оның ішінде нарықтың жоғары құбылмалылық кезеңдерінде ұсыну тәжірибесі (Denis Beau, 2014).

Маркет-мейкердің табысы мәмілеге жұмсалған шығындарды шегергенде, қаржы құралын (бид-аск спрэд) сатып алу және сату бағасы арасындағы айырмаға негізделген. Қорландыруға жұмсалатын шығындары төмен және қысқа уақыт аралығында маркет-мейкердің бид-аск спрэдінің позициясын жабу мүмкіндігі бар нарықтарда қазірдің өзінде болады, ал белгіленген көлемдер көбірек болады. Нарықтардағы құбылмалылық артқан, нарықтық талаптар өзгерген жағдайларда маркет-мейкерлер көбінесе анағұрлым кең спрэдті қолданады.

Облигациялардың бастапқы және қайталама нарықтары өзара тығыз байланысты. Қағаз эмитенттері қайталама нарықтағы өз шығарылымдарының өтімділігін жақсартуға мүдделі, бұл бастапқы орналастыру кезінде инвесторлардың сыйлықақысын төмендетуге мүмкіндік береді.

Мемлекеттік облигациялар үшін көптеген юрисдикциялар бастапқы дилерлер жүйесін қолданады, ол жүйе көбінесе ынталандыру шараларын нарықтағы маркет-мейкердің функцияларын жүзеге асыру міндеттемелерімен үйлестіреді (Denis Beau, 2014).

Бастапқы дилерлер (БД) – МБҚ нарығында мамандандырылған рөл атқаратын қаржы делдалдары. БД жүйесін енгізу МБҚ нарығының өтімділігін арттыру және құбылмалылығын төмендету үшін қолданылады.

Халықаралық Валюта Қоры мен Дүниежүзілік Банктің зерттеулеріне сәйкес, БД институты мынадай екі негізгі мәселені шешу үшін әртүрлі елдерде қолданылады:

- МБҚ-ны бастапқы аукциондарда тұрақты орналастыру, бұл мемлекеттік бюджетті үздіксіз қаржыландыруды қамтамасыз етуге мүмкіндік береді;

- МБҚ қайталама нарығының өтімділігін арттыру, бұл сауда-саттыққа қатысушылардың МБҚ нарығы мен оның индикаторларына деген сенімінің артуын қамтамасыз етеді (Marco Arnone, George Iden, 2003).

БД үшін негіз қалаушы талап - қайталама нарықта маркет-мейкер функцияларын орындау. Бұл МБҚ-ны соңғы инвесторларға дейін жеткізудің тиімді тетігін құру және қайталама нарықта өтімділікті арттыру қажеттілігіне негізделген.

БД жүйесін енгізу МБҚ қайталама нарығында өтімділікті жақсартуға мүмкіндік береді, бұл нарықтық бағаны қалыптастыруға, қайталама нарықта МБҚ айналымдылығын нығайтуға ықпал ететін болады.

БД институтын құру БД-ның бастапқы және қайталама нарықтарда белгілі бір міндеттемелерді орындауды көздейді.

Дүниежүзілік Банктің зерттеулерінде БД-ның мынадай негізгі міндеттемелері бөліп көрсетіледі:

1) орналастыруға қатысу: аукциондарға қатысу арқылы БД эмитент пен түпкілікті инвесторлар арасында арна ретінде жұмыс істейді. Бастапқы орналастыруға қатысу міндеттемесі дилердің өтінімдердің және/немесе табысты өтінімдердің белгілі бір ең аз санын беру міндеттемесін қамтиды. Ең төменгі сома, әдетте, жалпы жарияланған/орналастырылған соманың пайызы түрінде көрсетіледі. Бұл талапты мемлекеттік билік органы әрбір БД-ға қатысу жиілігі және МБҚ сатып алудың ең аз көлемі тұрғысынан қарастырады. БД-мен келісімге әрбір орналастыруға тұрақты немесе міндетті қатысу талабы енгізілуі мүмкін;

2) бағалы қағаздарды түпкілікті инвесторлар арасында орналастыру: зерттеу жүргізу, маркетинг, өнімдерді белсенді ілгерілету арқылы бастапқы агенттің клиенттік базасы арасында МБҚ орналастыруға жәрдемдесуді көздейді;

3) қайталама нарықта өтімділікті арттыру:

– белгілі бір уақыт кезеңі ішінде белгіленген ең төменгі көлемі бар «тұрақты» баға белгілеуді қолдау;

– орган директивалық жағынан да, белгілі бір функция түрінде де айқындайтын, оның белгіленген ең жоғары шекті енінен аспайтын спрэдті қолдау;

– белгілі бір кезеңде қайталама нарықта сауда-саттық айналымының берілген деңгейін ұстап тұру. Айналым деңгейі сауда-саттықтың жалпы көлемінен не қайталама нарықтағы барлық қатысушылардан үлес түрінде есептелуі мүмкін;

4) консультациялық іс-шаралар өткізу: БД өз функцияларын орындау стратегиясы туралы жалпы нарықтың дамуы туралы хабарлайды;

5) БД мен мемлекеттік борышты басқару органы арасындағы әріптестік қатынастарды қолдау: бұл міндет БД үшін артықшылық болып табылады;

6) өз қызметі туралы есеп беру: БД есептілігі мемлекеттік борышты басқару органына нарықтағы және жекелеген ұйымдардағы өзгерістерді бағалауды жүргізуде жәрдемдеседі (Gemloc Advisory Services, 2010).

Әдетте, БД міндеттемелерін орындаудың орнына кең ауқымды артықшылықтарды алуы мүмкін. Оларды ұсыну, біріншіден, БД уәждемесін арттыруға, екіншіден, бастапқы және қайталама нарықтарда БД орындайтын операцияларды қолдауға бағытталған. Негізгі артықшылық БД-ның аукциондарға қатысуға эксклюзивті құқығы болып табылады. Сондай-ақ орталық банкте ақша қаражатын тартуға, бағалы қағаздармен кредит беру тетігіне және т.б. жеңілдікті қолжетімділік берілуі мүмкін.

