



ҚАЗАҚСТАН ҰЛТТЫҚ БАНКІ

Ақша-кредит саясатының тиімділігін арттырудағы қор нарығының маңызы мен рөлі

Ақша-кредит саясаты департаменті
Экономикалық зерттеу №2023-07
Жұмыс мақаласы

Досқалиева Сәуле
Белгібаев Заңғар

Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің (бұдан әрі – ҚРҰБ) экономикалық зерттеулері мен талдамалық жазбалары ҚРҰБ зерттеулерінің нәтижелерін, сондай-ақ ҚРҰБ қызметкерлерінің басқа да ғылыми-зерттеу жұмыстарын таратуға арналған. Экономикалық зерттеулер пікірталастарды ынталандыру үшін таратылады. Құжатта айтылған пікірлер автордың жеке ұстанымын білдіреді және ҚР ҰБ ресми ұстанымымен сәйкес келмеуі мүмкін.

Ақша-кредит саясатының тиімділігін арттырудағы қор нарығының маңызы мен рөлі

2023 жылғы маусым

NBRK – WP – 2023 – 07

Ақша-кредит саясатының тиімділігін арттырудағы қор нарығының маңызы мен рөлі

Досқалиева Сәуле¹

Белгібаев Заңғар²

Аннотация

Орталық банктер өз қызметі барысында өз саясатының экономикалық процестерге және елдегі баға деңгейіне әсер ету тиімділігін арттыруға үздіксіз ұмтылады. Бұл зерттеу қор нарығын инфляциямен күресте орталық банктің әлеуетті трансмиссия арнасы ретінде пайдалану мүмкіндігін талдады. Осы мақсатта инфляциялық таргеттеуге дейінгі және кезеңдегі экзогендік айнымалысы бар векторлық авторегрессия моделін қолдана отырып, Қазақстан акциялары нарығының кірістілігі мен макроэкономикалық көрсеткіштер арасындағы өзара байланыс зерттелді.

Түйінді сөздер: қор нарығы, векторлық авторегрессия, ақша-кредит саясаты, инфляция, ақша массасы

JEL- сыныптау: C32, D53, E44, E52

Авторлар Ақша-кредит саясаты департаментінің монетарлық талдау басқармасының бастығы Жүзбаев Адам Мұратұлына және Ақша-кредит саясаты департаментінің монетарлық талдау басқармасы бастығының орынбасары Сейдахметова Баян Алпысбайқызына зерттеу жүргізуде консультациялық, әдіснамалық және редакциялық көмек көрсеткені үшін алғыс білдіреді

¹Досқалиева Сәуле – Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі, Ақша-кредит саясаты департаменті, монетарлық талдау басқармасы, бас маман-талдаушы.
E-mail: Saule.Duskaliyeva@nationalbank.kz

²Белгібаев Заңғар – Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі, Ақша-кредит саясаты департаменті, монетарлық талдау басқармасы, бас маман-талдаушы.
E-mail: Zanggar.Belgibayev@nationalbank.kz

Мазмұны

1. Кіріспе	4
2. Әдебиетке шолу	5
3. Қазақстандық бағалы қағаздар нарығының ағымдағы жағдайы мен даму үрдістері.....	8
4. Зерттеу әдістемесі және пайдаланылған деректер	15
5. Нәтижелерді талқылау	18
6. Қорытынды.....	25
7. Әдебиеттер тізімі	27

1. Кіріспе

Орталық банктер қызметті жүзеге асыру процесінде экономикалық процестерге және елдегі баға деңгейіне әсер ету тиімділігін арттыруға тырысады. Жалпы алғанда, бұл әсер трансмиссиялық механизм деп аталады, оның сипаттамасы және трансмиссия арналарының жіктелуі әдебиетте жеткілікті сипатталған. Бұл ретте әрбір жекелеген елде ұлттық экономиканың ерекшеліктеріне байланысты осы тетіктің өзіндік ерекшелігі бар.

Осылайша, Қазақстан әлсіз әртараптандырылған экспорт және Елеулі импортқа тәуелділік салдарынан сыртқы тәуекелдерге осал шағын ашық экономикаларға жатады. Осыған байланысты орталық банктің ақша-кредит саясатының трансмиссиялық механизмінің маңызды арнасы валюта арнасы болды. 2015 жылы жарияланған инфляциялық таргеттеу режиміне көшкеннен кейін Ұлттық Банк белгіленген бағамдық режимнен бас тартып, еркін жүзетін айырбас бағамы саясатына көшті. Ұлттық Банк трансмиссияның пайыздық және кредиттік арналарын күшейтуге кірісті, оның ішінде ресімделген болжамды аппарат құру, негізгі пайыздық мөлшерлеме құралын енгізу, коммуникациялық саясатты жандандыру. Дегенмен, экономиканы әртараптандыруда елеулі өзгерістің болмауына және тұтынушылық және инвестициялық сұраныстың импортқа айтарлықтай тәуелділігінің сақталуына байланысты валюта бағамы ақша-кредит саясатының трансмиссиялық тетігін талдауды қажет ететін маңызды арна болып қала береді.

Сонымен қатар, қаржы нарығы тек банк секторымен ғана емес, сонымен қатар дамыған бағалы қағаздар нарығымен ұсынылған елдерде орталық банктер қор нарығын трансмиссияның тағы бір тиімді арнасы ретінде пайдалана алады. Бұл арна әдеби дереккөздерде "активтердің бағасы" деп аталады және тек бағалы қағаздарды ғана емес, сонымен қатар жылжымайтын мүлікті де қамтиды (кейбір дереккөздер арнаға қосымша шетел валютасын қосады). Сонымен қатар, бұл жұмыста фокус қор нарығын зерттеуге бағытталған, акциялар актив ретінде, ал кірістілік активтің бағасы ретінде әрекет етеді.

Бағалы қағаздар нарығының дамуы бірқатар нарық қатысушыларының мүмкіндіктерін кеңейтеді, сондықтан тауарлар мен қызметтерді өндірушілердің банктік несиелерге баламасы бар, инвесторлар – тиімді инвестициялар. Сонымен қатар, бұл өзара әрекеттесу үшін қажетті инфрақұрылым қалыптасады, бүкіл қаржы нарығының айналымы мен көлемі артады. Жалпы экономикалық деңгейде бұл өндірісті ұлғайтуға, жұмыспен қамтуды және салық түсімдерін арттыруға мүмкіндік береді. Сонымен қатар, акциялар нарығын зерттеу айтарлықтай өзекті болып табылады, өйткені инфляцияның жоғарылауы мен тауарлар мен қызметтерді өндіруші фирмалардың мінез-құлқының өзгеруі арасындағы зерттелетін байланыс облигациялар мен басқа да бағалы қағаздарды ұстаушыларға қарағанда акционерлер арқылы (акционерлердің компаниялардан инфляциялық салықты өтеу туралы "талабы") күштірек көрінеді. Тиісінше, қор нарығының жеткіліксіз дамуы жоғарыда аталған мүмкіндіктердің жоғалуына әкеледі.

Бұл жұмыста қор нарығы сияқты трансмиссия арнасын зерттеудің әлемдік тәжірибесі ұсынылған, сондай-ақ оны Қазақстанда қолдану мүмкіндігін қарастыруға әрекет жасалған. Атап айтқанда, эконометрикалық модельдерді құру арқылы инфляция мен ақша-кредит шарттарының акциялардың кірістілігіне әсері бағаланады. Отандық әдебиетте осы тақырыптың жеткіліксіз пысықталуын ескере отырып, жұмыста ғылыми жаңалықтың кейбір элементтері бар.

Зерттеу нысаны отандық қор нарығы, атап айтқанда, соңғы жылдары дамудың жаңа импульстарын алған акциялар нарығы болды. Зерттеу аясында ағымдағы жағдайды қарастырумен шектеліп қана қоймай, сонымен қатар қор нарығының дамуының тарихи динамикасын, оның нәтижелерін қозғау және оның жеткіліксіз дамуының негізгі себептерін атап өту туралы шешім қабылданды.

Шығармаға әдебиетке шолу, әдістеме, нәтижелерді сипаттау және қорытынды кіреді.

2. Әдебиетке шолу

Бірқатар шетелдік экономистер қор нарығын "кірістілік-инфляция" байланысы логикасы арқылы Орталық банктің трансмиссиялық механизмінің тиімді арнасы ретінде қарастыру мәселесін зерттеді.

Сонымен, Ralph Chami, Thomas F. Cosimano, Connel Fullencamp "The stock market channel of monetary policy" (1999) жұмысында инфляцияның өсуі бағалы қағаздарды ұстаушылар үшін "инфляциялық салыққа" айналатынын түсіндіреді. Бұл облигацияларды ұстаушылармен салыстырғанда үлкен шығынға ұшырауы мүмкін акционерлерге қатысты, өйткені акциялардың бағасы бір уақытта компанияның дивидендтеріне де, оның активтерінің құнына да байланысты. Осыған байланысты акционерлер эмитенттерден бағалы қағаздарды талап етеді, яғни. тауарлар мен қызметтерді өндіруші фирмалар, олардың нақты кірістілігін арттыру. Қолайлы нақты кірісті қамтамасыз ету үшін компаниялардың менеджерлері тиімділікті арттыруға, қатысатын өндіріс факторларының жиынтығын өзгертуге мәжбүр, нәтижесінде экономикадағы жалпы өнім мен жұмыспен қамту, ақырында инфляция өзгереді. Авторлар акционерлердің фирмаларды шығаруға "әсер етуінің" мұндай тізбегі қаржылық сауаттылықты біртіндеп арттырып, өз мүдделерін алға тарта бастаған үй шаруашылықтары арасында бағалы қағаздарға инвестициялау тәжірибесін жаппай таратқаннан кейін мүмкін болғанын атап өтті.

Зерттеушілер сонымен қатар қалай, қашан, яғни қандай жағдайда және қандай орталық банктер қор нарығын беріліс механизмінің тиімді арнасы ретінде пайдалана алады деген сұрақтарға жауап беруге тырысты. Ralph Chami, Thomas F. Cosimano, Connel Fullencamp (1999) және Zhongxia Zhang "Stock Returns and Inflation Redux: an explanation from monetary policy in advanced and emerging markets" (2021) орталық банктің арнадағы табысының міндетті шарты деп санайды "қор нарығының" реттеушіге және өткізілетін

нарыққа деген сенімі болып табылады инфляцияға қарсы саясат, инфляция бойынша жарияланған мақсаттарға қол жеткізу мүмкіндігі.

