

МБҚ нарығының өтімділігі: проблемалары мен шешімдер перспективалары

И.С. Әлімбетова, Т.Ж. Қадырбеков, Е.Т. Мустафин, Ж.Ж. Ыбраев *¹²

Абстракт: Бұл мақалада төмен өтімділіктің және Қазақстанның мемлекеттік бағалы қағаздары нарығы тереңдігінің негізінде жатқан факторлар талқыланады. Нарықты дамыту әлеуеті, оның құрылымы мен жұмыс істеуін жақсарту нұсқалары қарастырылады. Біз МБҚ нарығының өтімділік деңгейіне әсер ететін микроқұрылымдық сипаттамаларына назар аударамыз. Қарыз құралдарының құрылымы, бәсекелестік және шоғырлануы, номенклатураны басқару, сондай-ақ ақпарат ашықтығы деңгейі сияқты факторларды талқылаймыз. Атап айтқанда, уақыт өте келе осы факторлардың кейбірінде белгілі бір өзгерістер өтімділіктің, нарықтың тереңдігі мен құрылымының эволюциясына қалай әсер етуі мүмкін екенін талқылап, түсінуге тырысуды ұсынамыз.

Jel-сыныптау: H63, G11, G14, G15.

Негізгі сөздер: мемлекеттік бағалы қағаздар, өтімділік, мемлекеттік борыш, бағалы қағаздар нарығы.

¹Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі

² Осы мақалада автордың жеке ұстанымы білдірілген, ол Қазақстан Ұлттық Банкінің ресми ұстанымымен сәйкес келмеуі мүмкін. Қазақстан Ұлттық Банкі мақаланың мазмұны үшін жауап бермейді.

1. Кіріспе

Көптеген елдерде мемлекеттік қарыз нарығы бүкіл қаржы жүйесінің тиімді жұмыс істеуінде маңызды буын болып табылады. МБҚ нарығы бірнеше негізгі функцияларды атқаратындықтан, инфляциялық таргеттеу саясатын қолданатын орталық банктер оған ерекше қызығушылық танытады. Дәл осы жерде олар өздерінің ішкі ақша-кредит операцияларын жиі жүргізеді және осы жерден олар пайыздық мөлшерлеменің болашақ өзгеруін күту туралы ақпарат алады. Бұл нарықта үкіметтер қаражат тартады, ал орналастыру агентінің функциясы жүктелген орталық банктер үшін бұл нарық өз саясатын жүргізудің негізгі кеңістігіне айналады. Іс жүзінде тәуекелсіз сипатына байланысты мемлекеттік бағалы қағаздар белгіленген кірісі бар басқа бағалы қағаздар үшін баға белгілеу және хеджирлеу құралы ретінде болады. Олар өз операцияларын қаржыландыруға мүмкіндік бере отырып, әртүрлі қаржы делдалдары үшін қамтамасыз ету немесе нормативтік талаптардың бөлігі ретінде болады. Сонымен, басқа тұрақты кірісі бар нарықтар МБҚ нарығының көптеген құрылымдық және институционалдық сипаттамаларына ие болғандықтан, мемлекеттік бағалы қағаздар нарығының қалай жұмыс істейтінін тереңірек түсіну орталық банктерге басқа тұрақты кірісі бар нарықтарды жақсы түсінуге мүмкіндік береді. Өтімділік барлық қаржы нарықтарының маңызды аясы болып табылатыны анық, МБҚ нарығының өтімділігін арттыру және қолдау міндеті орталық банк үшін де, үкімет үшін де маңызды міндеттердің біріне айналуға тиіс (Muranaga, Shimizu, 1997).

Көп өлшемді сипатына байланысты нарықтық өтімділік тұжырымын қарапайым анықтауға немесе оңай өлшеуге келмейді. Нарыққа қатысушылардың көпшілігі белгілі бір дәрежеде нақты бір нарықтың өтімді екенін анықтаса да, аз адамдар сол нарықтың өтімділігіне әсер ететін барлық факторларды дәл анықтай алады. Соған қарамастан, белгілі бір консенсус бар: өтімді нарық - бұл шамамен бағаларға әсер етпей ірі мәмілелер тез арада жасалатын нарық (Elliot, D, 2015).

Әдебиетте нарықтық өтімділік көбінесе төрт аспект бойынша анықталады: жеделдік, тереңдік, ені және орнықтылығы. Жеделдік деп берілген көлемдегі мәміле жасалатын жылдамдық; тереңдік деп - берілген спред үшін мәміленің ең жоғары мөлшері; ені деп - өтімділікті беруге арналған шығындар (тар спред үлкен өтімділікті білдіреді); орнықтылық деп - ірі мәміледен кейін бағалардың тең келетін деңгейіне оралу жылдамдығы немесе ағымдық мәмілелер кезінде теңгерімсіздік қаншалықты тез жойылады (Broto, Lamas, 2016). Бұл ретте өтімділіктің түрлі аспектілері өзара шамалы әрекет ете алуы мүмкін.

МБҚ нарығының өтімділігі орталық банктің негізгі қызметіне үш тәсілмен әсер етеді. Біріншіден, нарықтың өтімділігі ақша-кредит саясатын қалыптастыру және іске асыру жөніндегі қызметке, ашық нарықтағы операциялардың тиімділігіне әсер етеді. Реттеуші бағалардан алынған мәліметтер негізінде ағымдағы және күтілетін ақша-кредит талаптары туралы ақпарат алатындықтан, өтімділік онда баға белгілеу процесі өзі қаншалықты объективті түрде ескерілетінін анықтайды.

Осылайша, нарықтың өтімділік деңгейі орталық банктің күтулеріне деген сенімділігіне және нарық инвесторлардың жекелеген санаттары туралы ақпаратты бағаларға қаншалықты тиімді біріктіруге қабілетті екендігіне әсер етеді. Нарықтық өтімділіктің төмен деңгейі ақша-кредит саясаты шараларын өтуге дейінгі неғұрлым ұзақ мерзімімен белгіленген кірістілігі бар құралдарға ауыстыруға кедергі келтіреді.

Екіншіден, кейбір жағдайларда нарықтың өтімсіздігі көбінесе жүйелік қаржылық іркілістер себе болмаса, белгілерінің бірі болып табылады. Нарықтық өтімділіктің төмен деңгейінде қаржы нарықтары үшін стрестік күтпеген өзгерістер негізгі қаржы ойыншыларының сенімінің, айналым өтімділігінің және төлем қабілеттілігінің ілеспе проблемалары арқылы күшейеді. Бұл проблемалар төлем жүйелерінің іркілісіне мен капиталды бөлу тиімділігін төмендетуге әкелуі мүмкін. Ал өтімді нарық, керісінше, кейбір қатысушылардың тізбекті дүрбелең реакциясын қоздырып, күйзелістердің әлсіреуіне ықпал етеді, өйткені ол ақша-несие жағдайындағы күтулер туралы көбірек ақпарат береді. Екінші

жағынан, нарықтық өтімділіктің ауытқуы соңғы сатыдағы кредитор және қаржылық тұрақтылықтың мониторы ретінде қадағалау органдарының қызметіне тікелей әсер етуі мүмкін. Сонымен қатар, әлеуетті нарықтық тәуекелдерді есептеу кезінде орынды бағамен позицияны уақтылы жою мүмкін еместігі тәуекелі ретінде анықталатын өтімділік пен тарату тәуекелдері жиі ескерілмейді. Атап айтқанда, VaR әдіснамасы (Value-at-Risk) бағалар үнемі өзгеріп отырады және өтімділіктің жоғары тәуекелі жағдайында бағалар үзілісті болуы мүмкін екенін ескермейді деп болжайды (Le Saout, 2002). Бұл факторлар қаржылық тұрақтылықтың бұзылуын туындатуы және іркілісті күшейтуі мүмкін.

Үшіншіден, орталық банк үкіметтің қарызға қызмет көрсету шығындарын азайтуға деген ниетімен қолдайды. Қайталама нарықтың жоғары өтімділігі, әдетте, үкіметтің салыстырмалы түрде төмен мөлшерлемелер бойынша үлкен көлемде қарыз шығаруына ықпал етеді. Бұл инвесторлардың бастапқы нарықтағы белсенді сұранысы қайталама нарықта болжамды сауда жасау мүмкіндігіне тікелей байланысты. Осылайша, үкімет қарызды орналастыру агенті ролінде орталық банкпен бірге мемлекеттік бағалы қағаздар нарығының тұтастығы мен тиімділігін арттыру үшін жұмыс істеуі керек.

Өтімділікке нарық құрылымы әсер етеді. Әдетте МБҚ нарықтарында бағалар көптеген қатысушылардың баға белгілеулерімен қалыптастырылады. Демек, нарық қатысушыларының ынталандыруларына әсер ететін факторларды зерттеу нарықтың өтімділік деңгейін бағалаудың бір әдісі болып табылады. Нарықтың жалпы өтімділігі нақты бағалы қағаздардың өтімділігіне байланысты. Қағаздың өтімділігі, өз кезегінде, бірнеше факторларға, соның ішінде оның көлемі мен тиімді ұсынысына байланысты. МБҚ нарығындағы өтімділік деңгейіне әсер ететін басқа факторларға айқындылығы, транзакция құны, пайыздық мөлшерлемелердің құбылмалылығы мен аралас нарықтардағы белсенділік жатады.

Бұл шолу үш бөлімнен тұрады. Біз МБҚ нарығының өтімділік деңгейіне әсер ететін микроқұрылымдық сипаттамаларына назар аударамыз. Борыш құралдарының құрылымы, бәсекелестік пен шоғырлану, номенклатураны басқару және ақпараттың ашықтығы сияқты факторларды талқылаймыз. Атап айтқанда, уақыт өте келе осы факторлардың кейбіреуінде белгілі бір қандай да бір өзгерістер өтімділіктің эволюциясына, нарықтың тереңдігі мен құрылымдалуына қалай әсер етуі мүмкін екенін талқылап, түсінуге тырысуды ұсынамыз.