Түрлі елдердегі МБҚ нарығының БД қызметін реттеу тәжірибесін талдау үш негізгі «модельді» бөліп көрсетуге мүмкіндік береді. «Модельдерді» бөлудің негізгі критерийі - реттеушінің қолдаудың басты объектісі ретінде әрекет ететін нарық сегментін: бастапқы нарықты, қайталама нарықты немесе осы екі сегментті бір мезгілде таңдауы.

Бірінші «модель» - «Қаржыминіне қаражат жеткізу» - мемлекеттік борыштың көлемі жоғары және едәуір бюджет дефициті бар елдер жиі қолданады. Бюджеттік дефицитті жабу және жинақталған борышты қайта қаржыландыру үшін аукциондарда

МБҚ орналастыру жөніндегі жоғары сұранысты қолдауға мүмкіндік беретін жүйе талап етіледі. Мұндай жүйенің негізгі элементтері бастапқы нарықтағы БД-ның қатаң міндеттемелері болып табылады: МБҚ орналастыру бойынша әрбір аукционға қатысу; орналастырылатын көлемнен белгілі бір үлестен кем емес көлемде өтінім беру.

Екінші «модельді» іске асыратын елдерге – «біркелкі ынталандыру» - «Қаржыминіне қаражат жеткізу» моделін қолданатын елдерге қарағанда бюджет дефицитінің неғұрлым төмен деңгейі тән. Дегенмен, екінші «модельді» іске асыратын елдердегі мемлекеттік борыштың шамасы айтарлықтай жоғары, ал сұраныстағы алыпсатарлық құрауыштарының елеулі болуына байланысты олардың МБҚ нарықтары айтарлықтай құбылмалы болуы мүмкін. Осы «модельді» пайдаланатын елдерден МБҚ нарығында қаражат тарту қажеттілігі бірінші «модельді» пайдаланатын елдерге қарағанда біршама төмен болғандықтан, БД-ның бастапқы орналастыруға қатысу талаптары соншалықты қатаң емес (әрбір аукционда емес, белгілі бір уақыт кезеңі ішінде бастапқы орналастыруға қатысудың ең төменгі деңгейінің талабы). Бұл жағдай БД-ның қайталама нарыққа қатысуына қойылатын талаптарды қатандатуға мүмкіндік береді (әрбір БД-ның нарық айналымының ең аз үлесін ұстап тұруы).

Үшінші «модельді» іске асыратын елдер – «маркетмейкингке мәжбүрлеу» - мемлекеттік борыштың ІЖӨ-ге қатысты төмен деңгейіне және салыстырмалы теңгерімді (кейбір жағдайларда - тіпті профициттік) бюджетке ие. Алайда, мемлекеттік қаржының теңгерімділігінің «кері жағы» біріншіден, МБҚ нарығының өтімділігінің жоғары болмауы (бастапқы орналастырудың аз көлемі нарық айналымдарын қолдауға ықпал етпейді), екіншіден, нарықты бейрезиденттердің «сатып алуы» (мемлекеттік борыштың шамасы аз, бұл ретте шетелдік инвесторлар кредиттік тәуекелдер деңгейін төмен деп есептейді) болып табылады.

Қайталама нарықтың төмен өтімділігі реттеушілерден дәл осы сегментте БД белсенділігін ынталандыруға шоғырлануды талап етеді. МБҚ-ның қайталама нарығында ұсынылатын сатып алу-сату өтінімдерінің көлеміне, спрэдтердің ең ауқымды еніне және бағалы қағаздарды бағамдау уақытының ең аз кезеңіне қойылатын қатаң талаптар ынталандыру құралдарына айналады. Бұл ретте осы «модель» МБҚ-ның бастапқы орналастыруларына БД-ның қатысуына нақты талаптардың болмауымен сипатталады. Осы «модельге» жататын елдердің көпшілігінде БД-ға бәсекеге қабілетсіз өтінімдер беру құқығы жоқ. Осы елдердің бастапқы нарығындағы БД қызметінің әлсіз регламенттелуі толық ақталған, әдетте, бастапқы орналастыру көлемінің аздығынан сұранысқа қатысты проблемалар туындамайды. Бұл ретте БД-ның өздері бастапқы орналастыруға қатысуға жеткілікті ынталандырулары бар, өйткені бұл жағдайда олар қайталама нарықта өз міндеттемелерін орындау үшін қажетті әр түрлі мемлекеттік облигациялардың қорын қалыптастыра алады.

3. ҚР МБҚ нарығы

МБҚ ішкі нарығы қайталама нарықтың салыстырмалы түрде төмен өтімділігімен сипатталады және Қаржы министрлігінің мемлекеттік облигацияларымен, Ұлттық Банктің қысқа мерзімді ноттарымен, жергілікті атқарушы органдардың облигацияларымен ұсынылған.

Қазақстандық МБҚ нарығында өтімділіктің төмендеуі зейнетақы активтерін шоғырландырғаннан кейін байқалды, себебі нарыққа қатысушылар санының қысқаруы қайталама нарықтың белсенділігін шектеді. Институционалдық инвесторлардың шоғырлануын арттыру өтімділік оқиғаларының қысқаруына және нарықтағы тиімді нарықтық баға белгілеудің төмендеуіне әкелді.

Өтімділік шарттарының нашарлауына сондай-ақ Қаржы министрлігі борышының басым бөлігінің инвесторлардың шектеулі тобы арасында шоғырлануы, орналастырудағы нарықтық ойыншылардың аздығы ықпал етеді. Инвесторлардың өтелгенге дейін МБҚ ұстап қалуға бейімділігі олардың айналымдылығын төмендетеді, Сонымен қатар, Қаржы

министрлігінің шағын көлемдермен айналыстағы әртүрлі мемлекеттік облигацияларының көптігі де олардың өтімділігін шектейді.