2008 жылы Paul De Grauwe "Stock prices and monetary policy" атты еңбегін жариялады, онда қор нарығындағы кірістілік арқылы инфляцияға практикалық әсер ету стратегиясын қарастырды. Ол орталық банктер қор нарығындағы "желге қарсы қозғалыс" стратегиясын ұстану арқылы акциялардың бағасына жақсы әсер етуі мүмкін деген қорытындыға келді, ол жекелеген жағдайларда және Тейлор ережесінде көрсетілгеннен гөрі қысқа мерзімді қатаң ақша-кредит саясатын жүргізуден тұрады. Мұндай ақша-кредит саясаты қаржылық тұрақтылық тәуекелдерін азайту мақсатында жүзеге асырылады. Бұл жағдайда орталық банктер олардың құбылмалылығын төмендету арқылы шығарылым мен инфляция арасындағы тепе-теңдікті жақсарты алады. Бұл ретте тиімді нәтижеге Орталық Банктің саясатына сеніммен инфляциялық таргеттеу жүргізу кезінде қол жеткізілетін болады.

Сонымен қатар, "желге қарсы қозғалыс" стратегиясы қалыпты болғанымен, ол оңтайлы болып табылады және инфляцияның, өндіріс көлемінің және акциялар бағасының құбылмалылығын төмендетеді. Бұл стратегия тым белсенді болған кезде инфляция мен өндіріс көлемінің қосымша құбылмалылығын тудырады. Демек, реттеушінің қор нарығының көрсеткіштеріне әсер ететін өз саясатын жүргізудегі жұмсақ шаралары макроэкономикалық құбылмалылықты төмендетуде тиімді болуы мүмкін.

1-сурет. Акциялардың кірістілігі мен инфляцияға әсер ететін ақша-кредит саясатының негізгі элементтері



Дереккөз: Zhang (2021)

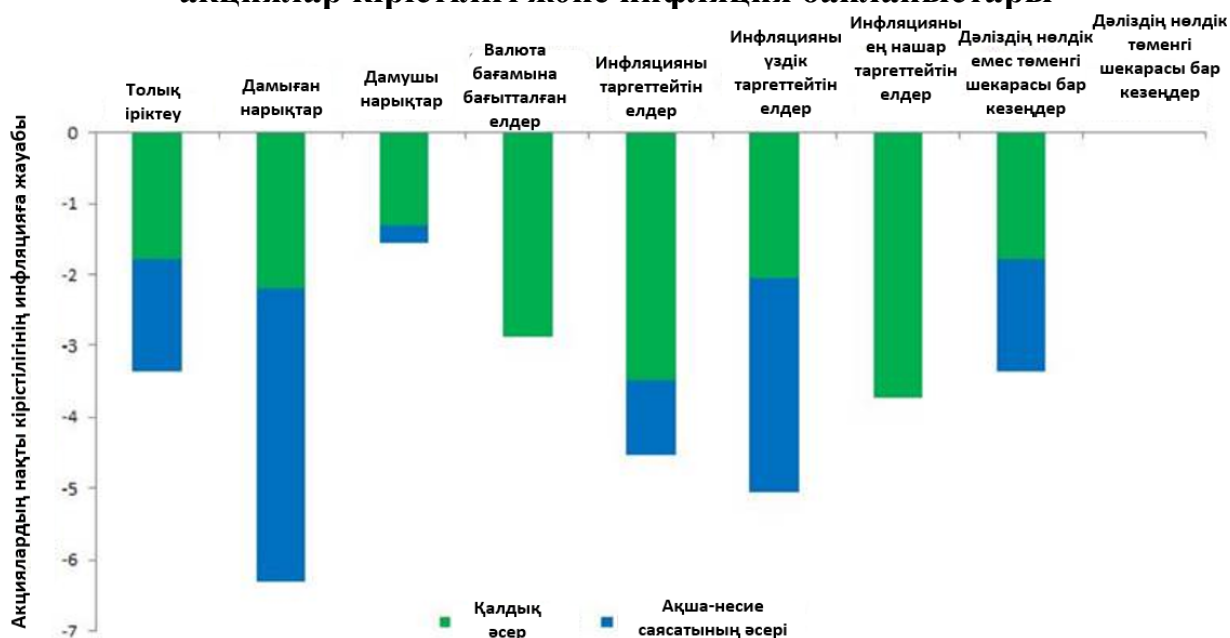
Сонымен қатар, Paul De Grauwe жоғарыда аталған зерттеуде Ralph Chami, Thomas F. Cosimano, Connel Fullencamp сияқты қорытынды жасайды, яғни тиімді нәтижеге нарық қатысушыларының көпшілігінің сенімін тудыратын инфляциялық таргеттеу жағдайында ғана қол жеткізуге болады. Басқаша айтқанда, егер экономикалық агенттер инфляцияның мақсатты көрсеткішін қол жетімді деп санаса, онда автор қарастырған стратегия макроэкономикалық көрсеткіштерді едәуір жақсартады.

Zhongxia Zhang "Stock Returns and Inflation Redux: an explanation from monetary policy in advanced and emerging markets" (2021) жұмысында ақша-кредит саясаты шешімдері дамыған және дамушы 71 елдің деректерін пайдалана отырып, акциялар кірістілігінің инфляцияға әсер ету дәрежесін қалай өзгертетінін зерттеді. Сонымен қатар, орталық банктердің саясаты үш критерий бойынша жіктелді: циклдік, қолданылатын режим және ақша-кредит саясатының икемділігі (1-сурет).

Zhang (2021) контрциклдік саясат шеңберінде орталық банк инфляцияның өсуімен күресу үшін пайыздық мөлшерлемені пайдаланады, бұл өз кезегінде акциялардың кірістілігіне төмен қысым жасайды. Монетарлық саясаттың икемділігіне қатысты, егер пайыздық мөлшерлеменің өзгеруі нөлдік төменгі шекарамен шектелсе (Zero Lower Bound), онда нарықтар инфляцияны және ақша-кредит саясатын жүргізудің циклділігін елемейді деген қорытындыға келді. Басқаша айтқанда, нәтижелер ақша-кредит саясатының шектеулі икемділігі акциялардың кірістілігі мен инфляция арасындағы байланысты өзгертетінін көрсетеді.

Жоғарыда көрсетілген критерийлер бойынша талдау нәтижелеріне сәйкес (циклдік, қолданылатын режим және ақша-кредит саясатының икемділігі) акциялардың бағасына жақсы әсер ету дамыған елдердің орталық банктерінен алынады, бұл ретте ақша-кредит саясатының ең оңтайлы режимі инфляциялық таргеттеу болып табылады (2-сурет).

**2-сурет. Zhang зерттеуінің нәтижелері (2021)
акциялар кірістілігі және инфляция байланыстары**



Ескерту: реакция параметрлері регрессия коэффициенттерінен алынады. Ақша-несие саясатының циклдік көрсеткіштері үлгідегі орташа мәндерді білдіреді

Дереккөз: Zhang (2021)

Ашық көздерден қор нарығындағы кірістілік арнасы арқылы орталық банктердің инфляцияға әсері туралы ресейлік зерттеулер табылмады. Сонымен бірге, инфляцияның Ресейдегі қор нарығына әсері туралы мәселе ғылыми мақалаларда да, оқырмандардың кең ауқымы үшін танымал басылымдарда да әр түрлі жағынан қарастырылады. "Влияние макроэкономических факторов на динамику фондового рынка России" жұмысында Нарзуллоева М. Р., Дуйсембаева А. С. (2017) 2000 жылдан 2015 жылға дейінгі кезеңдегі қор нарығының сыртқы және ішкі факторлардың әсеріне ұшырауын модельдік бағалауды қолдана отырып талданды. Қор нарығына әсер ететін факторлар ретінде Brent маркалы мұнай бағасының бағалары, айырбас бағамы, дамыған елдердің қор индекстері, инфляция деңгейі, өнеркәсіптік өндіріс индексі, реттеушінің пайыздық мөлшерлемесі қарастырылды. Макро көрсеткіштер мен Ресей қор нарығының динамикасы арасында ұзақ мерзімді байланыстың болуы анықталды. Сонымен қатар, тәуелді айнымалының дисперсиясының ыдырауына сәйкес Ресейдің қор нарығы сыртқы факторлардың өзгеруіне (оның ішінде мұнай бағасына) көбірек әсер етеді.

Отандық бағалы қағаздар нарығын, атап айтқанда, акциялар нарығын зерделеу қазақстандық қор биржасының (KASE) материалдарына, Қазақстан қаржыгерлері қауымдастығының бағалы қағаздар нарығына шолуларына, қазақстандық сарапшылар мен шолушылардың Талдамалық мақалаларына негізделген. Тұтастай алғанда, авторлар қор нарығының даму ерекшеліктерін, проблемаларды және оларды еңсерудің ықтимал тәсілдерін қарастырады, инфрақұрылымға талдау жүргізеді және бағалы қағаздар нарығының динамикасына түрлі факторлардың әсерін жүргізеді. Ресей әдебиеттегідей, қор нарығының кірістілік арнасы арқылы орталық банктердің инфляцияға әсерін зерттейтін зерттеу жұмыстарын табу мүмкін болмады.

Зерттелетін мәселе бойынша халықаралық әдебиеттерді шолу нәтижелері бойынша қазақстандық бағалы қағаздар нарығы акцияларының кірістілігінің эндогендік және экзогендік факторларды қосымша қосу арқылы Zhongxia Zhang пайдаланатын көрсеткіштерге сезімталдығын анықтауға әрекет жасалды. Қазақстан экономикасының ерекшеліктерін көрсететін айнымалылар.