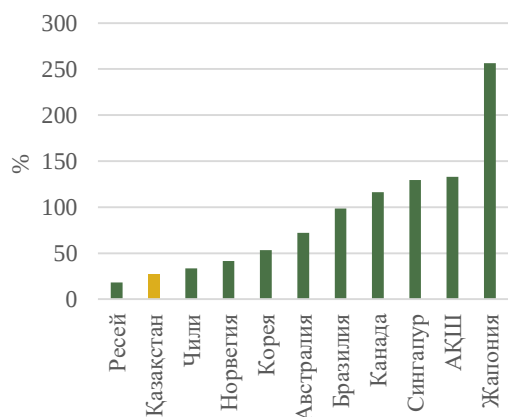
2. Қазақстанның борыш нарығы

Қазақстанның мемлекеттік қарыз нарығы 1990 жылдары пайда болып, зейнетақы жүйесінің пайда болуымен өсті (Хакімжанов, Мұстафин, Күбенбаев, 2019). Қазіргі уақытта мемлекеттік борыш нарығы едәуір дамыған елдердегі ЖІӨ-ге қатысты мемлекеттік қарызға қарағанда едәуір төмен болса да, айтарлықтай маңызды көлемге ие. Ұзақ тарихына қарамастан, мемлекеттік бағалы қағаздар нарығы (МБҚ), тұтастай алғанда Қазақстанның бүкіл қор нарығы сияқты дамымаған, өтімсіз және тиімсіз болып қалуда. Қазақстанда қор нарығына деген сенім төмен болып қалуда және банктер негізгі қаржы делдалдары болып табылады. Дамыған қор нарығы бар елдерге қарағанда Қазақстанда бизнесті қаржыландыру көбінесе банк жүйесі арқылы жүреді, ал үй шаруашылықтары қаражатты биржаға инвестициялаудан гөрі, банктерде сақтауды жөн көреді. Бұл факторлар эмитенттердің санын да, қор нарығындағы инвесторлардың санын да азайтады. Қазақстан қор биржасында листингі бар бағалы қағаздардың негізгі үлесі МБҚ-ға, квазимемлекеттік және қаржы секторы компанияларының бағалы қағаздарына тиесілі.

ҚР нарығындағы институционалдық инвесторлар нарығы қазірдің өзінде шектеулі, 2014 жылы зейнетақы қорларын біріктірумен одан да тарылды. Бұл нарықтың өтімділігіне теріс әсер етті. Бұл ретте ҚР Қаржы министрлігі үшін МБҚ нарығының өтімділігін арттыру басым міндет болып табылмады, өйткені бір жағынан бюджет тапшылығының едәуір бөлігі ҚР Ұлттық қорынан берілетін трансферттер есебінен қаржыландырылды, ал екінші жағынан каптивті инвесторлардың болуы мемлекеттік борышқа сұранысты қолдады.

1-график

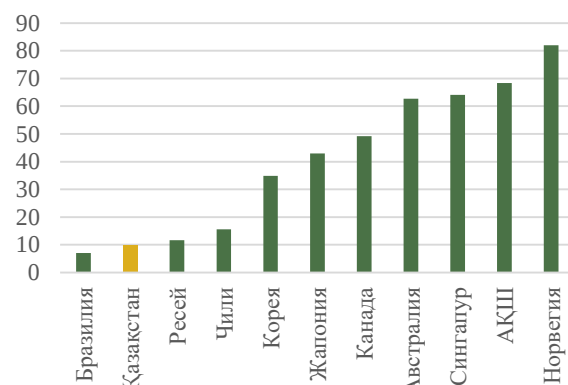
ІЖӨ-ге қатысты үкімет борышы



Дереккөзі: ХВҚ, 01.04.2021 жылғы жағдай бойынша

2-график

Әр адамға қатысты ІЖӨ



Дереккөзі: ХВҚ, 01.04.2021 жылғы жағдай бойынша

3-график

Қор нарығын ІЖӨ-ге қатысты капиталдандыру

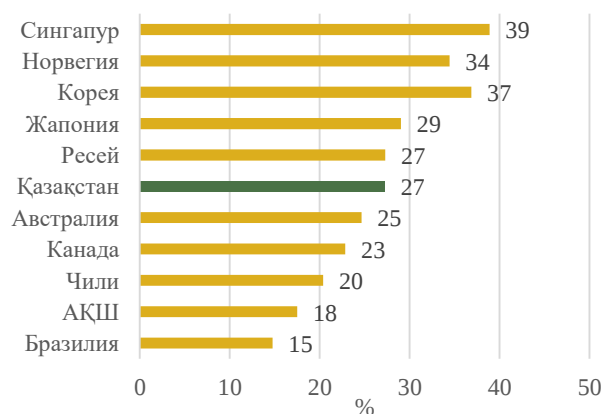


Дереккөзі: Bloomberg, KASE.

Ескертпе: ҚР бойынша деректер 2020 жылдың нәтижелері бойынша келтірілді, қалған елдер бойынша деректер 03.06.2021 жылғы жағдай бойынша берілді.

4-график

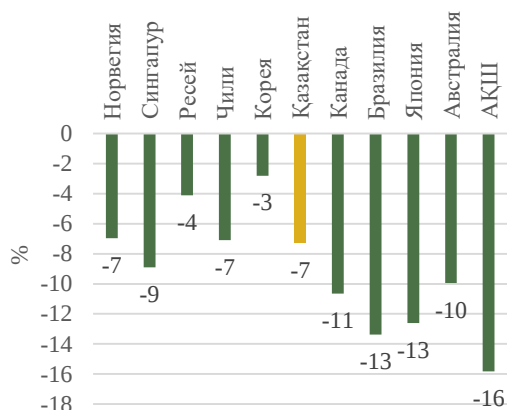
Жалпы ұлттық жинақтар (ІЖӨ-ге қатысты пайыз)



Дереккөзі: ХВҚ

5-график

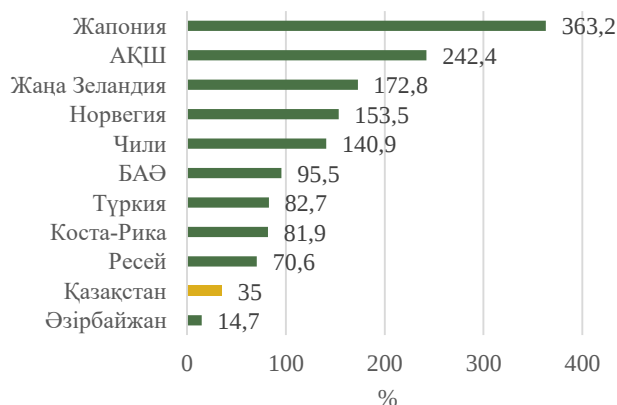
Үкіметтің таза кредиттеуі/қарыз алуы
(ІЖӨ-ге қатысты пайыз)



Дереккөзі: ХВҚ

6-график

Қаржы секторы ұсынған ішкі кредит (ІЖӨ-ге
қатысты пайыз)



Дереккөзі: Дүниежүзілік банк

3. МБҚ нарығының өтімділігі және құрылымы

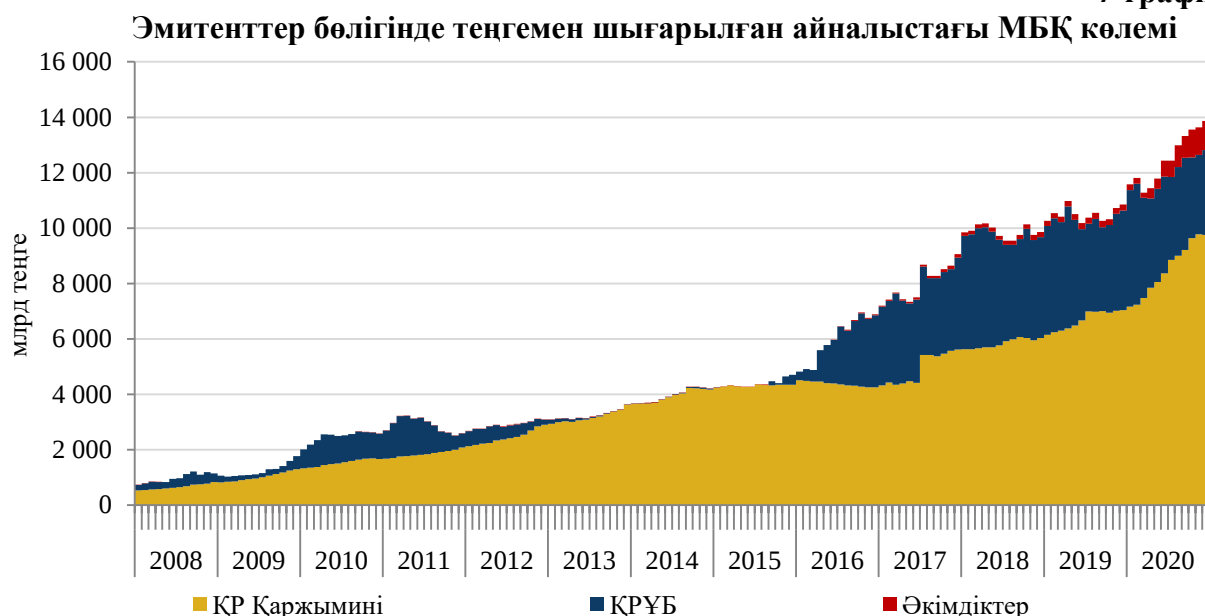
2020 жылдың соңында ҚР-дың теңгемен шығарылған айналыстағы МБҚ жалпы көлемі 14,3 трлн теңге (7-график). Айналыстағы МБҚ-ның барынша елеулі үлесі ҚР Қаржы министрлігі шығарған қазынашылық облигацияларына (бұдан әрі – ҚР Қаржыминінің МБҚ) тиесілі. Мәселен, 2013-2015 жылдары МБҚ-ның негізгі эмитенті ҚР Қаржымині болды. Алайда, 2016 жылы ҚРҰБ пайыздық мөлшерлемелерді басқару саясаты шеңберінде ноталарды орналастыруды жандандырды, бұл ҚРҰҚ МБҚ үлесінің орта есеппен 60-65%-ға дейін төмендеуіне әкелді (7-график).

Мемлекеттік борыштың негізгі эмитенті – теңгемен облигациялар, сондай-ақ шетел валютасындағы еурооблигациялар, тіркелген купоны бар МБҚ және индекстелетін купоны бар МБҚ шығаратын ҚР Қаржымині. Орташа және ұзақ мерзімді болашақта тәуекелсіз кірістілік қисығын қалыптастыру үшін теңгемен шығарылған тіркелген купоны бар МБҚ негізгі рөл атқарады. Сонымен қатар, жақында ҚР Қаржымині бір жылға дейінгі мерзімдегі дисконттық облигацияларды және үш жылға дейінгі мерзімдегі тіркелген купоны бар МБҚ шығаруды қайта бастады. Осылайша, ҚР Қаржыминінің МБҚ кірістілігі қысқа мерзімде кірістілік қисығының соңында қалыптасуына да әсер ете бастады.

Қазақстанның жергілікті атқарушы органдарының МБҚ нарығының белсенділігі төмен және МБҚ-ның жалпы көлемінде орналастырудың шамалы көлемі (2020 жылдың соңында 7%), МБҚ нарығына және МБҚ-ның кірістілік қисығын қалыптастыруға айтарлықтай әсер етпейді.