МБҚ жергілікті нарығында классикалық түрдегі БД жүйесі қолданылмайды. Қаржы министрлігінің МБҚ биржаның қор нарығының мүшелері болып табылатын қатысушылар арасында биржада орналастырылады, оған екінші деңгейдегі банктерден және институционалдық инвесторлардан басқа брокерлік және дилерлік қызметті жүзеге асыратын ұйымдар кіреді.

МБҚ бойынша маркет-мейкерлер институты дамудың алғашқы сатысында тұр. МБҚ қайталама нарығының өтімділігін арттыру мақсатында 2020 жылы биржалық алаңда МБҚ бойынша маркет-мейкер функцияларын биржалық нарықта орындаған жағдайда нарықтың кәсіби қатысушылары үшін жеңілдікті шарттардың белгілі бір топтамасын көздейтін МБҚ бойынша маркет-мейкерлер үшін ынталандыру бағдарламасы әзірленді және енгізілді.

Бағдарлама нарықта қатысушылардың белсенділігін арттыруға және МБҚ бойынша маркет-мейкерлер санының өсуіне ықпал етті. Қазіргі уақытта қор биржасында 3 маркет-мейкер ұсынылған, олар: «Фридом Финанс» АҚ - 9 шығарылым бойынша, «Қазақстан Халық Банкі» АҚ - 5 шығарылым бойынша және «Банк ЦентрКредит» АҚ - 5 шығарылым бойынша МБҚ-ның 19 шығарылымы бойынша баға белгілеуді қолдайды.

Осылайша, белсенді меркет-мейкерлердің болуы нарықтың өтімділігін және оның тиімді жұмыс істеуін қамтамасыз етудің маңызды шарты болып табылады. Сондықтан МБҚ нарығының өтімділігін жақсарту және оны одан әрі дамыту үшін маркет-мейкерлердің толыққанды жүйесін, оның ішінде эмитент тарапынан қолдау жолымен құру қажет.

Қайталама нарықты жандандырудың және МБҚ өтімділігін арттырудың басқа да ықтимал тәсілі қатысушылардың аз санымен және бағалы қағаздардың бірлеспеген шығарылымдарымен сипатталатын жергілікті нарықтың ерекшеліктерін ескере отырып, бастапқы дилерлер институтын енгізу болуы мүмкін.

Қазіргі уақытта МБҚ нарығында мемлекеттік борышты шығарудың дәйекті және болжамды саясатын құру бойынша белсенді шаралар қабылдануда. Мемлекеттік облигацияларды шығару көбінесе қосымша орналастыру жолымен жүзеге асырылады, бұл айналыстағы қағаздардың санын азайту үшін алғышарттар жасайды. Эмитент әртүрлі өтеу мерзімімен МБҚ-ны, оның ішінде 1 жылдан 5 жылға дейін секторда шығаруды жүзеге асырады. Қисықтың көрсетілген бөлігінде облигацияларды орналастыру нарықтық инвесторлардың аукциондарға қатысу үлесінің ұлғаюына әкелді және бейрезиденттер үшін мемлекеттік қағаздардың тартымдылығын арттырды.

Егеменді облигацияларды халықаралық индексстерге енгізу бойынша іс-шаралар жалғасуда, сондай-ақ шетелдік инвесторлар үшін жергілікті нарыққа қолжетімділікті жеңілдету бойынша жұмыс жүргізілуде.

Осылайша, ішкі нарықта МБҚ нарығының өтімділігін арттыру және оның жұмыс істеуін жақсарту үшін жағдайлар жасалады.

Мұндай жағдайларда Қаржы министрлігі биржалық және биржадан тыс нарықтарда МБҚ бойынша маркет-мейкерлер тізімін одан әрі кеңейту бағытында пәрменді шаралар қабылдауы тиіс. Осы мақсаттар үшін эмитент нарыққа қатысушылармен бірлесіп, жеңілдікті шаралар топтамасын көрсете отырып, нарықта маркет-мейкер функцияларын орындаудың негізгі шарттары мен тәртібі көрсетілетін МБҚ бойынша маркет-мейкерлерді қолдауға бағытталған ынталандыру сипатындағы бағдарлама әзірлеуі және қабылдауы мүмкін.

Қайталама нарықты жандандыру және МБҚ нарығын одан әрі дамыту үшін қосымша белгілі бір міндеттемелері мен артықшылықтары бар БД толыққанды жүйесін ендіруді қарастыру қажет, бұл бастапқы орналастыруға тек БД-ның ғана қатысуын білдіреді. Әлемдік тәжірибеде БД институты, ең алдымен, мемлекеттік борышты басқару жөніндегі органның бағалы қағаздары үшін қолданылады, өйткені бұл бюджет дефицитін

қаржыландыру мақсаттары үшін МБҚ орналастырудың тұрақтылығын қамтамасыз етеді және қайталама нарықтың өтімділігін арттырады.

Бұл ретте БД классикалық институтын құру нарықтың дайындығын және БД айқындаудың ашық жүйесін қамтамасыз етуді, БД үшін міндеттемелер мен артықшылықтарды айқындауды, маркет-мейкерлікке, бағалы қағаздардың баға белгілеуіне қойылатын талаптарды айқындауды, БД өз міндеттемелерін тиісінше орындамағаны үшін шараларды және т.б. регламенттейтін тиісті нормативтік құжаттарды әзірлеуді талап етеді.