3. Қазақстандық бағалы қағаздар нарығының ағымдағы жағдайы мен даму үрдістері

Қазақстандағы бағалы қағаздар нарығы тәуелсіздік және нарықтық экономиканы құру кезеңінде белсенді дамымаған және сарапшылар бастапқыда болжаған әлеуетті іске асырған жоқ. Негізінен отандық нарықта мемлекеттің, квазимемлекеттік және жеке сектордың борыштық бағалы қағаздары эмиссияланады және айналысқа түседі. Мәселен, 2018-2022 жылдары KASE-де сауда-саттықтың жалпы көлеміндегі бағалы қағаздар нарығының жиынтық үлесі (МБҚ-мен мәмілелерді және корпоративтік облигацияларды ескере отырып) орта есеппен 4,3%-ды құрады. Сонымен

қатар, бағалы қағаздардың жалпы көлемінде акциялардың үлесі шамалы. Мәселен, 2022 жылдың қорытындысы бойынша МБҚ сауда – саттық көлемі 6,0 трлн теңгені, корпоративтік облигациялар – 2,5 трлн теңгені, ал акциялар нарығы-0,3 трлн теңгені құрады.

Мемлекет тарапынан акциялар нарығының дамуына серпін беру үшін мерзімді түрде ауқымды шаралар қабылданды, мысалы, 2005 жылы Алматы өңірлік қаржы орталығын (АӨҚО) іске қосу, 2018 жылы АХҚО (Астана халықаралық қаржы орталығы) болып қайта құрылды, 2011 жылы жарияланған "Халықтық IPO" (Initial Public Offering) бағдарламасы.

Осыған қарамастан, әзірленген тұжырымдамаға сәйкес АӨҚО әлеуетін толық көлемде пайдалану мүмкін болмады, өйткені орталықтың ұсынылған жұмыс форматы – мемлекеттік органдарға қарамастан, инвесторлар үшін кең мүмкіндіктері бар және халықаралық құқыққа сәйкес, ағылшын тілінде жұмыс істейтін жеке сотпен – іс жүзінде жүзеге асырылмады. Осылайша, инвесторлардың АӨҚО-ға деген сенімін төмендеткен негізгі факторлардың бірі ағылшын континенттік құқығы негізінде жұмыс істейтін соттың орнына жергілікті аудандық соттың мәмілелерге қатысушылар арасындағы дауларды қарауы болды. Болашақта бұл кемшілік АХҚО іске қосу кезінде ескерілді, алайда шетелдік инвесторлар үшін қазақстандық қор нарығының тартымдылығын төмендететін жекелеген аспектілер әлі де бар.

Елдегі акцияларды ұстаушылардың кең тобын қалыптастыру, мемлекеттің экономикадағы үлесін төмендету және квазимемлекеттік сектор субъектілеріне ашықтық пен қоғамдық бақылау дәрежесін арттыру үшін мемлекеттің тағы бір шарасы "Халықтық IPO" іске асыру болды. 2018 жылға дейін жүргізілген "ҚазМұнайГаз" Барлау Өндіру" АҚ, "Қазақтелеком" АҚ, "ҚазТрансОйл" АҚ алғашқы жария орналастыруларының қорытындыларын талдай отырып, сарапшылар олардың барлығы шынымен де "халықтық" емес екенін атап өтті. Бұдан басқа, жаңа акционерлердің күтулері жоғары болды (мысалы, 2006 жылы IPO-ға шыққан "Қазақтелеком" АҚ акциялары 2007 жылғы 4 тоқсаннан бастап орналастыру бағасынан төмен түсті, тек 2018 жылы компанияның баға белгілеулері биржаға шығу деңгейінен асып түсті). Жалпы, жоғарыда аталған "Халықтық IPO" міндеттері шешілмеген және Қазақстан үшін өзекті болып қала береді.

Сонымен қатар, Бірыңғай жинақтаушы зейнетақы қорын құру туралы шешім қабылдау "Халықтық IPO" бағдарланған қаржы нарығына қатысушылардың тұтас тобын алып тастады. Бұған дейін жеке жинақтаушы зейнетақы қорлары (бұдан әрі – ЖЗҚ) қайталама бағалы қағаздар нарығы өтімділігін қолдады, орналастырылғаннан кейін акциялардың неғұрлым барабар нарықтық құнын белгілеуге және акциялар бағасының құбылмалылығын төмендетуге ықпал етті. Жеке ЖЗҚ нарығынан кетуімен биржа мүшелерінің саны азайды және ішкі қор нарығындағы белсенділіктің біртіндеп төмендеуі байқалды.

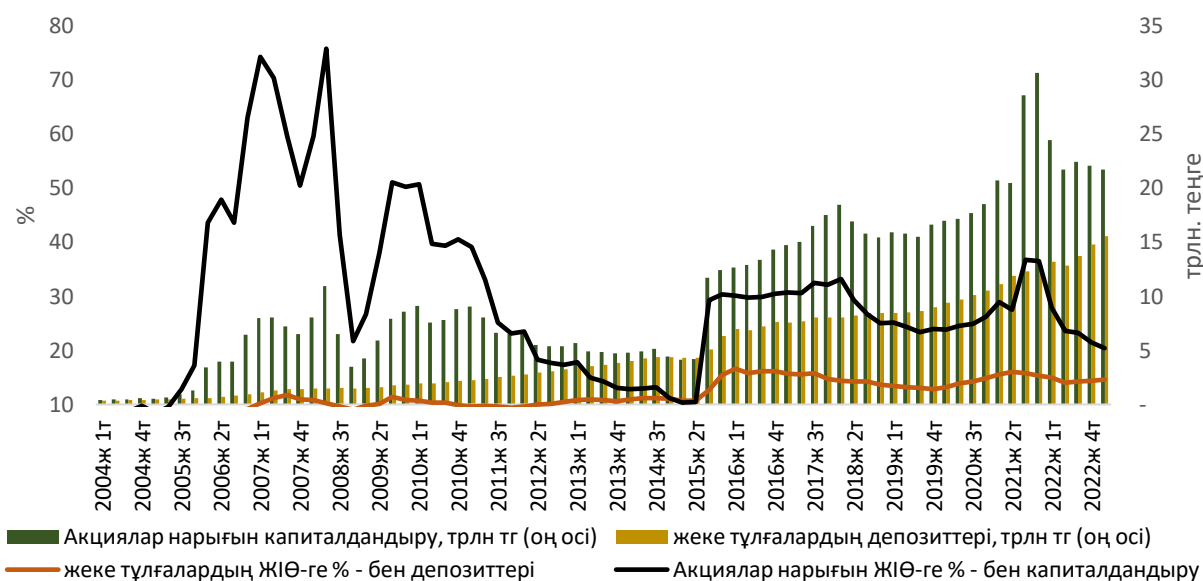
IPO-ны бірқатар ірі ұлттық компаниялар өткізуі жоспарланған болатын, бірақ бұл процесті олардың бірнешеуі ғана жүзеге асырды. Тіпті ең дайын

компанияларды IPO-ға шығарудың мүмкін болмауы нақты сектордағы компанияларда келесілер болуы мүмкін деп болжайды: активтердің сапасына қатысты мәселелер, корпоративтік басқарудың әлсіз деңгейі, әлеуетті эмитенттердің акционерлерінің мөлдір емес құрылымы.

Осыған қарамастан, 2022 жылғы желтоқсанда "ҚазМұнайГаз" ҰК АҚ IPO өткізу цифрлық технологияларды белсенді пайдалану жағдайында айтарлықтай табысты болды. Компания орналастырылған жай акциялардың жалпы санының тек 3% сата отырып, 153 млрд теңгеден астам қаражат тартты, бұл ретте жеке және заңды тұлғалар ұсынылған акциялардың көлемін іс жүзінде тең дәрежеде сатып алды (тиісінше 48,5% және 47,2%).

Қор нарығының құралдарымен салыстырғанда елдегі банктік өнімдер кең таралған, ал жинақтау құралы ретінде депозит дәстүрлі түрде орташа табысы бар бөлшек инвесторлардың көпшілігіне түсінікті және қол жетімді, қорғалған және соңғы жылдары өте жоғары (инфляцияға қатысты) кірістілікке байланысты таңдалады (3-сурет).

3-сурет. Жеке тұлғалардың депозиттері және акциялар нарығын капиталдандыру, трлн теңгеге (оң ось) және ЖІӨ-ге %



Дереккөз Қазақстан қор биржасы (ҚҚБ)

Акциялар нарығын капиталдандыру абсолютті түрде жоғары болса да, депозиттердің динамикасы жеке тұлғалардың акциялар нарығын капиталдандырумен салыстырғанда аз құбылмалы және тұрақты өсу тенденциясына ие. 2021 жылдың екінші жартысында акциялар нарығын капиталдандырудың жеделдетілген өсуі байқалды, алайда кейіннен депозиттер көлемінің өрлемелі динамикасын сақтай отырып, көрсеткіштің төмендеу үрдісі болды.

Жекелеген жылдардағы елеулі шыңдар біржолғы Оқиғалармен түсіндіріледі: 2015 жылы өсудің негізгі факторы "ҚазМұнайГаз" ҰК АҚ-ның жай акцияларын KASE ресми тізіміне енгізу болды. Мәміленің нәтижесі

акциялар нарығын капиталдандырудың бір мезгілде үш есе өсуі және сауда-саттықтың жылдық көлемінің 750 млрд теңгеге ұлғаюы болды (4-сурет).

4-сурет. Акциялар нарығындағы мәмілелер көлемі, млрд тг.

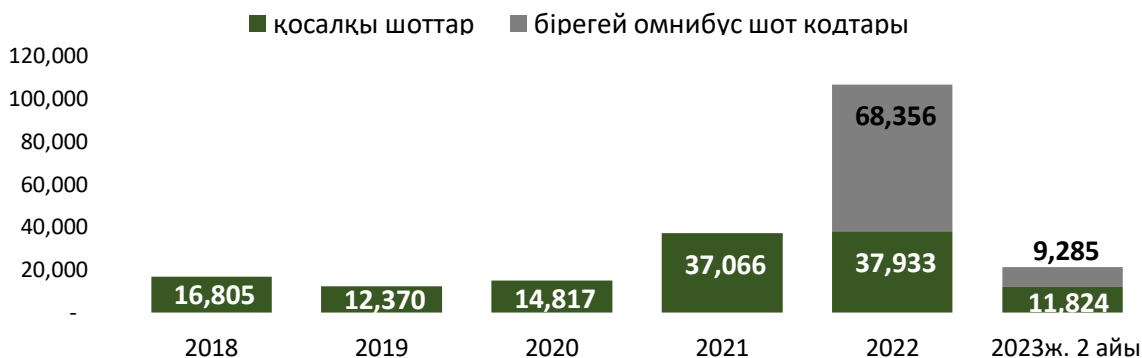


Дереккөз: Қазақстан қор биржасы (ҚКБ)

2018 жылы листинг рәсімінен 18 эмитенттің 21 акция шығарылымы өтті (2017 жылы 11 жаңа листинг), оның ішінде 13 жаңа эмитенттің 14 шығарылымы ("Әскер Мұнай Эксплорэйшн" АҚ, "БанкЦентрКредит" АҚ, "Қазатомөнеркәсіп" Ұлттық атом компаниясы" АҚ, "Шұбаркөл Көмір" АҚ және т.б.).