Осылайша, тәуекелсіз кірістілік қисығын құруда негізгі рөлді бір жылға дейінгі мерзімде – ҚРҰБ ноталары, ал бір жылдан астам мерзімде ҚР Қаржыминінің теңгемен шығарылған МБҚ алады. Алайда, бұл нарықтардың төмен өтімділігі тиісті қисық сызықты құруда басты кедергі болып қала береді. Әрі қарай, біз осы нарықтар мен олардың өтімділігін шектейтін себептерді жан-жақты қарастырамыз.

7-график



Дереккөзі: БҚОД

ҚР МБҚ нарығының өтімділігі төмен. Бастапқы нарықтың біршама көлеміне қарамастан, қайталама нарықтағы мәмілелер өте сирек кездеседі. Мәселен, 2020 жылы ҚР Қаржыминінің МБҚ айлық айналымының ең жоғары мәні 3,6%-ды құрады, бұл ретте 12 айдың 5-еуінде бұл көрсеткіш нөлге жақын болды (8-график). МБҚ нарығының өтімділігі 2012 жылы төмендей бастады және 2013 жылы одан да қысқарды. 2012 жылы девальвациялық күтулердің өсуіне және зейнетақы қорларының қаражатын инвестициялау бөлігінде реттеушілік талаптардың әлсіреуіне байланысты МБҚ-ға сұраныстың төмендеуі байқалды (Қазақстанның қаржылық тұрақтылығы туралы есеп, 2012). 2013 жылы зейнетақы қорларын шоғырландыру туралы жарияланды және зейнетақы қорларының инвестициялық қызметіне қатаң шектеулер енгізілді, зейнетақы портфельдерінен МБҚ сатуға тыйым салынды (Мұстафин, 2013), бұл 2013 жылы МБҚ өтімділігінің төмендеуін түсіндіреді.

8-график

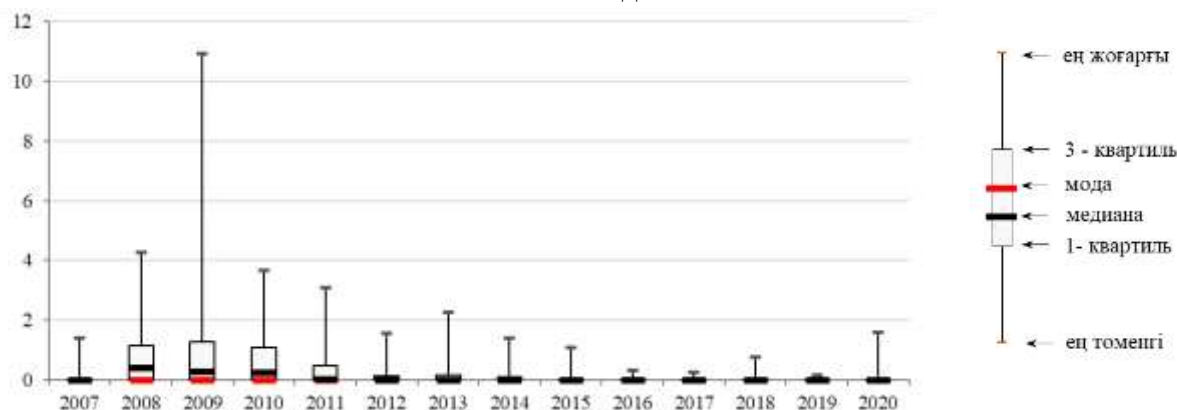


Дереккөзі: БҚОД

Ескертпе: Көрсеткіш айдың басындағы орналастырылған көлемге бір айдағы қайталама нарықтағы операциялардың қатынасы ретінде есептелген.

9-график

Шығарылымдар бөлігіндегі ҚР Қаржымині МБҚ-ның бір жылдағы айналымдылығы

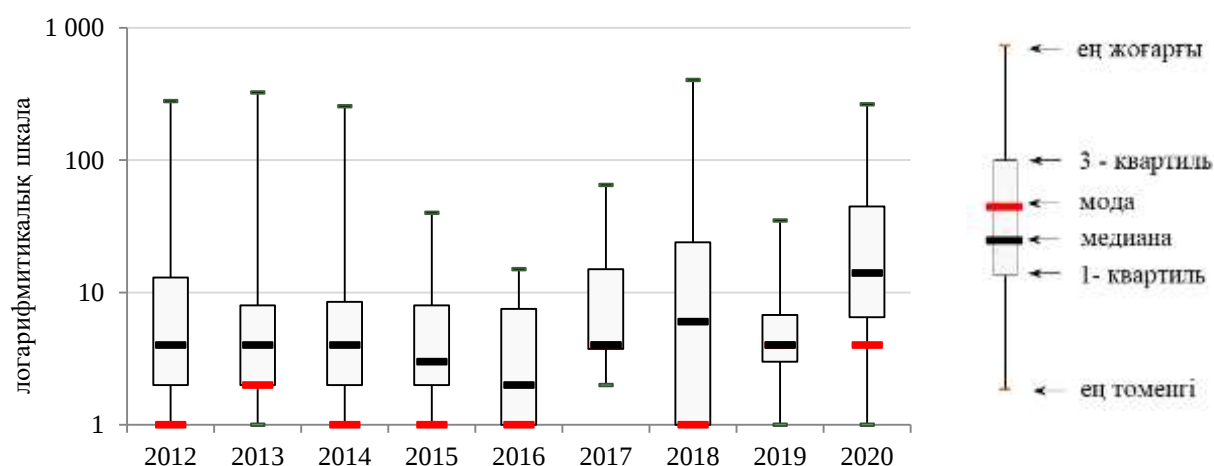


Дереккөзі: БҚОД

Бұл ретте жекелеген шығарылымдар бөлігінде мәмілелер санын талдау соңғы бірнеше жылда оң серпін көрсетеді. Жекелеген шығарылымдар бойынша мәмілелер саны артты, бұл ҚР Қаржыминінің МБҚ-ын облигациялардың халықаралық жаһандық индекстеріне қосу мақсатында жекелеген шығарылымдар бойынша өтімділікті арттыру және көлемін ірілендіру жөніндегі ҚР Қаржыминінің күш-жігерімен түсіндіріледі. Дегенмен, шығарылымдардың көпшілігінің өтімділігі бұрынғысынша төмен болып қалуда, шығарылымдардың біршама бөлігі үшін мәмілелер саны жылына 1-4 мәміледен аспайды. Сонымен қатар, айналыстағы шығарылымдардың көпшілігі үшін қайталама нарықтағы мәмілелер мүлдем жасалмайды. Мәселен, 2019 жылы айналыстағы 143 шығарылымның ішінен қайталама нарықтағы мәмілелер тек 18 шығарылым бойынша, ал 2020 жылы айналыстағы 111 шығарылымның 46-сы бойынша жасалған.

10-график

Шығарылымдар бөлігінде ҚР Қаржыминінің МБҚ-мен қайталама нарықта бір жылда жасалатын мәмілелердің саны



Дереккөзі: БҚОД

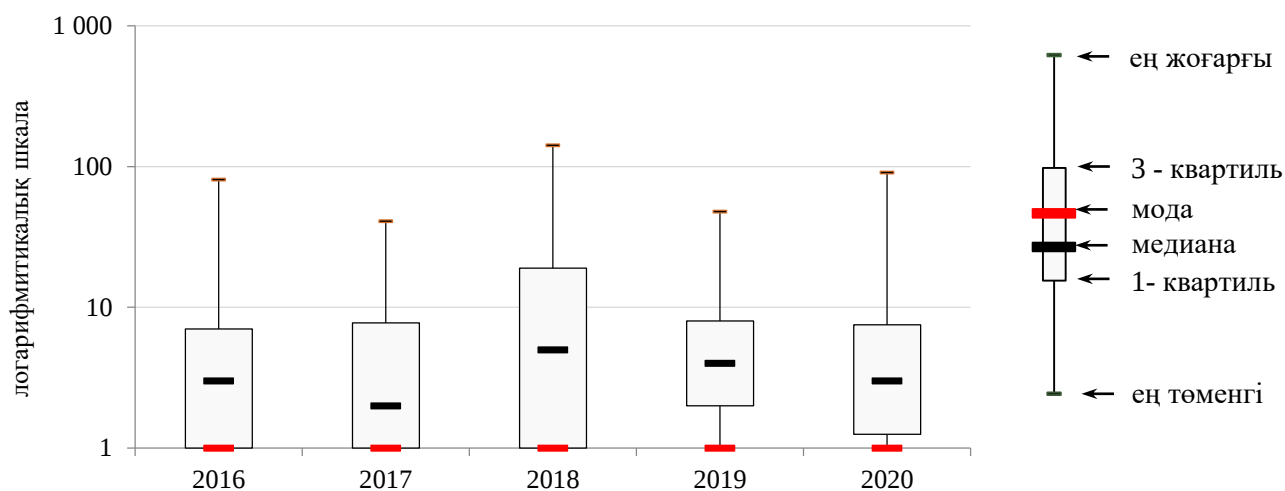
Ескертпе: Кестені құру үшін қайталама нарықта мәмілелер жасалған шығарылымдар ғана ескерілді.

ҚРҰБ ноталары нарығы

ҚРҰБ ноталары нарығы салыстырмалы түрде үлкен айналымдылыққа ие (8-график), дегенмен өтімділігі төмен. Ноталар шығарылымдарының біршама бөлігі бір жылда бір мәміледен артық болмайды (11-график).