МБҚ нарығын дамытудың ағымдағы шынайылықтарын ескере отырып, БД институтын енгізу мәселесінде дәйекті тәсілді қолдану мүмкін. Бастапқы кезеңде Қаржы министрлігінің МБҚ бастапқы орналастыруға қатысатын ойыншылардың ағымдағы санын, мысалы, қатысушылардың бір немесе бірнеше санаттарын алып тастау есебінен қысқартуға болады, бұл ретте БД клиенттерінің бастапқы аукциондарға қатысу мүмкіндігін жоққа шығаратын болса бұл қайталама нарықтағы мәмілелер санының ұлғаюын ынталандыратын болады.

Бұдан әрі МБҚ нарығының дамуына қарай қатысушылар саны шектеулі БД толыққанды институтына көшуді жүзеге асыру қажет.

Белсенді маркет-мейкерлер жүйесін дамыту және БД институтын қолдану МБҚ нарығының тиімділігін және оның инвесторлар, оның ішінде шетелдік инвесторлар үшін тартымдылығын айтарлықтай арттыруға мүмкіндік береді.

Әдебиет тізімі:

15. Ingo Fender, Ulf Lewrick. 2015. "Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments." BIS Quarterly review: 97-99.
16. Julie Guo, Zhan Zhang. 2020. "Secondary market liquidity in bonds and asset-backed securities" Bulletin, Reserve Bank of Australia: 30-31.
17. Tobias Adrian, Michael Fleming, Erik Vogt. 2017. "An Index of Treasury market liquidity: 1991-2017" Staff Reports, Federal Reserve Bank of New York: 1-2.
18. Denis Beau. 2016. "Fixed income market liquidity." CGFC Papers, No.55. Bank for international settlements: 4-5.
19. Jon Cheshire. 2015. "Market Making in Bond Markets." Bulletin, Reserve Bank of Australia: 63-65.
20. Denis Beau. 2014. "Market-Making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications." CGFC Papers, No.52. Bank for international settlements: 4-9.
21. Marco Arnone, George Iden. 2003. "Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries' Experience." International Monetary Fund Working Paper, No: 03/45.
22. Gemloc Advisory Services. 2010. "Primary Dealer Systems." World Bank initiative.
23. The Association for Financial Markets in Europe. 2015. "European Primary Dealers Handbook.", www.afme.eu.
24. "Отчет о финансовой стабильности Казахстана 2020" Национальный Банк Республики Казахстан.

ҚАЗАҚСТАНДАҒЫ ИПОТЕКА НАРЫҒЫ: ТАЛДАУ ЖӘНЕ ДАМУ ПЕРСПЕКТИВАЛАРЫ

Шаблина Меруерт – «Қазақстанның орнықтылық қоры» АҚ Тәуекелдер және талдау басқармасының талдау бөлімінің менеджері

Бұл мақала Қазақстан Республикасында пандемия және пандемиядан кейінгі жағдайда тұрғын үй жылжымайтын мүлік нарығының дамуын талдауға арналған, сондай-ақ соңғы оқиғалардың тұрғын үй шаршы метрі үшін бағаның көтерілуіне әсері туралы.

Негізгі сөздер: жылжымайтын мүлік, тұрғын үй бағасы, ипотекалық кредиттеу, жеңілдікті ипотека

JEL-сыныптама: R31, R21, E310, R38.

Ипотекалық кредит беру қазіргі заманғы тұрғын үй нарығын дамытудың негізгі драйверлерінің бірі болып табылады, соның арқасында тұрғын үй жағдайларын жақсарту, тұрғын үйдің қолжетімділігін арттыру мүмкіндігі пайда болады және осылайша Қазақстанда тұрғын үй құрылысын одан әрі дамыту үшін алғышарттар қалыптастырылады. 2020 жылы коронавирустық инфекция пандемиясы тұтастай алғанда әлемдік экономикаға да, сондай-ақ тікелей Қазақстан экономикасына да айтарлықтай теріс әсерін тигізді. Атап айтқанда, 2020 жылғы наурыз-сәуірде төтенше жағдайдың енгізілуі, экономиканың нақты секторының құлдырауы және инфляцияның өсуі халықтың табысына, демек, халықтың сатып алу қабілетінің төмендеуіне әсер етті, бұл өз кезегінде тұрғын үйге сұраныстың төмендеуіне, оның ішінде ипотекалық кредиттеу көлемінің төмендеуіне әкелді. 2020 жылғы сәуір-мамырда карантиндік шектеулерді енгізу нәтижесінде тұрғын үй сатылымы айтарлықтай қысқарды. Осы кезеңде тұрғын үйді сатып алу-сату мәмілелерінің саны 20%-ға төмендеді.

Мемлекеттің 2020 жылы бизнес пен халықты қолдау жөніндегі экономикалық шараларды іске асыруы, сондай-ақ мемлекеттік ипотекалық бағдарламаларды дамытуды жалғастыруы 2020 жылдың ортасынан бастап тұрғын үй нарығының серпінін қалпына келтіріп қана қоймай, 2020 жылдың соңында және 2021 жылдың басында тұрғын үй сатып алуға сұраныстың бірнеше есе өсуіне түрткі болды. Қазақстандықтарға өздерінің зейнетақы жинақтарының бір бөлігін тұрғын үй жағдайын жақсартуға пайдалану мүмкіндігі бойынша бағдарлама халықтың тарапынан тұрғын үй сатып алуға қызығушылықтың артуына алғышарт болды. Мысалы, Қазақстан Республикасының Стратегиялық жоспарлау және реформалар агенттігінің Ұлттық статистика бюросының деректері бойынша 2021 жылғы наурызда тұрғын үй сату өткен жылғы наурызбен салыстырғанда 78%-ға өсті (1-сурет).