2021 жылы акциялар нарығының жандануы бағалы қарыздар нарығы белсенділігінің жалпы өсуінің бір бөлігі болды және пандемиялық шектеулерден кейін экономиканың қалпына келуімен, уран мен басқа да энергия тасымалдаушылардың бағасының өсуімен, сондай-ақ жеделдетілген цифрландырумен түсіндірілді.

5-сурет. Белсенді бөлшек инвесторлардың динамикасы



Анықтама: Омнибус шот – бұл ҚР Бағалы қағаздардың орталық депозитарийінде ашылған қаржы құралдарын есепке алуға арналған шот, онда сауда-саттыққа қатысушы бірнеше клиенттердің активтерін есепке ала алады. Бұл шоттар Орталық депозитарийдегі брокерлердің клиенттік активтерін бөлуге балама болып табылады, онда әр клиент үшін жеке шот ашылады.

Дереккөз: Қазақстан қор биржасы (ҚКБ)

2021 жылы қор нарығын дамыту факторларының ішінде жаңа құралдарды (соның ішінде микроқаржы ұйымдарының жоғары кірісті

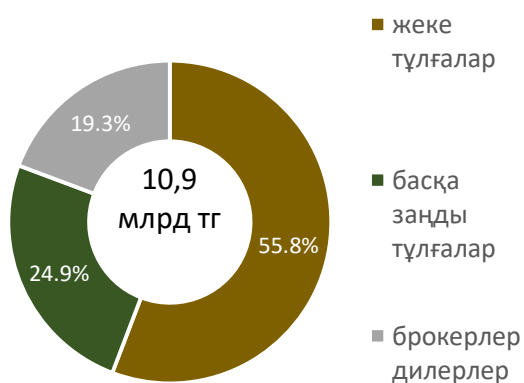
облигацияларын) қосуды, инвестициялық қорлардың пайларын (ИҚП) биржаға жіберуге шектеулерді алып тастауды және инвестициялық қор менеджерлерінің инвестициялауға рұқсат етілген құралдар тізімін кеңейтуді атап өтуге болады (5-сурет).

Бөлшек инвесторлар санының өсуінің басты себебі цифрландыру болды. Осылайша, Ұлттық Банк пен Қаржы нарығын реттеу және дамыту агенттігінің бірлескен жұмысының нәтижесінде биометриялық деректер бойынша қашықтан сәйкестендірудің техникалық мүмкіндігі мен құқықтық негізі құрылды. Өз кезегінде брокерлер бұл құралды белсенді қолданды және Орталық депозитарийдің мәліметтері бойынша бөлшек сегментті дамытумен айналысатын брокерлер саны 1-2-ден 5-ке дейін өсті, олардың әрқайсысында жүйеде 20 мыңнан астам клиенттердің шоттары ашылды.

Сарапшылардың болжамына сәйкес Қазақстандағы бөлшек инвесторлар саны бойынша нақты сандар жоғары болуы мүмкін, өйткені азаматтардың шетелдік юрисдикцияларда шот ашуға және шетелде сауда жасауға мүмкіндігі бар.

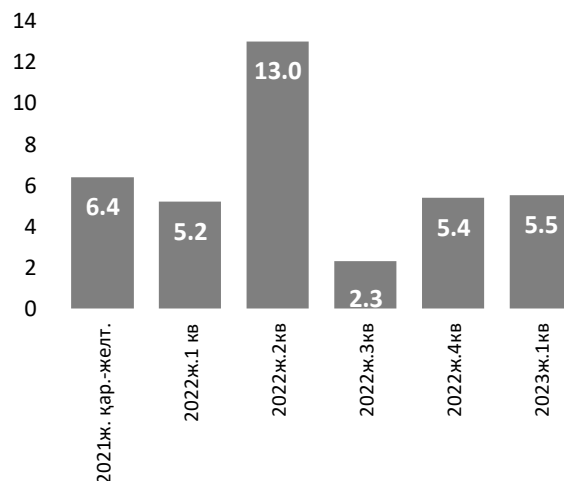
2021 жылғы 15 қарашада KASE жаңа секторда – KASE Global-да шетелдік акциялармен сауда-саттықты іске қосты (6 және 7-суреттер). Бастапқы құралдар жиынтығына KASE-де листингтен өткен американдық акциялар, сондай-ақ S&P 500 және NASDAQ Global 100 индекстерінен алынған қағаздар кірді. Қазіргі уақытта жаңа сегментте 41 акция, оның ішінде Amazon, Boeing, Netflix және басқа да компаниялардың қазақстандық алаңдарда бұрын қолжетімсіз қағаздары бар. Алдағы уақытта KASE сатылатын құралдар тізбесін кеңейтуді жоспарлап отыр.

6-сурет. 2023 жылдың 3 айдағы инвесторлардың негізгі санаттарының үлесі.



Дереккөз: Қазақстан қор биржасы (ҚКБ)

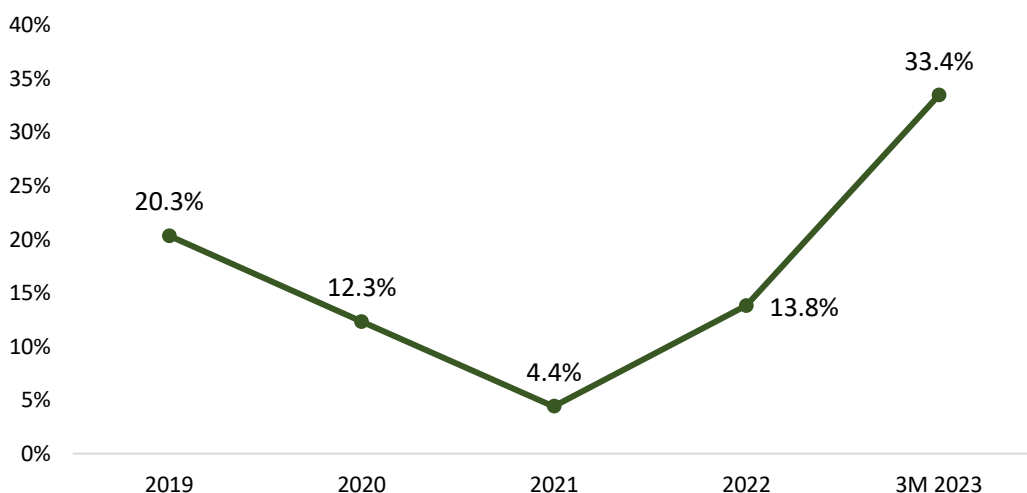
7-сурет. KASE Global-дағы мәмілелер көлемі, млрд тг.



Сонымен қатар, Қаржы нарығын реттеу және дамыту агенттігінің нарыққа қатысушылардың, ең алдымен инвесторлардың мүдделерін жосықсыз брокерлерден қорғау бойынша жүргізіп жатқан жұмысын (мысалы: лицензиясы жоқ компанияларға бағалы қағаздармен мәмілелер жасасу бойынша кеңес беруге тыйым салу), брокерлер мен портфель менеджерлерінің клиенттер алдындағы жауапкершілігін арттыруды, сондай-ақ жосықсыз ойыншыларды анықтау жөніндегі жұмысты атап өткен жөн.

2022 жылы Ресей қаржы нарығына қатаң санкциялар енгізілгеннен кейін инвесторлар қауіпсіз және тиімді нарықтарды іздей бастады, сәйкесінше брокерлерде оларға ерді (8-сурет). Шағын көлеміне қарамастан, қазақстандық бағалы қағаздар нарығы ресейлік ойыншылар үшін қызығушылық тудырады, сонымен бірге, ынтымақтастық мәселелеріне қазақстандық тарап санкциялық режимді бұзу тәуекелдерін ескере отырып келеді.

8-сурет. Акциялармен сауда-саттықтың брутто айналымындағы бейрезиденттердің үлесі (ірі мәмілелерді есепке алмағанда сауда-саттыққа қатысушылардың сатып алу және сату көлемдерінің жалпы сомасы), %



Дереккөз: Қазақстан қор биржасы (ҚКБ)

2022 жылдың қорытындысы тұтастай алғанда Қазақстанның бағалы қағаздар нарығы үшін де, атап айтқанда акциялар нарығы үшін де айтарлықтай төмен болды – 2015 жылдан бері алғаш рет KASE индексі жылды 11,5% - ға төмендеумен аяқтады, акциялар нарығы 26%-ға төмендеді. Геосаяси себептер, пайыздық мөлшерлемелердің өсуі және дивидендтік саясатты қайта қарау 2022 жылы инвесторлардың мүмкіндіктері мен тәуекелге бейімділігін төмендететін негізгі факторлар болды. Соған қарамастан, 2023 жылы сауда-саттық белсенділіктің қалпына келуін көрсетті: бірінші тоқсанда өткен жылдың сәйкес кезеңімен салыстырғанда бағалы қағаздар нарығы 47%-ға өсті, бұл ретте акциялар нарығы – 2,2 есе өсті.

Осылайша, Қазақстандағы акциялар нарығының даму динамикасы мен үрдістерін талдай отырып, нарықтың жеткілікті көлемінің және оның даму дәрежесінің, оған қатардағы үй шаруашылықтары тарапынан жаппай инвестициялардың, яғни осы нарықты орталық банктің трансмиссиясында

пайдалануға мүмкіндік беретін негізгі алғышарттардың болмауы туралы қорытынды жасауға болады.

Халықтың инвестициялық сауаттылығының төмен деңгейі, халықтың әл-ауқатының жеткіліксіз деңгейі және қор нарығында жинақтарды инвестициялауға ниет білдірген азаматтар саны, сондай-ақ қазақстандықтардың тәуекелге бейімділігінің төмендігі бағалы қағаздар нарықта бөлшек инвестициялаудың жаппай таралуына кедергі келтіреді.