11-график

Шығарылымдар бөлігінде ҚР ҰБ ноталарымен қайталама нарықта бір жылда жасалатын мәмілелердің саны



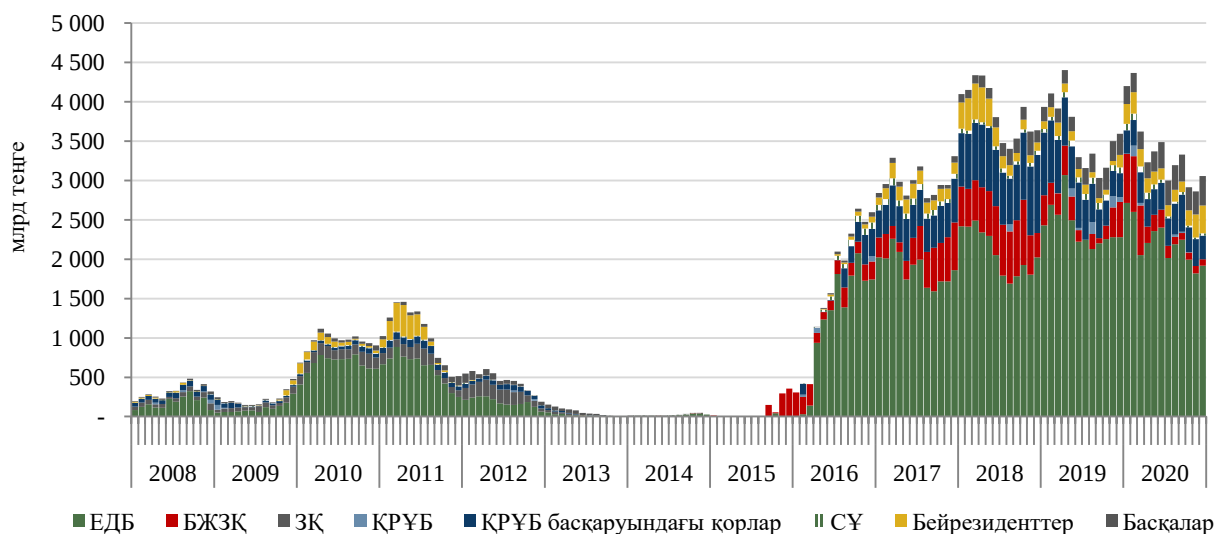
Дереккөзі: БҚОД

Ескертпе: Кестені құру үшін қайталама нарықта мәмілелер жасалған шығарылымдар ғана ескерілді

2013-2015 жылдары ҚРҰБ шығарған ноталардың көлемі шамалы болды және 2013 жылы зейнетақы қорлары, ал 2015 жылы БЖЗҚ ең көп көлемін ұстап қалды (12-график). 2016-2017 жылдары банк секторында бюджет тапшылығы, банктерді қалпына келтіру бағдарламалары және олардың міндеттемелерін долларсыздандыру есебінен өтімділік профициті қалыптасты. 2015 жылы ҚРҰБ инфляциялық таргеттеу режиміне көшті және 2016 жылы пайыздық мөлшерлемелерді басқару бағдарламасы шеңберінде 2016 жылы ноталар көмегімен артық өтімділік ала бастады.

12-график

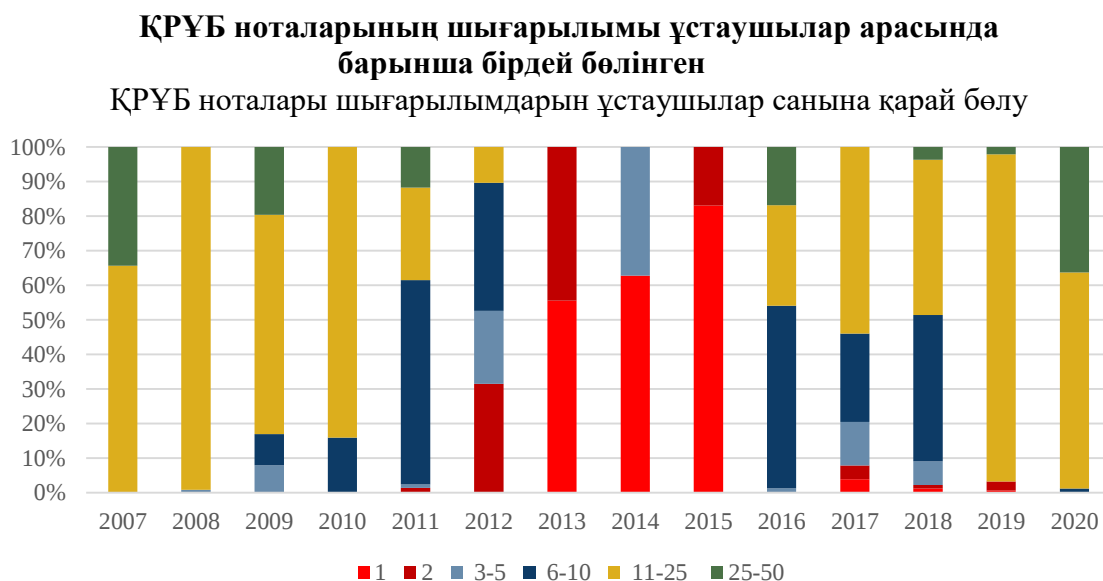
Ұстаушылар бөлігіндегі ҚРҰБ-ның айналыстағы ноталары



Дереккөзі: БҚОД

Ноталардың кірістілігі нарықтың ерікті қатысушыларының теңгемен өтімділік құны бойынша күтулерін көрсетті, ал ноталардың мерзімі банктердің қысқа инвестициялық болашағын көрсетті. Сондықтан ноталарға негізгі сұраныс 2016 жылдан бастап екінші деңгейдегі банктер есебінен қалыптасты. Ерікті инвесторлардан ноталар нарығына бейрезиденттер мен сақтандыру ұйымдары да қатысады, алайда олардың үлесі шамалы болды. Нарыққа қатысушылар тарапынан қызығушылықтың нәтижесінде ҚРҰБ ноттары бірдей бөлінді, ноталар шығарылымдарының көпшілігінде ҚР Қаржыминінің МБҚ-ға қарағанда ұстаушылар саны көп, ал ұстаушылар бөлігінде ҚР Қаржыминінің МБҚ-на айтарлықтай шоғырланған.

13-график



Дереккөзі: IRIS Finance

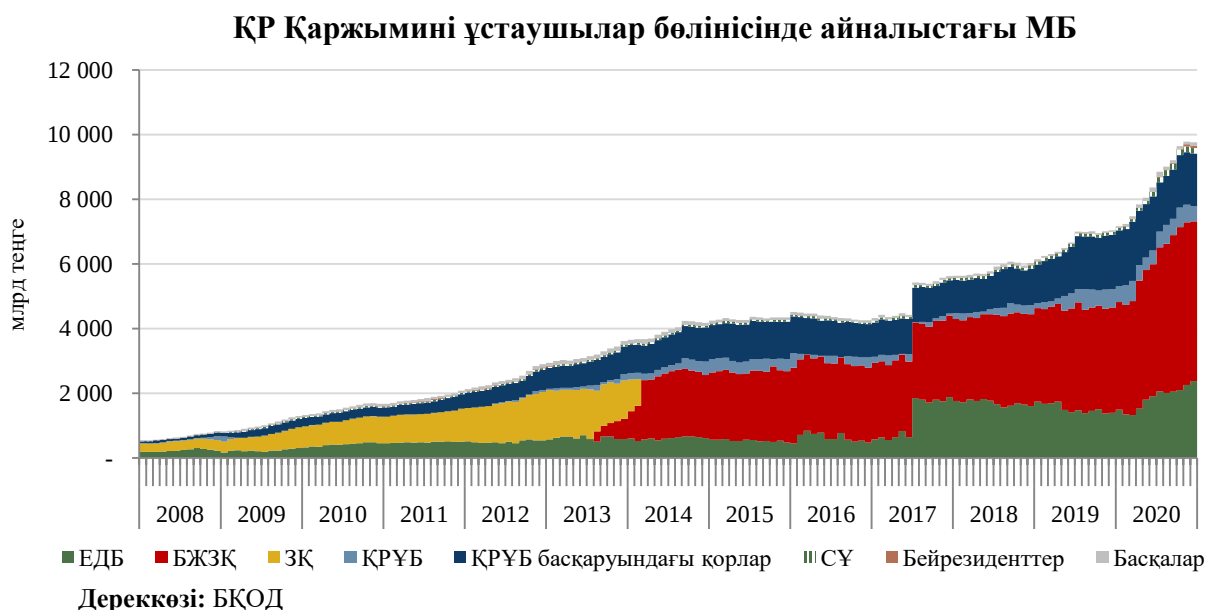
Өтімділіктің төмен болу себептері

2014 жылдан кейін ҚР Қаржыминінің МБҚ нарығындағы өтімділіктің төмендеуінің негізгі себебі зейнетақы қорларын Бірыңғай жинақтаушы зейнетақы қорына (бұдан әрі – БЖЗҚ) біріктіру болды. Тарихи тұрғыдан зейнетақы қорлары МБҚ нарығындағы негізгі инвесторлар болды. Бұл капиталдың жеткіліктілігі бойынша пруденциялық талаптарға байланысты болды, оған сәйкес зейнетақы қорларының барлық активтері реттеушінің нұсқасы бойынша олардың тәуекеліне сәйкес мөлшерленді және осы шамаға байланысты капиталдың жеткіліктілік деңгейі анықталды. ҚР МБҚ тәуекелсіз болып саналады, сондықтан олардың салмағы нөлге тең және тиісінше қосымша капиталдандыруды талап етпейді, бұл зейнетақы қорлары тарапынан МБҚ-ға сұранысқа байланысты болды (Хакімжанов, Мұстафин, Күбенбаев, 2019).

Зейнетақы қорлары біріккеннен кейін БЖЗҚ ҚР Қаржыминінің МБҚ нарығындағы негізгі инвестор болып қала берді. Сонымен қатар, ҚРҰБ-ның біршама үлесін ҚРҰБ-ның басқаруындағы басқа да қорлар сатып алды. ҚРҰБ-ның инфляциялық таргеттеу режиміне көшуімен МБҚ-ның нақты кірістілігі оң болды, бұл БЖЗҚ-ға зейнетақы портфелі бойынша кірістілікті инфляциядан жоғары қалыптастыруға мүмкіндік берді. МБҚ-ның нақты кірістілігінің артуына қарамастан, оның деңгейі нарықтық қатысушылардың талаптарына әрдайым сәйкес келе бермеді, сондықтан олардың ҚР Қаржыминінің МБҚ нарығына қатысуы шектеулі болды. Сонымен қатар, нарыққа қатысушылар үшін МБҚ тартымдылығы теңгенің құнсыздану тәуекелін төмендетті. Теңге бағамына қысым кезінде МБҚ кірістілігі теңгемен құралдар бойынша тәуекел-сыйлықақыны көрсетуді тоқтатты, МБҚ кірістілігі мен NDF мөлшерлемелері арасында әдетте спрэд пайда болды (Хакімжанов, Мұстафин, Күбенбаев, 2019). ҚРҰБ ноталар нарығының пайда болуымен банктер тарапынан сұраныс

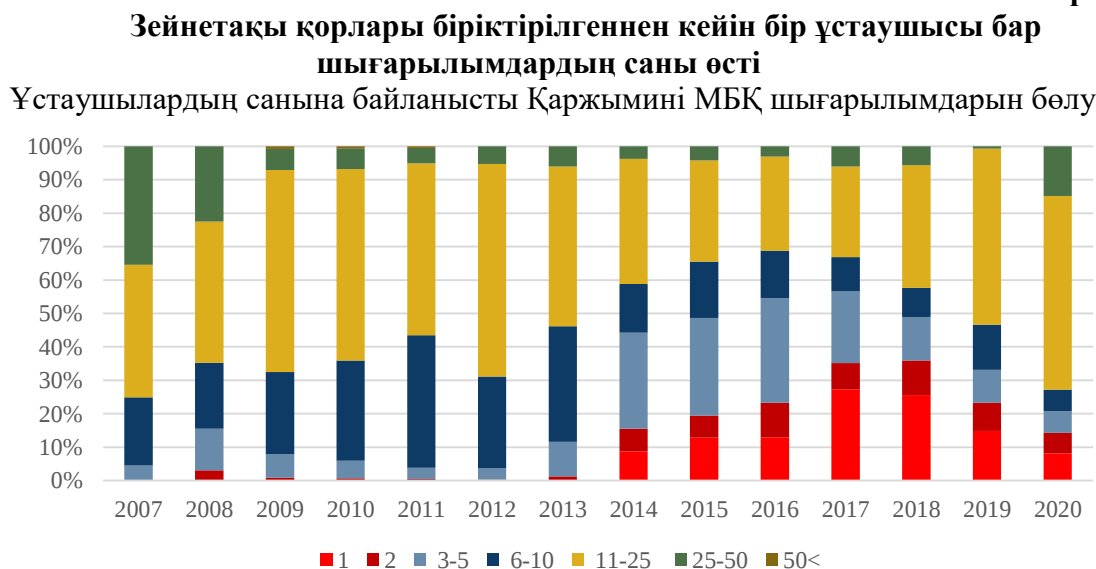
МБҚ нарығынан ноталар нарығына ауысты, өйткені ноталар мерзімі банктердің инвестициялық болашағына көбірек сәйкес келді және қысқа мерзім нәтижесінде олардың өтімділік үшін сыйлықақы бойынша талаптары төмендеді.