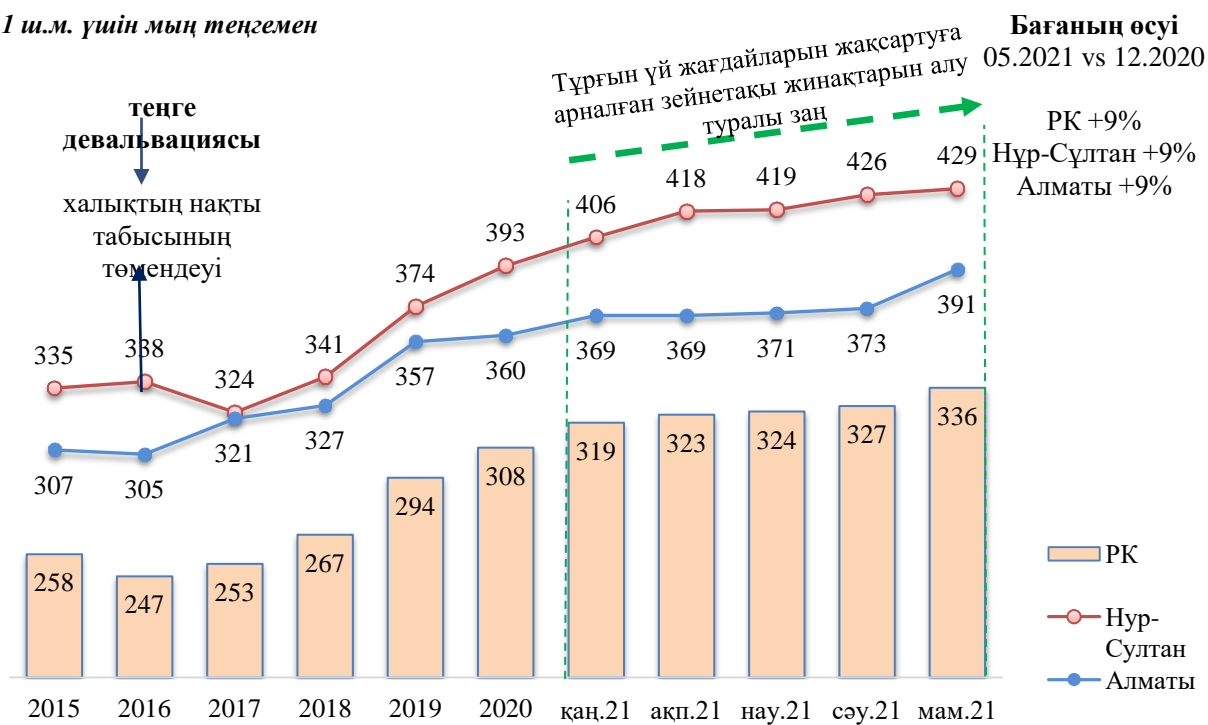
Дереккөзі: ҚР СЖРА ҰСБ деректері

2021 жылғы қаңтардан мамырға дейінгі уақыт кезеңі халық арасында тұрғын үйді сатып алу - сату мәмілелерінің саны бойынша ең жоғары болып табылады, осы уақыт аралығында мәмілелер саны 223 391 бірлікке жетті. Бұдан басқа, 2021 жылғы бес айда мәмілелердің көрсетілген көлемі 2015 жылы және 2016 жылы жасалған мәмілелер көлемінен тиісінше 35%-ға және 17%-ға асып түсті. 2021 жылғы қаңтар-мамырда жасалған мәмілелердің жалпы өсімінің жартысына жуығы Нұр-Сұлтан және Алматы қалаларына, сондай-ақ Маңғыстау және Қарағанды облыстарына келді, олардың әрқайсысының үлесі жиынтық көлемнің 10%-дан астамын құрады.

Тұрғын үйге сұраныстың күрт өсуі және жасалған мәмілелер саны жылжымайтын мүлік бағасының тиісті өсуіне әкелді. Егер 2020 жылдың екінші жартыжылдығында бастапқы және қайталама тұрғын үйлердің құны орта есеппен айына кемінде 1%-ға өссе, 2021 жылдың қаңтарынан бастап өсу қарқыны жаңа және қайталама тұрғын үйлерге тиісінше 4%-ға және 7%-ға дейін жеделдеді. 2021 жылдың бес айында Қазақстан бойынша жаңа тұрғын үй бағасы 9%-ға өсті (2-сурет). Осындай өсім Нұр-Сұлтан және Алматы қалаларында байқалды.

2015-2021 жж. жаңа тұрғын үй бағасының серпіні (мың теңгемен)