Соған қарамастан, соңғы жылдары бағалы қағаздар нарығы дамуында оң өзгерістер мен жаңа импульстар байқалады, оның ішінде процестерді цифрландыруды енгізу, халықаралық сауданың кедергілерін жою, инвесторлардың мүдделерін қорғауды жақсарту. Мәселен, жоғарыда қарастырылған бөлшек инвесторлар санының өсуі мобильді банк қосымшалары арқылы қор нарығының операцияларына оңай қол жеткізу есебінен қамтамасыз етілді.

2023 жылы KASE бағалы қағаздармен мәмілелерді төлеуге кепілдік беретін, қор нарығының сенімділігін арттыратын және инвесторлар ағынын тартатын орталық контрагенттің функцияларын жүзеге асыру үшін техникалық шешімдерді масштабтауды және еншілес компанияны құруды жоспарлап отыр. Бұл сондай-ақ қор нарығын ғана емес, басқа да сауда алаңдарын, тауар биржаларын және биржадан тыс нарықты қосу есебінен қызметтер спектрін кеңейтуге мүмкіндік береді.

Қаржы нарығын реттеу және дамыту агенттігі инвесторлық базаны нығайту, сапалы қаржы құралдарының санын ұлғайту және нарыққа жаңа эмитенттерді шығару жөніндегі міндеттерді шешу шеңберінде соңғы екі жылда жоспарлы жұмыс жүргізуде. Инвесторларды қор нарығы арқылы ШОБ субъектілерін қаржыландыруға тарту үшін облигациялар бойынша сыйақы мөлшерлемесін (эмитент үшін қамтамасыз етудің қажеттілігінен түпкілікті мөлшерлеме 6% құрайды), сондай-ақ "Даму" кәсіпкерлікті дамыту Қоры тарапынан 2,5 млрд теңгеге дейінгі сомаға негізгі борыштың 50% – гарант кепілдіктерді субсидиялау көзделген. Қаржы ұйымдарына осы облигацияларды портфельден сатып алуға рұқсат етіледі. Нарықтық кедергілерді азайту және бәсекелестікті арттыру үшін брокерлердің капиталына сараланған талаптар енгізілді.

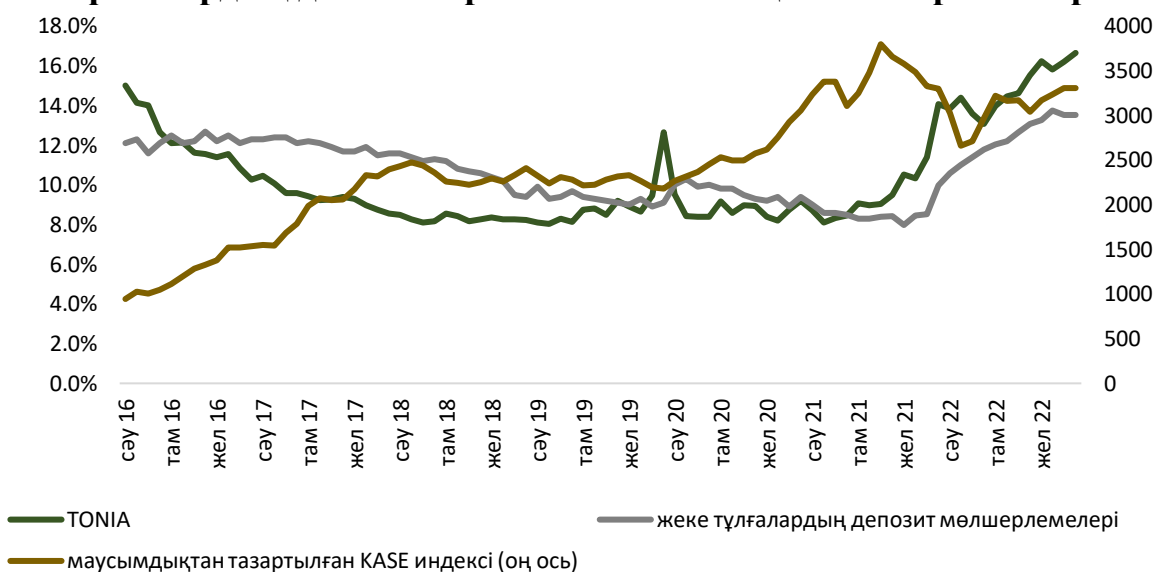
Осылайша, қор нарығының операцияларына инвесторлардың кең ауқымының қатысуы үшін қолжетімділікті жеңілдету, мәмілелерді жүзеге асырудағы ашықтық пен кепілдіктерді арттыру, инфрақұрылымды жетілдіру БҚ бағалы қағаздар нарықты дамыту үшін бар кедергілерді жояды және оның қарқынды өсуіне негіз болады деп күтуге болады.

Бұл жұмыста қор нарығын орталық банктің инфляцияға әсер ету арнасы ретінде қарастыруға тырысқандықтан, динамиканы келтіріп, тиісті айнымалылар арасындағы байланысты талдаған жөн.

Мәселен, KASE индексінің динамикасын, жеке тұлғалардың депозиттерінің кірістілігін және ақша-кредит саясатының операциялық бағдары болып табылатын TONIA тәуекелсіз мөлшерлемесін қарастыра

отырып (9-сурет) депозиттік ставкалар мен TONIA арасындағы бір бағытты атап өту қажет, бұл банк өнімдерінің баға шарттарының ақша-кредит шарттарының өзгеруіне елеулі сезімталдығын көрсетуі мүмкін. Бұл ретте KASE және TONIA индекстеріне қатысты жекелеген кезеңдерде (2016 жылдың басы - 2017 жылдың ортасы, 2021 жылдың аяғы – 2022 жылдың ортасы) активтерге бағалар арнасы шеңберінде ақша-кредит саясатының трансмиссиясы тұрғысынан біршама дұрыс әсер ету туралы айтуға болатын теріс корреляция байқалғанын атап өтуге болады.

9-сурет. 2016 жылғы сәуірден 2023 жылғы наурызға дейінгі кезеңдегі KASE индексі (маусымдық тазартылған), TONIA және жеке тұлғалардың депозиттері бойынша сыйақы мөлшерлемелері



Дереккөз: ҚРҰБ пен ҚҚБ

Сонымен қатар, ақша-кредит жағдайларының өзгеруінің қор нарығының көрсеткіштеріне сандық әсерінің болуы туралы біржақты бекіту қиын, өйткені KASE индексінің динамикасы белгіленген кезеңдерде әлемдік шикізат нарықтарындағы ахуалдың және геосаяси ахуалдың өзгеруіне ұшырады. Осылайша, 2017 жылы мұнай бағасының өсуі қалпына келтірілді, 2022 жылдың ақпанынан бастап геосаяси жағдайдың күрт нашарлауы байқалды. Жұмыстың келесі бөлігінде бұл байланыстар эконометрикалық модельдерді қолдана отырып эмпирикалық түрде бағаланады.

4. Зерттеу әдістемесі және пайдаланылған деректер

Эмпирикалық талдау жүргізу үшін "Холецкий бойынша ыдырау" әдісін қолдана отырып, экзогендік айнымалысы бар векторлық авторегрессия моделі қолданылды. Деректердің болуын ескере отырып, айлық жиілік көрсеткіштері инфляциялық таргеттеуге дейін (2004 жылғы ақпаннан 2015 жылғы маусымға дейін) және инфляциялық таргеттеу кезеңінде (2016 жылғы наурыздан 2023 жылғы наурызға дейін) пайдаланылды.

Векторлық авторегрессия моделі (VAR) әр айнымалы берілген айнымалының және жүйедегі барлық басқа айнымалылардың сызықтық

тіркесімі ретінде өрнектелетін бірқатар теңдеулерді бағалайды. Var моделінде әр айнымалының ағымдағы мәндері оның бұрынғы мәндеріне, яғни тарихи/лағталған мәндеріне байланысты. Экзогендік айнымалысы бар VAR моделі VARX деп аталады. Өз кезегінде, экзогендік айнымалы – бұл модельдің басқа айнымалыларына әсер ететін айнымалы, бірақ олардың тарапынан әсер етпейді.

Модельдің жалпы формуласы келесідей:

$$y_t = c + \sum_{i=1}^p A_i y_{t-i} + B_t x_t + \varepsilon_t,$$

мұндағы c – тұрақты терминдердің векторы, y_t -эндогендік айнымалылардың векторы, A_i -эндогендік айнымалылардың коэффициенттерінің матрицасы, x_t -экзогендік айнымалылардың векторы, B_t -экзогендік айнымалылардың коэффициенттерінің матрицасы, және ε_t – қалдық векторы.

Қор нарығының тәуелді айнымалы орталық банктің әрекеттеріне сезімталдығын бағалау шеңберінде KASE Индексінің кірістілігі пайда болды. Эндогендік айнымалылар ретінде кең ақша массасы (M3), жылдық инфляция және ақша-кредит саясаты бойынша шешімдерді көрсететін көрсеткіш ретінде таңдалған жеке тұлғалардың ұлттық валютадағы депозиттері бойынша орташа өлшенген мөлшерлеме пайдаланылды.

Түрлі зерттеулерде ақша массасының неғұрлым тар көрінісін (Zhang (2021)) пайдаланғанына қарамастан, бұл жұмыста тауарларды тұтынудағы импорттың жоғары үлесі және долларландырудың елеулі деңгейі жағдайында Қазақстан экономикасының құрылымын едәуір дәрежеде ескеретін кең ақша массасы (M3) қарастырылады.

Дамыған елдерде инвестициялаудың негізгі құралы ретінде әр түрлі зерттеулер облигациялардың кірістілігін қарастырады, өйткені орталық банктің негізгі мөлшерлемесінің өсуі акциялар нарығымен салыстырғанда облигациялар нарығының тартымдылығын арттырады. Алайда, дамушы елдерде, оның ішінде Қазақстанда қор нарығы мен облигациялар нарығының жеткіліксіз дамуына байланысты, атап айтқанда, халық тарапынан инвестициялар үшін неғұрлым қолайлы, қарапайым және аз тәуекелді құрал депозиттер болып табылады.

Экзогендік айнымалы ретінде АҚШ индексінің кірістілігі (S&P500) пайдаланылды, ол жаһандық акциялар нарығының кірістілігін және жаһандық экономикадағы жағдайды көрсетеді. Қазақстан экономикасының экспортқа бағдарлануын ескере отырып, KASE Индексінің динамикасы әлемдік акциялар нарығы мен экономикадағы жағдайға байланысты деп болжанады.