14-график



Бұдан басқа, МБҚ нарығының өтімділігін төмендететін факторлардың бірі ҚР Қаржыминінің шағын көлемді көптеген шығарылымдарды шығару бойынша саясаты болды (Қазақстанның қаржылық тұрақтылығы туралы есеп 2018 – 1П, 2020). Шығарылымның осындай мөлшерінде бір шығарылым бір немесе бірнеше ұстаушының қолында болуы мүмкін еді. Зейнетақы қорлары біріктірілгеннен кейін мұндай шығарылымдардың едәуір үлесі БЖЗҚ қолында болды, олар бойынша мәмілелердің болмауы осымен түсіндіріледі (15-график, 16-график).

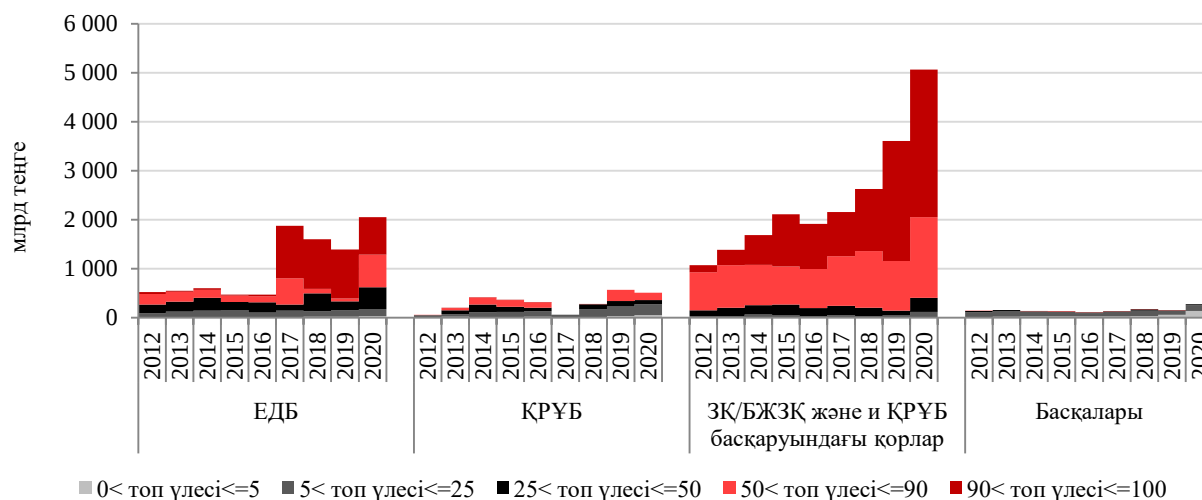
15-график



Дереккөзі: IRIS Finance

16-график

Каптивті инвесторларда ҚР Қаржыминінің МБҚ шоғырлануының өсуі
 Әрбір шығарылым көлемінде ұстаушылар түрлерінің үлестері бойынша МЕУЖКАМ
 болып табылмайтын ҚР Қаржыминінің МБҚ-ны бөлу



Дереккөзі: БҚОД, ҚРҰБ есептеулері

Ескертпе: жүйе құраушы банк 2017 жылғы шілдеде оны сауықтыру бойынша мәміле шеңберінде сатып алған МБҚ іріктемеден алып тасталынды

Нарығы неғұрлым дамыған елдерде МБҚ-ға сұраныс Қазақстанның МБҚ-ға сұранысынан әлдеқайда жоғары (17-график). Бұл ретте көптеген жағдайларда Қазақстанның аукциондары бойынша bid-to-cover³ 1-ден 2-ге дейін ауытқиды, яғни сұраныс не ҚР МБҚ аукциондарының көлемін толығымен жабады, не одан артық, кейде екі есе асады.

17-график

Мемлекеттік бағалы қағаздар аукциондарын орналастырудың нақты көлеміне сұраныс

Bid-to-Cover



Дереккөзі: Refinitiv Eikon

Ескертпе: Кестеде Bid/Cover көрсеткіші аукциондар көлемі бойынша бір күнде өлшенді

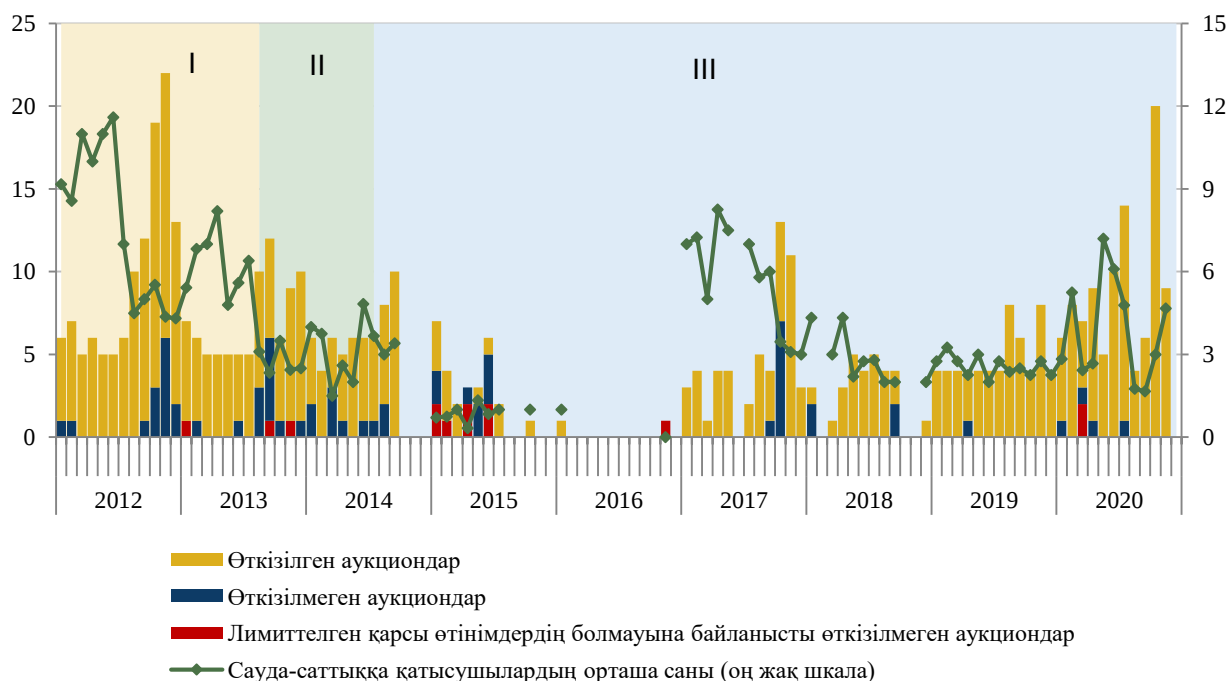
³ Bid-to-cover - бұл жағдайда қанағаттандырылған өтінімдерге белсенді өтінімдердің көлемін көрсетеді.

Өтінімдердің көлемін талдау кезінде айтарлықтай сұранысқа қарамастан, аукциондарға қатысушылардың санын талдау ҚР Қаржыминінің МБҚ-ға сұраныс шектелгенін көрсетеді. 2019 жылы ҚР Қаржымині МБҚ аукциондарына орта есеппен үш сатып алушы қатысты. Қалыпты жағдайларда мемлекеттік борышқа шектеулі сұраныс МБҚ кірістілігін арттыруға әкелуі тиіс еді, алайда каптивті инвесторлардың болуы ҚР Қаржыминіне борышты нарықтық инвесторлар талап ететін құннан төмен орналастыруға мүмкіндік берді. Мәселен, 2019 жылы негізгі сұранысты каптивті инвесторлар қалыптастырды. Бәсекелестік емес бағадан басқа нарықтық қатысушылар тарапынан сұраныс орналастырылатын МБҚ-ны өтеуге дейінгі мерзімдердің өсуі салдарынан төмендеді, ҚР Қаржымині міндеттемелерін өтеудің әркелкі құрылымы (21-график) мен олардың 2018-2019 жылдары жақын арадағы мерзімдерде шоғырлануы салдарынан ҚР Қаржымині өтеу құрылымын неғұрлым ұзақ мерзімге бөлу үшін 10 жылдан астам өтеу мерзімі бар МБҚ орналастыра бастады. Нарықтық қатысушылар, атап айтқанда банктер осы кезеңде негізінен инвестициялық ауқымы қысқа және олардың қажеттіліктеріне неғұрлым көп сәйкес келетін ҚРҰБ ноттар нарығына қатысты. Осылайша, қайталама нарықта мәмілелер өте сирек жасалатынын, ал ҚР Қаржымині тек ұзақ мерзімді облигациялар шығарғанын назарға ала отырып, 2018-2019 жылдары бір жылдан 10 жылға дейінгі мерзімде кірістілік қисығы бұрыннан өзектілігін жоғалтқан мәмілелер негізінде қалыптасты. Тиісінше МБҚ кірістілік қисығының ақпараттық құндылығы өте төмен болды, нарықта кірістілік қисығының орта мерзімді соңында тәуекелсіз қорлардың құны бойынша бағдар болмады, бұл тұтастай алғанда капитал нарығының дамуына кедергі жасады.

ҚР Қаржыминінің кірістілік қисығының өзектілігін қолдау үшін кірістілік қисығының барлық мерзімдерінде оқиғаларды тұрақты қамтамасыз ету қажет.