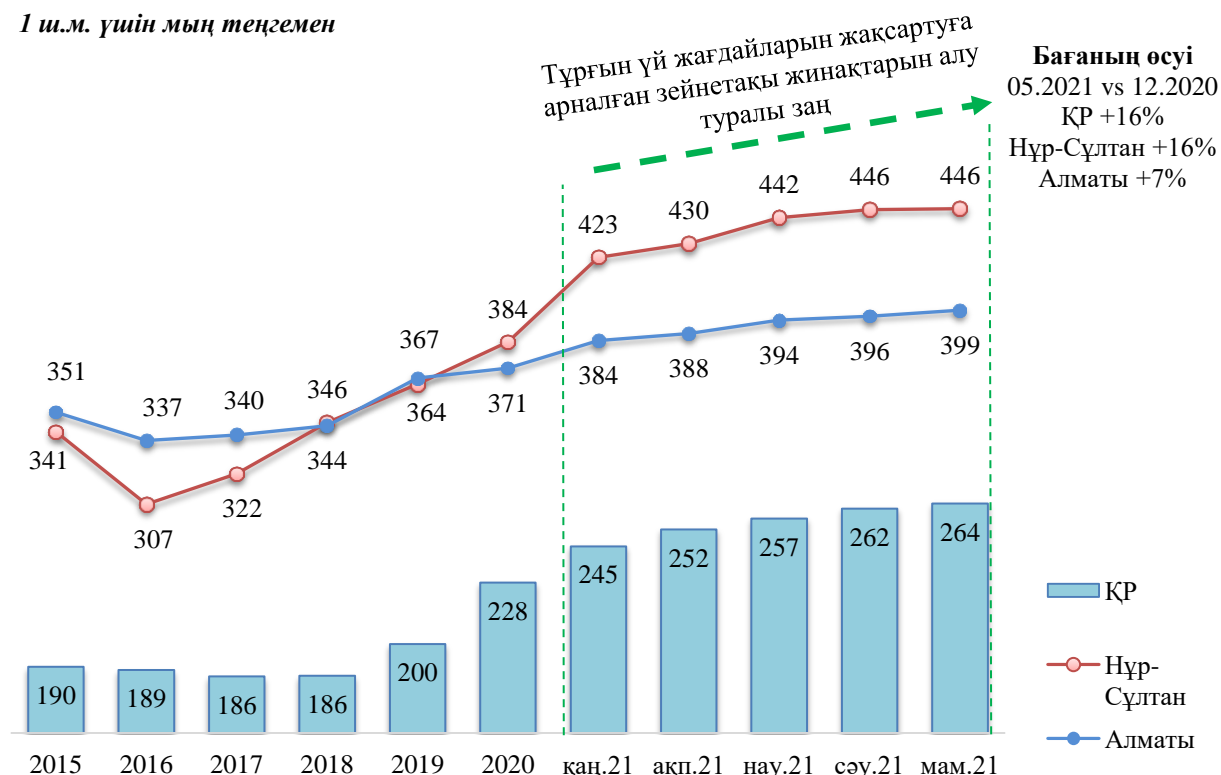
1 ш.м. үшін мың теңгемен



Алайда, осы кезеңде тұрғын үй құнының ең көп өсуі тұрғын үйдің қайталама нарығында байқалды (3-сурет). Мысалы, Қазақстан бойынша тұрғын үйдің 1 ш. м. орта есеппен 16%-ға қымбаттады, Алматы және Нұр-Сұлтан қалаларында 1 ш. м. құнының өсуі тиісінше 7% және 16%-ды құрады.

2015-2021 жж. қайталама тұрғын үй бағасының серпіні (мың теңгемен)

1 ш.м. үшін мың теңгемен



Дереккөзі: ҚР СЖЖРА ҰСБ деректері

Қазақстанда ипотекалық кредит беруді іске асырудың негізгі міндеті азаматтардың жайлы тұрғын үйге қол жеткізуін қамтамасыз ету проблемасын шешу болып табылады, өйткені адамдардың тұрғын үйге қажеттілігі өмір сапасын сипаттайтын негізгі элемент болып табылады.

Ұлттық статистика бюросының деректері негізінде 1-кестеде ауданы 30 шаршы метр тұрғын үйді сатып алуға қолжетімділіктің есебі келтіріледі. Егер ай сайынғы кірістен ағымдағы шығыстарға ең төменгі күнкөріс деңгейіне тең ең төменгі сома ғана жұмсалады дейтін болсақ («2021-2023 жылдарға арналған республикалық бюджет туралы» 2020 жылғы 2 желтоқсандағы № 379-VI Қазақстан Республикасының Заңына сәйкес 34 302 теңге), бұл ретте тұрғын үй құны жыл сайын инфляция мөлшеріне индекстелетін болады (орта мөлшері – 7% қабылданады), 30 шаршы метр тұрғын үй сатып алу үшін Шымкент қаласында ең ұзақ уақыт – 6,7 жыл, Түркістан қаласында – 5,1 жыл, Петропавл және Көкшетау қалаларында – 5 жыл жинауға тура келеді.

1-кесте

Ауданы 30 ш.м. тұрғын үйді сатып алудың қолжетімділігін есептеу

Қала	ш. м. бағасы 2021 жылғы мамырда, теңге	2021 жылғы I-тоқсандағы бір қызметкердің орташа ном. жалақысы, теңге	Жалақы ең төменгі күнкөріс деңгейін шегергенде (34 302 теңге), теңге	Пәтер ауданы 30 ш. м. (БҰҰ халықаралық стандарттары бойынша), теңге	Осы пәтердің құны, соның ішінде орта жыл. инфляция 7%, теңге	Жинақтау кезеңі (жылдармен)
Алматы	390 994	268 463	234 161	11 729 820	12 550 907	4,5
Нұр-Сұлтан	428 789	307 546	273 244	12 863 670	13 764 127	4,2
Ақтау	240 957	344 329	310 027	7 228 710	7 734 720	2,1

Ақтөбе	193 155	196 060	161 758	5 794 650	6 200 276	3,2
Атырау	314 501	405 801	371 499	9 435 030	10 095 482	2,3
Қарағанды	265 177	220 586	186 284	7 955 310	8 512 182	3,8
Көкшетау	246 473	166 698	132 396	7 394 190	7 911 783	5,0
Қостанай	267 347	179 952	145 650	8 020 410	8 581 839	4,9
Қызылорда	164 851	194 678	160 376	4 945 530	5 291 717	2,7
Павлодар	265 097	201 956	167 654	7 952 910	8 509 614	4,2
Петропавл	249 466	166 698	132 396	7 483 980	8 007 859	5,0
Семей	209 173	213 943	179 641	6 275 190	6 714 453	3,1
Талдықорған	179 098	188 850	154 548	5 372 940	5 749 046	3,1
Тараз	149 666	176 884	142 582	4 489 980	4 804 279	2,8
Түркістан	274 182	178 479	144 177	8 225 460	8 801 242	5,1
Орал	200 238	217 998	183 696	6 007 140	6 427 640	2,9
Өскемен	269 909	213 943	179 641	8 097 270	8 664 079	4,0
Шымкент	355 782	175 858	141 556	10 673 460	11 420 602	6,7
Қазақстан	335 539	230 829	196 527	10 066 170	10 770 802	4,6