1-кесте. Пайдаланылған деректер

Деректер	Дереккөз
KASE индексі	Thomson Reuters
Кең ақша массасы (M3)	ҚР Ұлттық Банкі
Жылдық инфляция	ҚР Ұлттық статистика бюросы

Жеке тұлғалардың теңгедегі депозиттері бойынша орташа өлшенген мөлшерлеме	ҚР Ұлттық Банкі
S&P500 индексі	Thomson Reuters

Дереккөз: авторлар құрастырған

Модельді құру үшін барлық айнымалылар EViews статистикалық пакетінің бөлігі ретінде CENSUS-13 көмегімен маусымдықтан тазартылады (маусымдық тазарту шеңберінде әр айнымалыға d11 индексі қосылады) және TONIA ставкасын қоспағанда, логарифмдерге айналады. Осылайша, логарифмдік көрсеткіштердің бірінші айырмасы мынаны көрсетеді: индексте (KASE, S&P500) – айлық кірістілік, кең ақша массасында – бір айдағы пайыздық өзгеріс.

Var моделі ең кіші квадраттар әдісіне негізделгендіктен, оны қолданудың негізгі шарттарының бірі қолданылатын айнымалылардың стационарлығы болып табылады. Стационарлық айнымалыларды тексеру үшін кеңейтілген Дики-Фуллер тесті және Филиппс-перрон тесті қолданылды (2 кесте).

2а кесте. Стационарлыққа айнымалылар сынағы (инфляциялық таргеттеуге дейін)

Айнымалылар		Дики-Фуллердің кеңейтілген тесті	Филиппс-Перроннің тесті
		H ₀ : айнымалының бір түбірі бар (стационарлық емес)	H ₀ : айнымалының бір түбірі бар (стационарлық емес)
log(kased11) (KASE индексі)	деңгей	0.1004	0.1061
	бірінші айырмашылық	0.0000***	0.0000***
log (m3d11) (кең ақша массасы)	деңгей	0.0000***	0.0000***
	бірінші айырмашылық	0.0000***	0.0000***
infl_yyd11 (жылдық инфляция)	деңгей	0.0367**	0.2739
	бірінші айырмашылық	0.0000***	0.0002***
dep_fizd11 (жеке тұлғалардың теңгедегі депозиттері бойынша ставка)	деңгей	0.0760*	0.0087***
	бірінші айырмашылық	0.0000***	0.0001***
log(snp_{d11}) (S&P500 индексі)	деңгей	0.9287	0.8268
	бірінші айырмашылық	0.0000***	0.0000***

*** 1% маңыздылық деңгейінде, ** 5% маңыздылық деңгейінде, * 10% маңыздылық деңгейінде

2ә кесте. Стационарлық айнымалылар сынағы (инфляциялық таргеттеу кезеңінде)

Айнымалылар		Дики-Фуллердің кеңейтілген тесті	Филиппс-Перроннің тесті
		Н ₀ : айнымалының бір түбірі бар (стационарлық емес)	Н ₀ : айнымалының бір түбірі бар (стационарлық емес)
log(kase_{д11}) (KASE индексі)	деңгей	0.0925*	0.0512*
	бірінші айырмашылық	0.0000***	0.0000***
log(m3d11) (кең ақша массасы)	деңгей	0.9934	0.9988
	бірінші айырмашылық	0.0000***	0.0000***
infl_yu_{д11} (жылдық инфляция)	деңгей	0.3392	0.7944
	бірінші айырмашылық	0.0003***	0.0003***
dep_fizd11 (жеке тұлғалардың теңгедегі депозиттері бойынша ставка)	деңгей	0.7021	0.4826
	бірінші айырмашылық	0.0000***	0.0000***
log(snp_{д11}) (S&P500 индексі)	деңгей	0.6350	0.6487
	бірінші айырмашылық	0.0001***	0.0001***

*** 1% маңыздылық деңгейінде, ** 5% маңыздылық деңгейінде, * 10% маңыздылық деңгейінде

Дереккөз: авторлар құрастырған

Тест нәтижелері бойынша 5% маңыздылық деңгейінде стационарлық емес деңгейлердегі бастапқы маусымдық тазартылған айнымалылардың көпшілігі айнымалылардың бірінші айырмашылығы оларды стационарлық күйге келтіреді. Тиісінше, векторлық авторегрессиялық модельді құру үшін айнымалылардың алғашқы айырмашылықтары қолданылды. Модель үшін лагтардың оңтайлы саны Шварц (SC) және Ханнан-Куинн (HQ) ақпараттық критерийлері негізінде анықталды. Бұл ретте, экономикалық түсіндіруге қатысты айнымалылардың белгісі дұрыс болмаған жағдайда, артта қалушылықтардың саны қайта қаралды.

5. Нәтижелерді талқылау

Инфляциялық таргеттеуге дейін

Модель нәтижелері инфляциялық таргеттеуге дейінгі кезеңдегі жылдық инфляция мен акциялар нарығының кірістілігі арасындағы оң корреляцияны көрсетті. Бұл байланыстың сипаты келесідей анықталуы мүмкін:

- инфляциялық таргеттеуге дейін Қазақстанның монетарлық саясаты инфляциялық процестерге белсенді жауап бермеді;

- акционерлердің акцияларды иеленгені үшін инфляциялық үстемеақының "талабы". Модельдегі басқа айнымалылардың коэффициенттерінің белгілері олардың KASE индексіне әсерін экономикалық түсіндіру тұрғысынан дұрыс, бірақ көптеген айнымалылар статистикалық тұрғыдан маңызды емес (3-кесте).

3-кесте. Экзогендік айнымалысы бар векторлық авторегрессиялық модельдің нәтижелері (инфляциялық таргеттеуге дейін)

Тәуелді айнымалы: $dlog(KASE_{d11})$					
$dlog(KASE_{d11}(-1))^{***}$	<i>coeff</i>	0.32	$dlog(M3_{d11}(-1))$	<i>coeff</i>	0.09
	<i>t-stat</i>	4.00		<i>t-stat</i>	0.30
	<i>p-value</i>	0.00		<i>p-value</i>	0.77
$d(infl_yy_{d11}(-1))$	<i>coeff</i>	0.20	$d(dep_fiz_{d11}(-1))$	<i>coeff</i>	-0.86
	<i>t-stat</i>	0.19		<i>t-stat</i>	-0.94
	<i>p-value</i>	0.85		<i>p-value</i>	0.35
C	<i>coeff</i>	0.00	$dlog(snp_{d11})^{***}$	<i>coeff</i>	1.08
	<i>t-stat</i>	0.28		<i>t-stat</i>	5.00
	<i>p-value</i>	0.78		<i>p-value</i>	0.00

*** 1% деңгейінде, ** 5% деңгейінде, * 10% деңгейінде

Дереккөз: авторлар құрастырған

Нәтижелерге сәйкес, индекстің алдыңғы мәнін қоспағанда, эндогендік айнымалылардың KASE индексіне әсері шамалы. Сондай-ақ, осы кезеңде индекс сыртқы экономикалық жағдайдың өзгеруіне көбірек жауап берді (3-кесте). Шамасы, S&P500 индексінің динамикасы KASE индексінің динамикасына әсер етеді (оған келесі салалардағы компаниялар кіреді: мұнай-газ өнеркәсібі, банк секторы, байланыс, электр энергиясын беру, мұнай тасымалдау): S&P500 индексі әлемдік экономика мен жаһандық сұраныстың дамуының прокси көрсеткіші болып табылады. Жаһандық сұраныстың төмендеуі, сондай-ақ әлемдік экономикадағы (дамыған елдердегі) дағдарыстық құбылыстар жекелеген қазақстандық компаниялар тізімделген әлемдік қор нарықтарына теріс әсер етеді. Бұл ретте бір мезгілде Қазақстанның экспорттық өніміне сұраныстың төмендеуі байқалады. Жоғарыда аталған екі арна өз кезегінде KASE индексінің төмендеуіне әкеледі.

4-кесте. Гранжердің себептілік сынағының нәтижесі

Тәуелді айнымалы: $dlog(KASE_{d11})$			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
$dlog(M3_{d11})$	0.09	1	0.77
$d(infl_yy_{d11})$	0.04	1	0.85
$d(dep_fiz_{d11})^*$	0.89	1	0,35
All*	1.00	3	0,80