18-график

Мемлекеттік бағалы қағаздар аукциондарын орналастырудың нақты көлеміне сұраныс



Дереккөзі: ҚКБ

Ескертпе: 1) Жүйе құраушы банк 2017 жылғы шілдеде оны сауықтыру жөніндегі мәміле шеңберінде сатып алған МБҚ іріктемеден алынып тасталды; 2) I - жеке жинақтаушы зейнетақы қорларының кезеңі; II - бірігу кезеңі; III - БЖЗҚ кезеңі.

Естеріңізде болса, өтімділікті төмендететін факторлардың бірі МБҚ шығарылымдарының жоғары фрагменттелуі болды. Мысалы, 2017 жылы Қазақстанда 147 ҚР Қаржымині МБҚ шығарылымы айналымда болса, Австралияда 32, Ресейде 43, ал Жаңа Зеландияда 13 белсенді шығарылым болды. Бұл нарықтарға қатысушылардың саны Қазақстанға қарағанда әлдеқайда жоғары болғанымен, тиісінше бұл нарықтардың тереңдігі қазақстандық МБҚ нарығының тереңдігінен едәуір жоғары. Біздің пікірімізше, МБҚ шығарылымдарын фрагменттеу деңгейінің төмендеуі олардың өтімділігін арттыруы тиіс. Теориялық тұрғыдан алғанда, МБҚ-ның бір шығарылымының көлемі артқан және олардың саны төмендеген кезде ұстаушылар көбірек болады. Бағалы қағаздар шығарылымының халықаралық практикаға сәйкес фрагменттелуін төмендету үшін олардың көлемін арттыру мақсатында МБҚ шығарылымдарының «жаңа» (on-the-run⁴) шығарылымдарын қосымша орналастыруды жүргізу және кірістілік қисығының түйінді нүктелерінде бағалы қағаздардың «ескі» (off-the-run⁵) шығарылымдарын сатып алу қажет. Осылайша нарықтық өтімділік бағалы қағаздардың аз мөлшерінде шоғырланатын болады, бұл олардың өтімділігін арттыруға тиіс. Бұдан басқа, қолданыстағы МБҚ бойынша аукциондар өткізу құны бойынша өзекті ақпарат беретін болады, бұл кірістілік қисығының ақпараттық құндылығын арттырады және аралас капитал нарықтары үшін теңгелік қорлардың құны бойынша бағдар болады.

2019 жылы ҚР Үкіметі мен ҚРҰБ арасында нарықтық қатысушылардың борышты басқару саясатына сенімін арттыруға және МБҚ нарығының өтімділігін арттыруға бағытталған Макроэкономикалық саясат шараларын үйлестіру туралы келісім (бұдан әрі – Келісім) жасалды. Қаржы министрлігімен келісу бойынша, ол алдағы жылға арналған МБҚ шығарылымдарының кестелерін жариялау, сондай-ақ МБҚ орналастыру бойынша қайталама аукциондарын өткізу, МБҚ шығарылымдарын ірілендіру және олардың санын орта және ұзақ мерзімді перспективада айналыстағы 30-40 шығарылымға дейін қысқарту жөнінде өзіне міндеттеме алды.

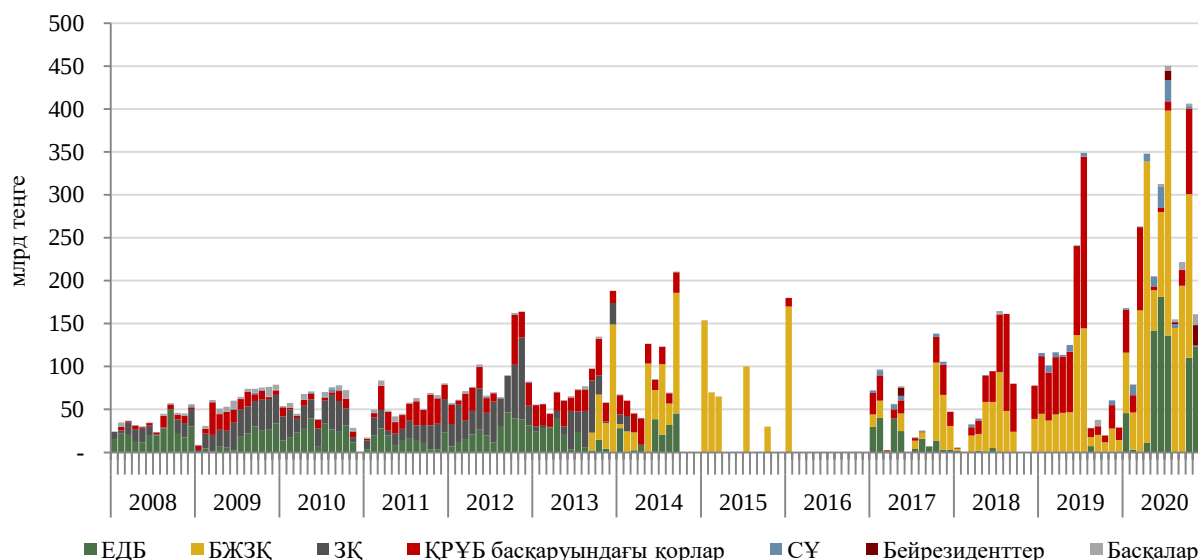
Одан бөлек, 2019 жылдың ортасында ҚР Қаржымині МБҚ шығару кестесін өзгертті, осылайша, ҚР Қаржымині 2019 жылғы тамыздан бастап 10 жылға дейінгі түрлі мерзіммен МБҚ орналастыра бастады (Қазақстанның қаржылық тұрақтылығы туралы есеп 2018 – ІП, 2020). Нәтижесінде, ҚР Қаржымині өтеуге дейінгі мерзімі 3 жылдан кем МБҚ қосымша орналастыруды жүргізе бастады, ал 2020 жылы 1 жылға дейінгі айналыс мерзімі бар МЕККАМ - дисконттық МБҚ шығаруды қайта бастады.

Қабылданған шаралар 2020 жылы МБҚ нарығының өтімділігін арттырды, нарықтық қатысушылар қайтадан ҚР Қаржымині МБҚ нарығына қатыса бастады, аукциондарға қатысушылар саны өсті. Нарықтық қатысушылардың МБҚ нарығына қызығушылығының артуы, сондай-ақ 2020 жылдың ортасында ҚРҰБ жылдық ноттарды шығаруды тоқтатқаны, осылайша ҚРҰБ жылдық ноттар нарығында болған сұраныстың ҚР Қаржымині МБҚ нарығына ығыстырылуына себеп болды.

⁴ On-the-run – өтелгенге дейін белгілі бір мерзіммен шығарылымдардың арасында неғұрлым кеш орналастырылған шығарылымдар.

⁵ Off-the-run – бұрын, неғұрлым кеш («жаңа») шығарылымға дейін орналастырылған және әлі де айналыстағы шығарылымдар.

Қатысушылар бойынша бөлгенде ҚР Қаржымині МБҚ бастапқы нарығы



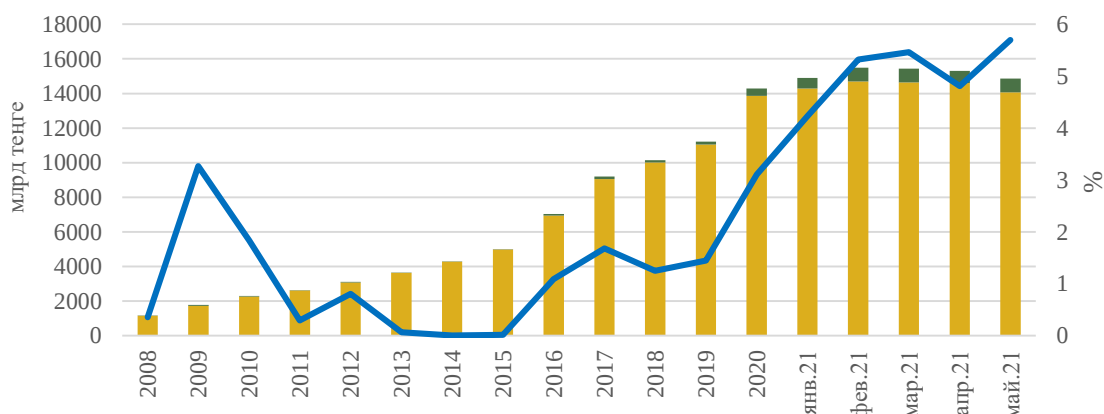
Дереккөзі: БҚОД

Ескертпе: 1) МБҚ-ны сауықтыру жөніндегі мәміле шеңберінде 2017 жылғы шілдеде жүйе құраушы банк сатып алған МБҚ іріктемеден алып тасталды.

Қазақстанның теңгемен шығарылған МБҚ-сына сұраныс негізінен ішкі нарық есебінен қалыптасады, ал неғұрлым дамыған нарықтарда сұраныстың едәуір бөлігін шетелдік инвесторлар қалыптастырады. МБҚ дамыған нарықтарға қатысушылардың көпшілігі неғұрлым бәсекелес орта құрады және баға белгілеудің тиімділігін арттыруға мүмкіндік береді.

2018 жылы ҚРҰБ мен ҚР Қаржымині шетелдік инвесторлар үшін МБҚ нарығының тартымдылығын арттыру бойынша бірлескен жұмысын бастады: 1) Қазақстандық МБҚ-ны JP Morgan (GBI-EM) дамушы елдердің мемлекеттік облигацияларының индексіне қосу бойынша жұмыстар басталды; 2) 2020 жылғы тамызда ҚР Ұлттық Банкінің ноталары мен ҚР Қаржы министрлігінің МБҚ-сы бойынша Delivery versus Payment типіне дейін халықаралық есеп айырысу желісі жетілдірілді. ҚР МБҚ ұстаушылар құрылымындағы бейрезиденттердің үлесі бұрынғысынша төмен болып қалуда, алайда қабылданған шаралар нәтижесінде ол ұлғая бастады. Ең жоғары өсім 2020-2021 жылдары байқалды, 2021 жылғы 1 маусымдағы жағдай бойынша ҚР МБҚ ұстаушылар арасындағы бейрезиденттердің үлесі 5,7%-ға жетті.