Дереккөзі: ҚР СЖЖРА ҰСБ деректері

Қазақстанда ипотекалық қарыздарды тек ұлттық валютада беру және бұрын берілген валюталық ипотекалық қарыздарды теңгемен қайта қаржыландыру процесі басталған 2015 жылдан бастап ипотекалық кредиттеудің дамуын қарастырайық. Ипотекалық кредиттеудің теңгеге ауысуының басталуына 2015 жылғы тамызда болған АҚШ долларына қатысты теңгенің күрт девальвациясы негіз болды – ұлттық валюта 188,38 теңгеден 255,26 теңгеге дейін құнсызданды. Ұлттық валютаның құнсыздануы осы кезеңде тұрғын үй құнына күрт әсер етті, өйткені Қазақстанда тұрғын үй құнының АҚШ доллары бағамына қатты тәуелділігі болды. Тұрғын үй құнының өсуіне байланысты осы кезде шаршы метрдің қымбаттауына байланысты сатып алу сұранысының төмендеуі орын алды, бұл ипотекалық кредит беру көлемінің төмендеуіне әсер етті.

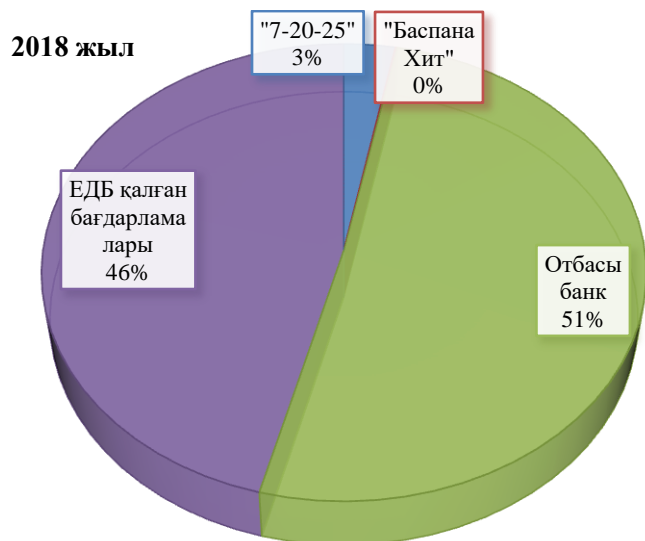
Халықтың сұранысын ынталандыру және тұрғын үйге қолжетімділікті арттыру үшін 2018 жылдан бастап «7-20-25», «Баспана хит», «Орда», «Бақытты Отбасы», «5-10-25», «5-20-25» сияқты жеңілдікті шарттармен жаңа мемлекеттік ипотекалық тұрғын үй бағдарламалары іске қосылды, бұл сол кездегі барлық нарықтық бағдарламалардың мемлекеттік бағдарламалармен ығыстырылуына әкелді. Мысалы, 2020 жылы берілген барлық ипотекалық қарыздар үлесінің 56%-ы «Отбасы Банк» АҚ («ТҚЖБ» АҚ) үлесіне ғана тиесілі. «7-20-25» және «Баспана хит» ипотекалық тұрғын үй бағдарламаларын ескере отырып, мемлекеттік бағдарламалардың жиынтық үлесі 90%-ға жетті.



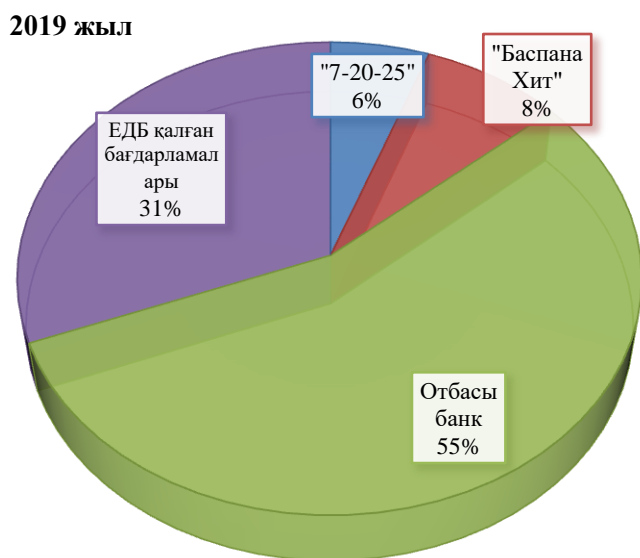
Дереккөзі: ҚРҰБ деректері

<p>Ипотекалық тұрғын үй қарыздарын қайта қаржыландыру бағдарламасын іске асырудың арқасында 2015 жылдан бастап елімізде шетел валютасында ипотекалық қарыздар беру 2020 жылы 15%-дан 0%-ға дейін төмендей бастады, оның шеңберінде 2015 жылғы 18 тамыздағы ҚРҰБ бағамы бойынша 2016 жылғы 1 қаңтарға дейін шетел валютасында берілген қарыздар қайта қаржыландырылды (АҚШ доллары үшін 188,35 теңге)</p>	<p>2018 жылы «7-20-25», «Баспана хит», «Орда», «Бакытты Отбасы», «5-10-25», «5-20-25» жеңілдетілген ипотекалық тұрғын үй бағдарламаларының іске қосылуына байланысты ипотека көлемі 35,6%-ға өсті.</p>	<p>2021 жылы ипотекалық кредит беру көлемінің төмендеуі салымшылардың зейнетақы ақшасын ипотекалық қарыз бойынша берешекті ішінара немесе толық өтеу үшін жіберуді шешуіне байланысты</p>
--	--	---