*** 1% деңгейінде, ** 5% деңгейінде, * 10% деңгейінде

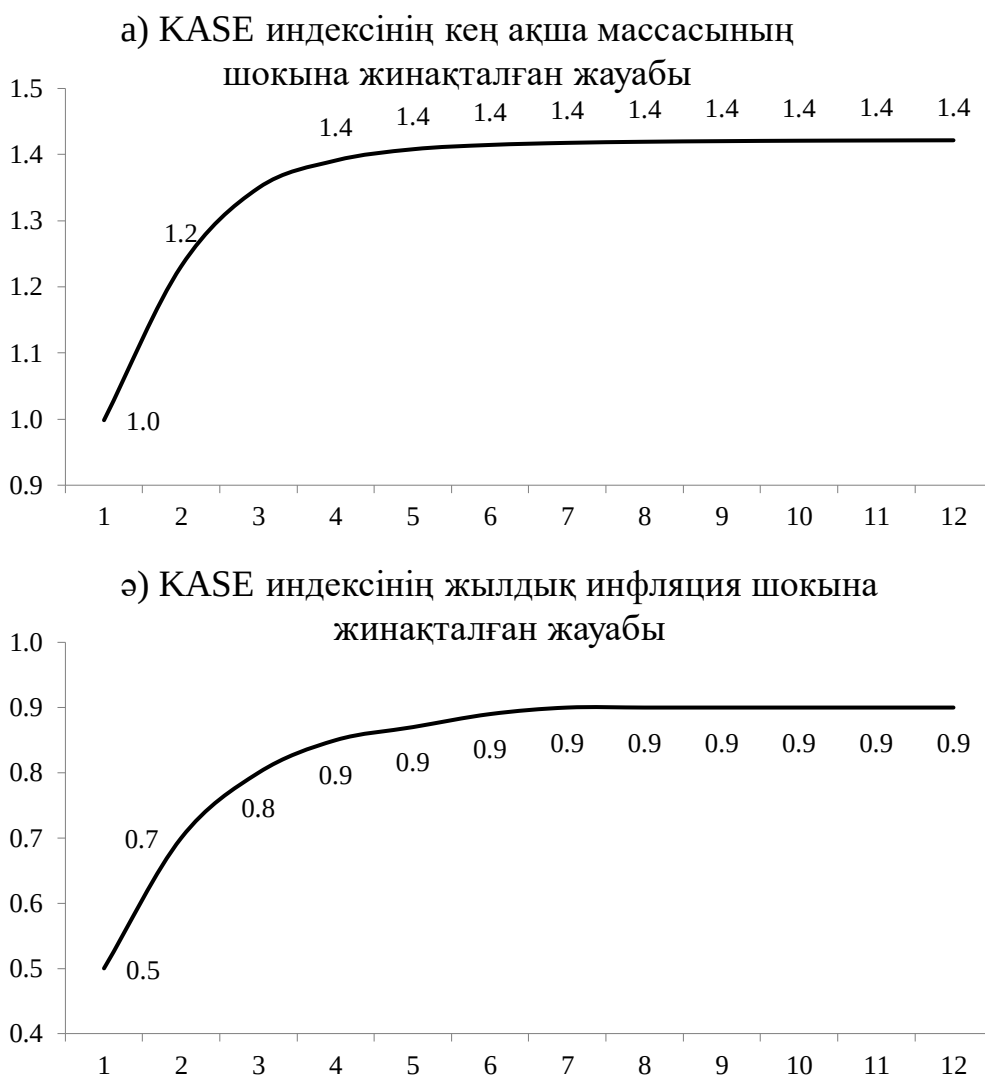
Дереккөз: авторлар құрастырған

Алынған нәтижелерді растау үшін грейнджердің себептілігіне қосымша тест жүргізілді, оған сәйкес эндогендік айнымалылардың ешқайсысы Қазақстан акциялары нарығының динамикасының өзгеруіне себеп болып табылмайды (4-кесте).

KASE индексінің кірістілігінің өзгеруіне айнымалылардың әсерін сандық бағалау мақсатында құрылған модель негізінде импульстік жауаптарға талдау жүргізілді. Импульстік жауап тәуелді айнымалының берілген өлшемдегі тәуелсіз айнымалының бір сәтте шок кезінде тепе-теңдік мәніне оралу уақытын сипаттайды: бір пайыз, тепе-теңдік мәнінен бір стандартты ауытқу.

Импульстік реакциялардың нәтижелеріне сәйкес, 1 п.т.-қа кең ақша массасының оң шок KASE индексінің бір жыл ішінде 1,4 п.т.-қа өсуіне әкеледі, бұл ақша массасының өсуінің бір бөлігі қор нарығына бағытталғанын, акцияларға сұраныс тудыратынын және оның кірістілігіне оң әсер ететінін көрсетеді (10а-сурет).

10а-ә – сурет. Векторлық авторегрессиялық модельдің импульстік Жауаптары



Дереккөз: авторлар құрастырған

Жылдық инфляциялық шоктың акциялар нарығының кірістілігіне әсері қор нарығының кірістілігі жылдық инфляцияның өсуін өтейтінін түсіндіреді. Жеке тұлғалардың ұлттық валютадағы депозиттері бойынша ставкалардың оң күйзелісі кезінде KASE Индексінің кірістілігі бір жылда жинақталған 1,3 п.т. төмендейді, осылайша инвесторлардың қор нарығынан депозиттік нарыққа ағынын көрсетеді (10ә,б-сурет).

10б – сурет. Векторлық авторегрессиялық модельдің импульстік жауаптары

б) KASE Индексінің теңгедегі ЖТ депозиттері бойынша ставкалардың шокқа жинақталған жауабы



Дереккөз: авторлар құрастырған

Инфляциялық таргеттеу кезеңі

Инфляциялық таргеттеу кезінде макроэкономикалық көрсеткіштердің әсері маңыздырақ болды. Алайда, көптеген айнымалылар әлі де статистикалық тұрғыдан маңызды емес (5-кесте).

5-кесте. Экзогендік айнымалысы бар векторлық авторегрессиялық модельдің нәтижелері (инфляциялық таргеттеу кезеңінде)

Тәуелді айнымалы: $dlog(KASE_{d11})$					
$dlog(KASE_{d11}(-1))^{***}$	<i>coeff</i>	0.27	$dlog(M3_{d11}(-1))$	<i>coeff</i>	0.12
	<i>t-stat</i>	2.59		<i>t-stat</i>	0.62
	<i>p-value</i>	0.01		<i>p-value</i>	0.54
$d(infl_yy_{d11}(-1))$	<i>coeff</i>	-0.78	$d(dep_fiz_{d11}(-1))$	<i>coeff</i>	-1.80
	<i>t-stat</i>	-1.40		<i>t-stat</i>	-1.49
	<i>p-value</i>	0.16		<i>p-value</i>	0.14
C^{**}	<i>coeff</i>	0.01	$dlog(snp_{d11})$	<i>coeff</i>	0.17
	<i>t-stat</i>	2.01		<i>t-stat</i>	1.61
	<i>p-value</i>	0.05		<i>p-value</i>	0.11

*** 1% деңгейінде, * 5% деңгейінде, * 10% деңгейінде

Дереккөз: авторлар құрастырған

Нәтижелерге сәйкес, инфляциялық таргеттеу кезеңінде оның прокси индексі - S&P индексі арқылы көрсетілген сыртқы экономикалық конъюнктураның әсері әлсіреді. Сонымен қатар, Қазақстанның акциялар нарығындағы кірістілік динамикасы ішкі нарықтағы жағдайлардың өзгеруіне көбірек ұшырады. Сонымен, ақша массасының әсері және ұлттық валютадағы депозиттер бойынша ставкалар инфляциялық таргеттеуге дейінгі кезеңмен салыстырғанда айқынырақ болды. Бұдан басқа, KASE индексіне жылдық инфляцияның әсер ету белгісі өзгерді және әсер теріс болды, бұл ақша-кредит саясатының Қазақстан акциялары нарығының кірістілігіне (5-кесте).

Гранжердің себептілік тестінің нәтижесі де неғұрлым айқын әсер көрсетеді. Алайда, ықпалдың күшеюіне қарамастан, маңыздылығы 10% деңгейінде айнаымалылардың әсері де елеусіз қалып отыр және Қазақстан акциялары нарығының кірістілігінің өзгеруіне себеп болып табылмайды (6- кесте).

6-кесте. Гранжердің себептілік сынағының нәтижесі

Тәуелді айнымалы: $dlog(KASE_{d11})$			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
$dlog(M3_{d11})$	0.38	1	0.54
$d(infl_{yy_{d11}})$	1.95	1	0.16
$d(dep_{fiz_{d11}})^*$	2.22	1	0,14
All*	4.65	3	0,20