ҚР МБҚ құрылымындағы бейрезиденттердің үлесі (еурооблигацияларды қоспағанда)



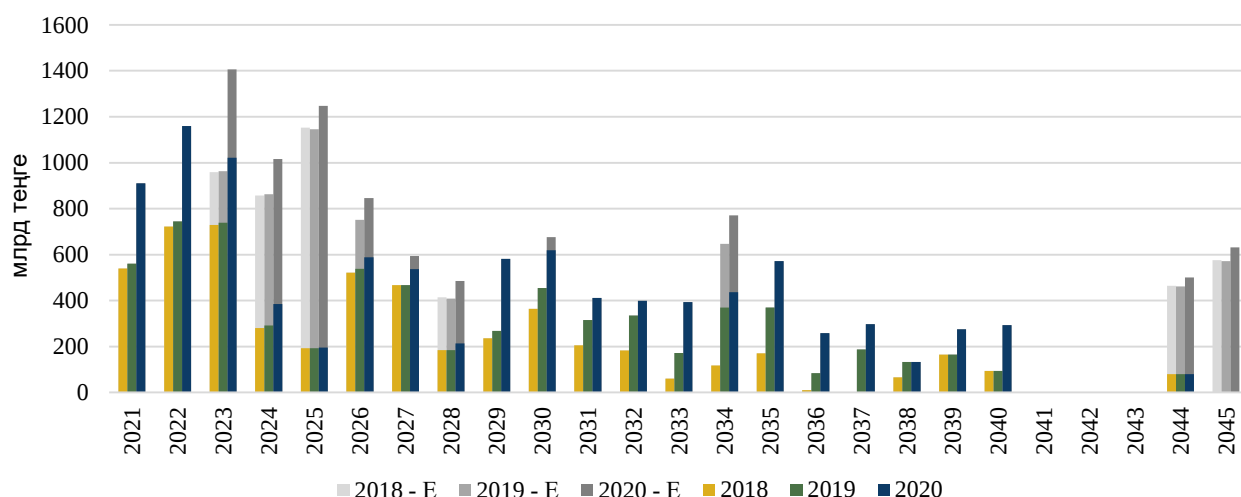
Дереккөзі: БҚОД, ҚРҰБ есептері

Осылайша, өткен жылдары Қазақстанның мемлекеттік борышын басқару саясаты көбінесе бюджетті қаржыландырудың ағымдағы проблемаларына бағдарланған болатын, ал МБҚ нарығының өтімділік проблемалары басым болмады. ҚР Қаржымині борышты шығару кезінде белгілі бір мерзімдегі міндеттемелерді шоғырландыруға байланысты өтімділік тәуекелдерін және шетел валютасындағы міндеттемелерді шығару кезіндегі валюталық тәуекелдерді есепке алмай, ағымдағы құнды басшылыққа алды.

Мемлекеттік борышты басқарудың нақты саясатының болмауы ҚР Қаржымині облигацияларын өтеудің уақытша құрылымын айқын көрсетеді. 2010-шы жылдардың ортасында валютаның төмен мөлшерлемелеріне қол жеткізуге ұмтылу, кейіннен теңгенің әлсіреуі негізгі борышты өтеу кестесіндегі елеулі теңгерімсіздікке алып келді. Бұл ақпараттың қарыз алу мөлшерлемелеріне енгені анық.

21-график

Кезең соңындағы жағдай бойынша Қаржыминінің МБҚ бойынша негізгі борышты (еурооблигацияларды қоса алғанда) өтеу кестесі



Дереккөзі: БҚОД, ҚРҰБ есептері

Ескерту: 1) E – ҚР Қаржымині еурооблигацияларды төлеу бойынша міндеттемелері; 2) еурооблигациялар бойынша негізгі борышты өтеу сомасы кезең соңына ресми бағамдар бойынша теңгеге конвертацияланды.

Мысалы, 2019 жылы негізгі борышты өтеу бюджетке мұнайға жатпайтын түсімдерден 3,37% болды, ал 2020 жылы 4,23%-ға дейін өсті. Сондай-ақ, 2021-2023 жылдарға арналған республикалық бюджет жобасы бойынша түсімдердің болжамды мәндеріне сәйкес 2021 жылға қарай мұнайға жатпайтын бюджетке борыштық жүктеме 9,78%-ға жетеді, ал 2022 жылға қарай 11,05% болады. Мемлекеттік борыштың салыстырмалы түрде ІЖӨ-ге қатысты төмен деңгейіне қарамастан, борышқа қызмет көрсету шығыстарының Қазақстанның шығарылған борышына (борыштың ағымдағы құны) қатынасы көптеген елдерде осы көрсеткіштен асып түседі. Борышқа қызмет көрсетудің жоғары құны Қазақстанда басқа елдермен салыстырғанда неғұрлым жоғары пайыздық мөлшерлемелерге, сондай-ақ теңгенің құнсыздануымен бірге болған шетел валютасындағы міндеттемелерді қайта бағалауға негізделген.

Мемлекеттік қарыз алуды оңтайландыру үшін инвесторлар сенімінің маңызы зор. Бұл ретте, кредитор үшін өтеу кестесінің үлгісі көбінесе қарыз алушы прагматизмінің көрсеткіші болып табылады.

ҚРҰБ мен ҚР Қаржыминінің бірлескен жұмысы нәтижесінде қарыз алу саясатында МБҚ нарығының өтімділігін арттыруға және тәуекелсіз қисық кірістілігін қалыптастыруға бағытталған оң өзгерістер байқалады. Бұрын аталғандардың қатарында: ҚР Қаржыминінің айналыстағы шығарылымдар санын үлкейту және қысқарту бойынша күш-жігері, шығарылымдарды жаһандық халықаралық индекстерге қосу жөніндегі жұмыс, Clearstream бойынша есеп айырысу мүмкіндігін іске асыру, сондай-ақ қисық кірістіліктің қысқа мерзімді және орта мерзімді соңында МБҚ шығару. Бұған қоса, МБҚ нарығы үшін маркет-мейкерлер институтын құру бойынша ҚРҰБ мен ҚҚБ-ның бірлескен жұмысын атап өткен жөн, бұл да МБҚ өтімділігіне оң әсерін тигізуі мүмкін. Маркет-мейкерлердің болуы құрал бойынша позициядан шығуға мүмкіндік береді, бұл инвестициялау барысы неғұрлым қысқа инвесторлар үшін маңызды фактор болып табылады. Бұдан басқа, біздің ойымызша, институционалдық инвесторлар нарығын дамыту МБҚ нарығының өтімділігін арттыру және қабылданатын шешімдердің нарықтық деңгейін көтеру үшін қажетті талаптардың бірі болып табылады. Зейнетақы жинақтарын жеке басқарушы компанияларға инвестициялық басқаруға беру шешімдердің бірі болып табылады, бұл бағалы қағаздар нарығында неғұрлым бәсекелі орта қалыптастырады.

4. Мемлекеттік борышты басқару саясаты

Қазақстандағы мемлекеттік борыштың ІЖӨ-ге салыстырмалы төмен қатынасы мемлекеттік борышты белсенді басқару саясатына өту міндеттерінің өзектілігінің төмендеуін білдірмейді. Жалпы шағын ашық экономикаларда, атап айтқанда Қазақстанда мемлекеттік бағалы қағаздар нарығының даму серпіні көбінесе негізгі макроэкономикалық жағдайлар мен ішкі экономика үшін алғышарттардан қалыптасады. Соңғы жылдары жоғары деңгейдегі әрі өсіп келе жатқан ҚР Ұлттық қорынан бөлінетін трансферттер бюджет тапшылығын өтеудің негізгі арнасы болып табылатын Қазақстанда фискалдық балансты қаржыландырудың мұнай түсімдеріне тәуелділігі артып келеді. Бұл фискалдық саясаттың болжамдылығын арттырады (мұнай бағасының жоғары болу кезеңінде мемлекеттік шығыстардың ұлғаюы), осылайша дағдарыс кезеңдерінде дәнекер ретінде фискалдық кеңістіктің әлеуетін тарылтады. Сондай-ақ, мұндай үрдістің басым болуы инвестициялық рейтингтің ұзақ мерзімді төмендеуіне жанама әсерін тигізеді, бұл ішкі борышқа шетелдік капиталды тарту мүмкіндігіне теріс әсер етеді (Стахович, Шахназарян, 2008). Өз кезегінде бейрезиденттердің мемлекеттік борышты ұстаушылар ретінде қатысуы инвесторлық базаны әртараптандыруды жақсартып алады, бұл мемлекеттік бағалы қағаздардың өтімділігін – үйлестірілген макроэкономикалық саясаттың орталық міндетін арттыруға ықпал етеді.

Сондықтан, мемлекеттік бағалы қағаздар нарығын тиімді дамыту Үкіметтің фискалдық бағытының да, оның ақша-кредитін құрастырушының да басым міндеті болып табылады. Ақша-кредит саясатының пайыздық мөлшерлемелерінің трансмиссиясын нәтижелі жүргізу тәуекелді активтердің бағасын белгілеу үшін қажетті бәсекеге қабілетті тәуелсіз қисық кірістілігінің дұрыс жұмыс істеуіне негізделеді. Бұған қоса, МБҚ нарығын одан әрі дамыту оны ақша-кредит саясатының трансмиссиялық тетігінің бастапқы буыны ретінде дамытуға: МБҚ мөлшерлемелеріне ақша-кредит саясатының мөлшерлемелері трансмиссиясының тиімділігін арттыруға және экономикадағы қорландыру жағдайларына тікелей әсер етуге бағытталуы тиіс (Алексеева, Петрова, 2018). Сонымен қатар, дамушы елдердегі мемлекеттік борышты басқару саласындағы зерттеулер ұлттық валютадағы борыш шығарылымының ұлғаюы ақша-кредит саясатындағы өзгерістердің нарыққа кері әсеріне ықпал ететінін көрсетеді.

Мемлекеттік борыш нарығын жоспарлы және жан-жақты дамыту, өзінің бірінші кезектегі макроэкономикалық міндетінен басқа, бюджеттің шығыс бөлігі құрылымының міндеттерін және мемлекеттік борыш шығарылатын мақсаттарды да қамтуға тиіс. Қарыздардың инвестициялық бағытын бағалау – мемлекеттік бағалы қағаздарды шығару арқылы қаржыландырылатын қаражатты секторалдық талдау мемлекеттік борышты белсенді басқаруды дамытудың перспективалық бағыттарының бірі болуы мүмкін (BIS,

2012). Осылайша, ғылымды және капиталды қажет ететін өндіріс жағына қарай бейімделуді қамтамасыз ететін бағдарламаларды іске асыру еңбек өнімділігін ұлғайту арқылы экономикалық өсудің неғұрлым сапалы және жоғары қарқынына ықпал етеді, бұл өз кезегінде бұдан былай мемлекеттік қарыз алу көлеміне сұраныс пен олардың тиімді жұмыс істеуін біртіндеп арттырады.

Біздің пікірімізше, фискалдық ведомство мақсаттарының проблематикасы қысқа мерзімді мақсаттардың елдің әл-ауқатын ұзақ мерзімді тұрақты жақсарту, Ұлттық қордан – болашақ ұрпаққа арналған резервтер қорынан қарыз алуды азайту – нақты тағайындалу мақсаттарынан басымдығында жатыр. Осылайша, үкіметтің көзқарасы бойынша мемлекеттік борышты басқарудың тиімділігінің мақсаты қарыз алудың ағымдағы құны емес, борыштың қисынды негізделген ұзақ мерзімді құрылымы және болашақ ұрпақ үшін ауыртпалықты азайту болуы керек. Бұл тұрғыда қазіргі мүдделер қақтығысын болдырмау қажет – үкімет үшін нарық қаржыландырудың сенімді, ашық және тұрақты арнасы, ал қаржы реттеушісі үшін – ақша-кредит саясатын іске асырудың тиімді алаңы болуы тиіс.