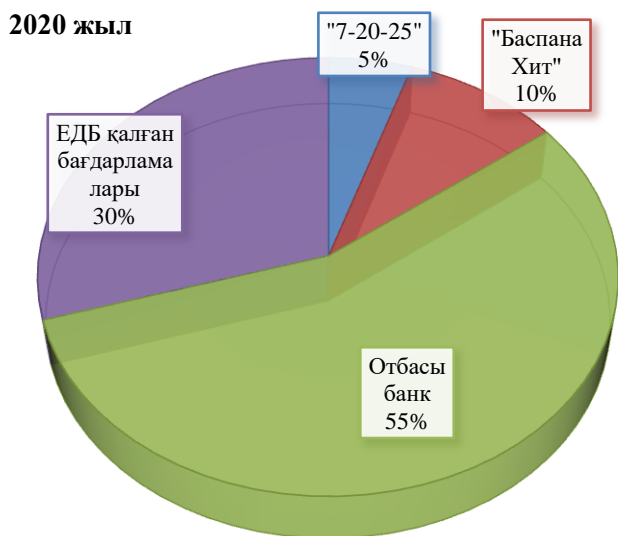
Ипотекалық кредиттеудің жалпы көлеміндегі мемлекеттік бағдарламалар бойынша ипотекалық тұрғын үй қарыздарын беру көлемінің серпіні



2018 жылы «Баспана Хит» бағдарламасы бойынша ипотекалық қарыз беру көлемі бар болғаны 2 млрд теңгені немесе барлық ипотекалық қарыздардың жиынтық көлемінің 0,1%-ын құрады. Алайда, 2020 жылдың өзінде бұл көрсеткіш 229 млрд теңгеге дейін өсті, бұл ипотекалық портфельдің жалпы көлемінің 10%-ын құрады.



«7-20-25» бағдарламасы бойынша берілген қарыздардың сомасы 2018-2020 жылдар аралығында 81 млрд теңгеге, 39-дан 121 млрд теңгеге дейін өсті және 2020 жылдың нәтижелері бойынша қарыздардың осындай бағытының жиынтық көлемінің 5%-ын құрады.



Өзінің ерекшелігі мен бағытына байланысты ипотекалық қарыздарды беру көлемі бойынша көшбасшы болып 2020 жылы нарықтың 55%-ын ала отырып, «Отбасы банк» тұрғын үй құрылыс жинақ банкі» АҚ қалып отыр.

Дереккөзі: «ҚОҚ» АҚ және «Отбасы Банк» АҚ

Жоғарыда баяндалғанның негізінде мынадай қорытынды жасауға болады: Қазақстанның тұрғын үй нарығында 2021 жылғы ақпан мен сәуір аралығында тұрғын үй жағдайларын сатып алуға және жақсартуға зейнетақы қаражатының қолжетімділігі арқасында жылжымайтын мүлікке жоғары сұраныс байқалды. Алайда, бұл құбылыстың әсері салымшылардың зейнетақы жинақтарын игеруге байланысты қысқа мерзімді болып табылады. Осының салдарынан жылжымайтын мүлік нарығында 2021 жылғы мамырда халықтың тұрғын үй сатып алуға қызығушылығы төмендеді және сату күрт төмендеді – сәуірмен салыстырғанда 19%. Осылайша, тұрғын үй нарығы тұрғын үй жағдайларын жақсартуға арналған зейнетақы жинақтарын алу жөніндегі бағдарлама іске қосылғанға дейін біртіндеп бұрынғы жағдайына орала алады.

Бірақ жылжымайтын мүлік бағасының қымбаттауының негізгі себептері: АҚШ доллары бағамының өсуі, құрылыс пен материалдардың өзіндік құнының өсуі – тұрғын үй нарығына әсер етуді жалғастыруда. 2021 жылдың екінші жартыжылдығында тұрғын үй бағаларының жағдайы тұрақтанады және Қазақстанда және әлемде экономикалық жоспарда қандай да бір күрт өзгерістер болмаған жағдайда, тұрғын үй құнын 2020 жылдың соңындағы баға деңгейінің көрсеткіштеріне дейін түзету жоққа шығарылмайды. Екінші деңгейдегі банктердің 2021 жылы «Баспана Хит» бағдарламасы бойынша бөлінген лимиттерді игеруі және 2023 жылы «7-20-25» ипотекалық бағдарламасын аяқтауы банктерді өз ипотекалық бағдарламаларын әзірлеуге итермелейді, бұл банк ресурстарының құнын ескере отырып, ипотекалық бағдарламалардың қымбаттауына әсер етеді. Осылайша, нарықта бір ғана «Отбасы Банк» АҚ түріндегі мемлекеттік ипотекалық тұрғын үй бағдарламасы орталықтандырылады, ол арқылы жылжымайтын мүлікті бөліп-бөліп сатып алу немесе кейіннен сатып алу арқылы жалға алу үшін жеңілдікті кредиттеудің барлық бағдарламалары өтетін болады.

Пайдаланылған әдебиеттер тізімі

1. «2021-2023 жылдарға арналған республикалық бюджет туралы» 2020 жылғы 2 желтоқсандағы № 379-VI Қазақстан Республикасының Заңы https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=32245090.
2. Сабеков С., Рынок жилья: стоит ли ожидать снижения цен в Казахстане https://www.inform.kz/ru/rynok-zhil-ya-stoit-li-ozhidat-snizheniya-cen-v-kazahstane_a3752003.
3. Серикпаев Д., Снятие пенсионных накоплений на жилье: ждать ли роста цен? https://forbes.kz//process/property/stanet_li_vozmojnost_ispolzovaniya_pensionnyih_nakopleniy_triggerom_k_rostu_tsen_na_jile/.
4. Куатова Д., Цены на жилье: что будет дальше? <https://inbusiness.kz/ru/news/ceny-na-zhile-cto-budet-dalshe>.
5. Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің статистикасы <https://www.nationalbank.kz/ru/news/ipotechnoe-kreditovanie-naseleniya-bankami/rubrics/1654>.
6. Аудиторский отчет по финансовой отчетности АО «Жилищный строительный сберегательный банк «Отбасы банк» <https://kase.kz/ru/issuers/JSBN/y2020g3>.