Ағымдағы сәтте өтімділіктің елеулі тәуекелдеріне және валюталық тәуекелдерге ұшыраған МБҚ өтеудің қолданыстағы уақытша құрылымы кері сатып алудың негізгі әдістерінің бірімен оңтайландырылуы мүмкін:

1. Кері сатып алу. Сауда-саттыққа қатысушылар бастапқы нарық тетігіне ұқсас сатуға өтінімдер беруді қоспағанда, аукцион кәдімгі аукцион сияқты өткізіледі.

2. Тікелей сатып алу. Борышты сатып алудың бұл әдісі екі тәсілмен жүзеге асырылуы мүмкін. Біріншісі – қайталама биржалық нарықта МБҚ сатып алу. Екіншісі – биржадан тыс нарықта сатып алу.

3. Бір бағалы қағаз басқа бағалы қағазды сатып алу үшін төлем ретінде берілген кезде ауыстыру немесе қайта қаржыландыру. Кері сатып алу бойынша әрбір мәміле кезінде МБҚ сатып алатын кесімді кірістілікті ескеру маңызды. Қайталама нарықтағы кірістілік қисығын бағалау қағаздың әділ нарықтық құны туралы түсінік береді. Бұл тұрғыда кірістілік қисығының теориялық үлгісі нақты кесу бағаларын анықтауда ең жақсы метрика болуы керек.

МБҚ шығарылымдарын шоғырландыру, сондай-ақ ірі шығарылымдарды қолдау нарықтың өтімділігін арттырады. Тиімсіз қағаздар, бәсекелестік баға тұрғысынан алғанда, нарық қатысушылары тарапынан сенімсіздікті арттырады, бұл тұтастай алғанда нарықтың дамуына оның әлеуетіне кедергі келтіреді және капитал алмасудың басқа алаңдарын капиталдандырудың өсуіне кедергі келтіреді. Керісінше, ірі «өтімді» қағаздарды қолдау МБҚ нарығының өтімділігін қолдайтын және арттыратын болады. Бұл үкімет үшін ұзақ мерзімді мақсаттар тұрғысынан да, монетарлық биліктің аз ұзақ мерзімді мақсаттары тұрғысынан да қорландыру жүйесінің тиімділігін арттырады, бұл оларды мемлекеттік борышты белсенді басқару бөлігінде тығыз үйлестірген кезде ғана мүмкін болады.

1. Қорытынды

Жалпы алғанда, соңғы екі жылда бағалы қағаздар нарығындағы өтімділік біртіндеп жақсаруда. Осы кезеңде борышты шығару тәжірибесінің өзгеруі маңызды фактор болды. Бұған өтімділіктің өсуіне ықпал ететін ірі бақылау шығарылымдарын құру міндеттемесі кірді. МБҚ нарығы нарыққа қатысушылар құрылымындағы өзгерістерден де қолдау тапты, бұл дилерлік бәсекелестікті күшейтеді. Ашықтық деңгейін арттыратын кірістілік қисығын құрудың жаңа моделіне көшу болашақта өтімділікті арттыру әлеуетін ұсынады. Нарық өтімділігінің деңгейі жергілікті жағдайға айтарлықтай тәуелді болып қала береді - пайыздық мөлшерлемелердің тұрақсыздығы кезеңінде өтімділік тез төмендейді.

Даму әлеуеті тұрғысынан ҚР нарығы салыстырылатын елдердің іріктемесінен тиімді айырмашылығы бар сияқты. Алайда, жағдайды тудыратын құрылымдық факторлар тұрғысынан борыштық міндеттемелердің бөліну дәрежесі, өтеу кестесінің үлгісі және қор

нарығының салыстырмалы түрде дамымауы өтімділікті одан әрі арттыруға кедергі келтіруі мүмкін.

Мемлекеттік борышты ұтымды саясатының қажеттілігі халықаралық тәжірибені зерттеу мен осы бағыттағы модельдерді әзірлеудің өзектілігін анықтайды. Мемлекеттік борышты басқару саясатының жаңа моделіне көшу оның тұрақтылығы мен сабақтастығын қамтамасыз етеді. Бұл мақалада осы көп қырлы шешімді түсінуге және ұйымдастыруға көмектесетін МБҚ нарығының өтімділік құрылымына қысқаша шолу беріледі.

Әдебиеттер тізімі:

1. Broto C., Lamas M., «Measuring market liquidity in US fixed income markets: A new synthetic indicator» // Working Paper No. 1608, Bank of Spain, 2016.
2. Elliot D., «Market liquidity: A primer. The Brookings Institution» // Working paper, The Brookings Institution 2015.
3. Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies, BIS Papers, №67, 2012. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap67.pdf>.
4. Gehde-Trapp M., Schuster Ph., Uhrig-Homburg M., «The Term Structure of Bond Liquidity» // Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 53, No. 5, p. 2161-2197, 2018.
5. Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19. International Monetary Fund. Washington, DC., April 2020. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020>.
6. Grobety M., «Government debt and growth: The role of liquidity» // Journal of International Money and Finance, vol. 83, p 1-22, May, 2018.
7. Gulliver J., «Money Market Funds and the 2020 COVID Crisis» // Committee on Capital Markets Regulation, May 2021. <https://www.capmksreg.org/wp-content/uploads/2021/05/CCMR-Prime-MMFs-and-COVID-05.24.2021-.pdf>.
8. Kazakhstan: Reversing Productivity Stagnation - Country Economic Memorandum // World Bank Document.
9. Le Saout, E., «Intégration du risque de liquidité dans les modèles de valeur en risque» // Banque et Marchés №61, p. 15-25, novembre 2002.
10. Muranaga J., T. Shimizu, «Market Microstructure and Market Liquidity» // Working paper of Institute for Monetary Economic Studies, Bank of Japan, 1997.
11. Nazlioglu S., Gupta R., Bouri E. «Movements in International Bond Markets: The Role of Oil Prices» // Working paper № 2019:35, International Review of Economics & Finance. – 2020.
12. Phillip R.D. Anderson, A. Velandia-Rubiano, A.C. Silva, «Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has this Time Been Different?» // World Bank Policy Research Working Paper, No. 5399, April, 2016. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1658774.
13. V. Premathiratne, «The Emerging Asia Pacific Capital Markets Sri Lanka» // 2021 CFA Institute Research Foundation, May, 2021.

14. Semernina Y., Yakunina A., Yakunin S., «Some trends of the Russian sub-federal bond market development in the presence of the global challenges» // *Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR)*, vol. 39, p. 162–165, 2018.
15. Yakunina A.V., Semernina Y.V., Yakunin S.V., Ermakova E., «Impact of foreign economic sanctions on the Russian market of bonds denominated in foreign currencies» // *SHS Web Conf. Innovative Economic Symposium Milestones and Trends of World Economy (IES 2018)*, vol. 61, 2019.
16. Алексеева И.А., Петрова И.А., «Эволюция и перспективы развития рынка облигаций федеральных займов» // *Известия Байкальского государственного университета*, Т. 28, № 4, 2018. <https://cyberleninka.ru/article/n/evolyutsiya-i-perspektivy-razvitiya-rynka-obligatsiy-federalnyh-zaymov>.
17. Алехин Б.И., «Размещение государственных облигаций сквозь призму микроструктуры рынка» // *Финансовый журнал*, № 6, стр. 95–108, 2018.
18. Белокопытов А.В., Миронкина А.Ю., «Облигации федерального займа для населения» // *Экономический журнал*, С. 54–62, 2017. <https://cyberleninka.ru/article/n/obligatsii-federalnogo-zayma-dlya-naseleniya>.
19. Мустафин Е.Т., «Долговой рынок в период реформы НПФ» // *Halyk Finance*, январь, 2013. <http://history.halykfinance.kz/ru/site/index/research/report:81987>
20. Мустафин Е.Т., «Кривая доходности Казахстана: Падение спроса на госдолг в ожидании пруденциальных послаблений» // *Halyk Finance*, сентябрь, 2012. <http://history.halykfinance.kz/ru/site/index/research/report:81322>
21. Мустафин Е.Т., Хакимжанов С.Т., «Риск ликвидности, обменный курс и стоимость фондирования в Тенге» // *Halyk Finance*, январь, 2014. <http://history.halykfinance.kz/ru/site/index/research/report:87302>
22. Огурцова Е.В., Комков И.В., «Развитие внутреннего рынка государственного долга России: факторы формирования, перспективы изменения» // *Известия Саратовского университета, серия Экономика. Управление. Право*, Т. 19, вып. 3, 2019. <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2019-19-3-246-256>.
23. Оразалин Р., «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в Республике Казахстан» // *Экономическое исследование №2018-3*, Департамент исследований и статистики, Национальный Банк Республики Казахстан, 2018.
24. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов // Банк России. https://cbr.ru/content/document/file/71220/main_directions.pdf.
25. Отчет о финансовой стабильности Казахстана 2012. Национальный банк Республики Казахстан. Алматы, декабрь, 2012. <https://nationalbank.kz/file/download/26119>
26. Отчет о финансовой стабильности Казахстана 2015 – 2017. Национальный банк Республики Казахстан. Алматы, 2018. <https://www.nationalbank.kz/ru/news/otchet-o-finansovoy-stabilnosti/rubrics/235>
27. Отчет о финансовой стабильности Казахстана 2018 – 1П 2019. Национальный банк Республики Казахстан. Алматы, 2020. <https://nationalbank.kz/ru/news/otchet-o-finansovoy-stabilnosti/rubrics/236>.

28. Покровская Н.Н., Куриленко М.В., «Рынок государственных ценных бумаг в России: проблемы и перспективы развития» // Интернет-журнал Науковедение, том 8, № 4, 2016. <http://naukovedenie.ru/PDF/34EVN416.pdf>.
29. Рыжановская Л.Ю., Чистова В.Е., «Проблемы ликвидности рынка государственных ценных бумаг» // Финансовый журнал, №3, стр. 19–32, 2011.
30. Стахович Л.В., Шахназарян Г.Э., «Проблемы ликвидности современного российского рынка государственных ценных бумаг» // Финансовая аналитика: проблемы и решения, № 1 (1), стр. 34–43, 2008.
31. Хакимжанов С., Мустафин Е., Кубенбаев О., Атабек Д., «Построение кривой доходности на рынке с низкой ликвидностью» // журнал Деньги и кредит, №4, декабрь, 2019.