*** 1% деңгейінде, * 5% деңгейінде, * 10% деңгейінде

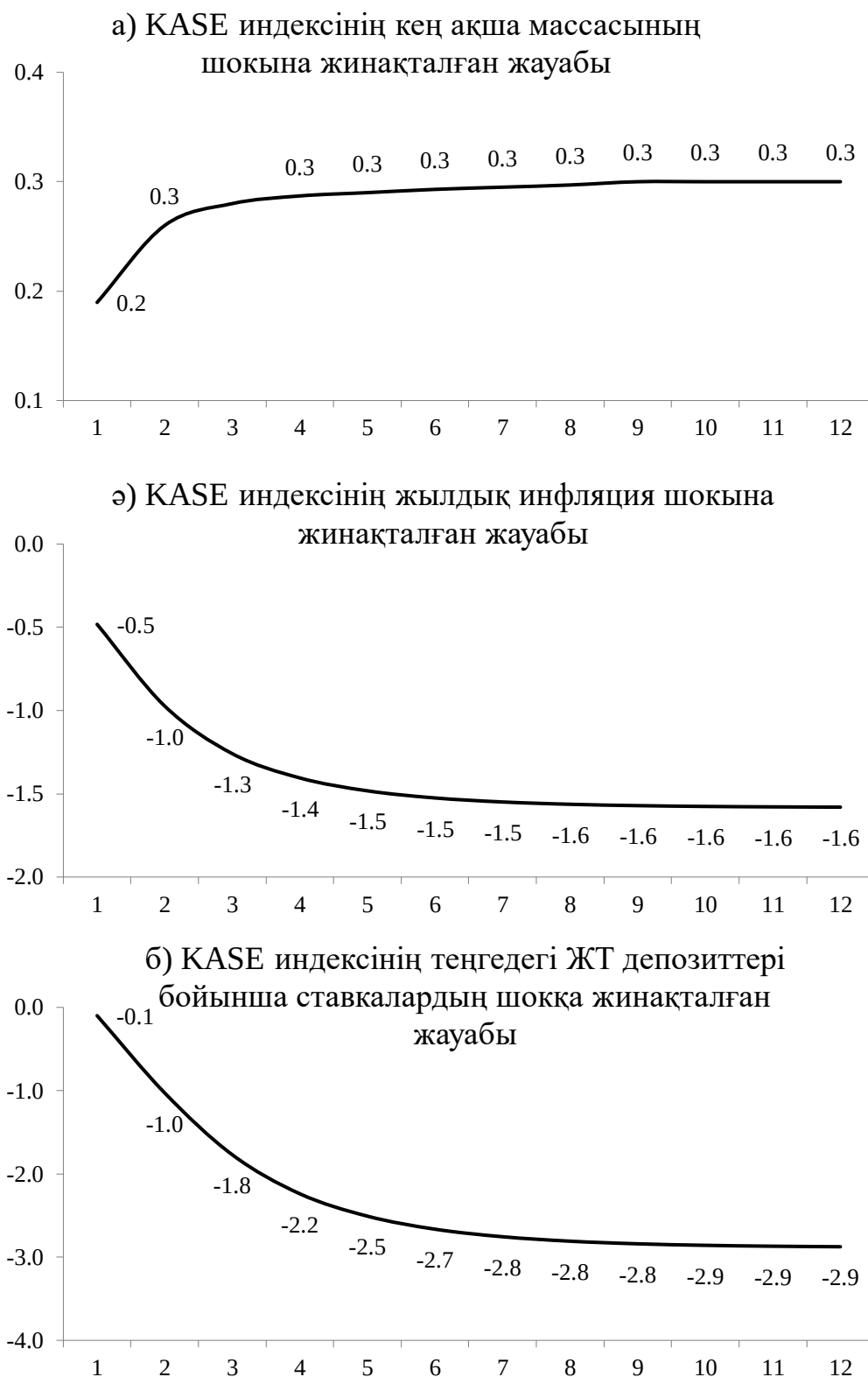
Дереккөз: авторлар құрастырған

Әсерді сандық бағалауға көшсек, жылдық инфляцияның 1 п.т. мөлшеріндегі оң шок бір жыл ішінде жинақталған KASE индексінің 1,6 п.т. төмендеуіне әкелетіні атап өтіледі (11а-сурет). Шамасы, инфляциялық таргеттеу кезеңінде компаниялардан алынатын инфляциялық салық акционерлерінің "талаптары" тұжырымдамасы орындалмайды, өйткені ақша-кредит саясатының осы режимі енгізілгеннен кейін инфляцияның төмендеуі сыртқы сектордағы ахуалдың жақсаруымен және ақша-кредит шарттарының (бұдан әрі – АҚШ) жұмсартылуымен, инфляцияның артуы – сыртқы экономикалық конъюнктураның нашарлауымен және АҚШ қатандатылуымен қатар жүрді. Мәселен, 2020 жылы KASE индексі карантиндік шараларға және Қазақстанның негізгі экспорттық өніміне бағаның төмендеуіне жауап ретінде, 2022 жылы – Ресей мен Украина арасындағы геосаяси дағдарыс жағдайында төмендеді.

Импульстік жауаптардың нәтижелері кең ақша массасының 1 п.т. оң шок KASE индексінің бір жыл ішінде 0,3 п.т. өсуіне әкелетінін көрсетті (11а-сурет). Біздің ойымызша, ақша массасының KASE индексіне әсері басқа дамыған елдер сияқты жүреді: ақша массасының кеңеюі ақша-кредит шарттарын жасырын жеңілдету болып табылады. Бұл инфляциялық күтулердің артуына және тәуекел тәбетіне әкеледі, нәтижесінде қор нарығында өсуге ықпал етеді. Осыған қарамастан, осы гипотеза шеңберінде 2020 және 2021 жылдары KASE

индексінің өсуі ақша массасының едәуір кеңеюімен ғана емес, сонымен қатар қор нарығында құралдар саудасында цифрландырудың белсенді енгізілуімен де қатар жүретінін ескеру қажет.

11-сурет. Векторлық авторегрессиялық модельдің импульстік жауаптары



Дереккөз: авторлар құрастырған

Ақша массасының KASE индексіне орташа әсеріне қатысты, әлеуетті жоғары әсер қор нарығының жеткіліксіз дамуымен шектелетінін атап өткен жөн. Осылайша, коронавирустық пандемия кезінде Үкімет бөлген қаражат негізінен экономиканы несиелеуге бағытталды.

Бұл ретте жеке тұлғалардың депозиттері бойынша теңгедегі мөлшерлеменің 1 п.т.-ға өсуі шок болған сәттен бастап 12 ай ішінде бір жыл ішінде KASE Индексінің 2,9 п.т.-ға жинақталған төмендеуіне әкеледі (11б- сурет). Алынған "жоғары" сандық әсер сыртқы экономикалық жағдайдың айтарлықтай нашарлау кезеңдерімен (2020 жылы карантиндік шаралар, 2022 жылы Ресей мен Украина арасындағы геосаяси дағдарыс) ақша-кредит шарттарының және сәйкесінше депозиттер мөлшерлемелерінің айтарлықтай өзгеруімен байланысты болуы мүмкін. Мысалы, 2020 жылдың сәуір айында ақша-кредит шарттарын жұмсарту аясында TONIA мөлшерлемесінің төмендеуі жеке тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелерге, сондай-ақ келесі айларда KASE индексінің өсуіне лагпен әсер етті. 2022 жылғы ақпанда базалық ставканың өсуі аясында TONIA ставкасы наурыз айында 2,7 п.т.-қа өсті және кейіннен жеке тұлғалардың депозиттері бойынша ставкалардың өсуімен қатар жүрді. Сонымен қатар, KASE Индексінің сәуір айында 9,4%-ға және 2022 жылғы мамырда 12,3%-ға төмендеуі байқалды. Нәтижесінде тәуекел-тәбет төмендейді және акциялар нарығының құралдарымен салыстырғанда банктік депозиттердің тартымдылығы артады.

Жоғарыда сипатталған нәтижелер инфляциялық таргеттеу кезеңінде макроэкономикалық көрсеткіштердің өзгеруіне KASE индексінің неғұрлым жоғары реакциясын көрсетеді. Бұл, бәлкім, қор нарығы активтерінің бағасы, Қазақстан Ұлттық Банкінің ақша-кредит саясатының трансмиссиялық тетігі сияқты арнаның күшеюін айғақтайтын секілді. Сонымен қатар, әсер әлі де әлсіз.

6. Қорытынды

Бұл зерттеу қор нарығын инфляциямен күресте орталық банктің әлеуетті трансмиссия арнасы ретінде пайдалану мүмкіндігін талдады.

Халықаралық жұмыстарды, соның ішінде ресейлік зерттеушілерді зерттеу нәтижелері бойынша ақша-несие саясатының қор нарығының кірістілігіне әсер ету механизмін сипаттайтын логикалық себеп-салдарлық байланыстар тұжырымдалды.

Қазақстандық қор нарығының ерекшелігін көрсету үшін дамудың маңызды кезеңдері мен ағымдағы жағдай қаралды. Бұл ретте, қор нарығының кірістілігіне әсер ететін факторларды анықтау мақсатында экзогендік айнымалыны қоса отырып, векторлық авторегрессия моделі құрылды.

Сонымен, тәуелді эндогендік айнымалы KASE индексінің кірістілігі, басқа эндогендік айнымалылар – кең ақша массасы (M3), инфляция және айнымалы монетарлық саясаттың проксиі ретінде – жеке тұлғалардың ұлттық валютадағы депозиттері бойынша орташа өлшенген мөлшерлеме; әлемдік акциялар нарығындағы кірістілікті көрсететін экзогендік айнымалы – АҚШ индексінің кірістілігі (S&P500) болды.

Сандық бағалау шеңберінде Ұлттық банктің инфляциялық таргеттеуге көшуіне дейінгі және одан кейінгі кезеңдер қаралды.

Нәтижелерге сәйкес, инфляцияны таргеттеуге көшкенге дейін индекстің алдыңғы мәнін қоспағанда, эндогендік айнымалылардың KASE индексіне әсері шамалы. Сондай-ақ, осы кезеңде индекс сыртқы экономикалық жағдайдың өзгеруіне көбірек әсер етті. Импульстік жауаптардың алынған нәтижелеріне сәйкес инфляциялық таргеттеуге дейінгі кезеңде жылдық инфляцияның 1 п.т. оң шок KASE индексінің бір жыл ішінде 0,9 п.т. өсуіне әкеледі. жылдық инфляция шоқының акциялар нарығының кірістілігіне әсері акционерлердің компаниялардан инфляциялық салықтың "талабының" болуын көрсетуі мүмкін. Жеке тұлғалардың ұлттық валютадағы депозиттері бойынша ставкалардың оң күйзелісі кезінде KASE Индексінің кірістілігі бір жылда жинақталған 1,3 п.т. төмендейді, бұл инвесторлардың қор нарығынан депозиттік нарыққа ықтимал ағынын көрсетеді.

Инфляциялық таргеттеу кезеңінде эндогендік айнымалылардың, яғни макроэкономикалық көрсеткіштердің әсері күшейе түсті, ал S&P индексі арқылы көрсетілген сыртқы экономикалық конъюнктураның әсері әлсіреді. Инфляциялық таргеттеу кезеңінде жылдық инфляцияның 1 п.т. мөлшеріндегі оң шок бір жылда жинақталған KASE индексінің 1,6 п.т. төмендеуіне, жеке тұлғалардың депозиттері бойынша теңгедегі мөлшерлеменің 1 п.т. – шок болған сәттен бастап 12 ай ішінде бір жылдағы KASE индексінің 2,9 п.т. төмендеуіне әкеледі. Шамасы, осы кезеңде компаниялардың инфляциялық салық акционерлерінің "талаптары" тұжырымдамасы орындалмайды, өйткені ақша-кредит саясатының осы режимі енгізілгеннен кейін инфляцияның

төмендеуі сыртқы сектордағы ахуалдың жақсаруымен және ақша-кредит шарттарының жұмсартылуымен, инфляцияның өсуі-сыртқы экономикалық конъюнктураның нашарлауымен және ақша-кредит шарттарының қатаюымен қатар жүрді.

Осылайша, инфляциялық таргеттеуге көшумен Қазақстан акциялары нарығындағы кірістілік динамикасы ақша-кредит саясатының ықпалын қоса алғанда, ішкі нарықтағы жағдайлардың өзгеруіне көбірек ұшырады. Бұл, бәлкім, Қазақстан Ұлттық Банкінің ақша-кредит саясатының трансмиссиялық тетігінің қор нарығы активтерінің бағасы сияқты арнасының күшеюін айғақтайтын шығар. Сонымен қатар, әсер әлі де әлсіз. Сонымен қатар, гранджердің 10% маңыздылық деңгейіндегі себептілік сынағы айнымалылардың әсері елеусіз қалатынын және Қазақстан акциялары нарығының кірістілігінің өзгеруіне себеп болмайтынын көрсетеді. Осыны ескере отырып, жұмыста алынған нәтижелер трансмиссиялық механизмді күшейту туралы гипотезаны ғана емес, сонымен қатар сандық түрде есепке алынбаған басқа факторлардың әсерін де көрсете алады: пандемия кезіндегі цифрландырудағы секіріс, шетелдік қор алаңдарындағы жекелеген компаниялардың листингі, "ҚазМұнайГаз" ҰК АҚ IPO және т. б.

Айта кету керек, жалпы алғанда, көптеген айнымалылардың статистикалық мәнсіздігі атап өтілген екі кезеңде байқалды.

Алынған нәтижелер негізінде отандық экономикада өндіріс көлеміне және инфляцияға әсер ету мақсатында акциялардың кірістілігін пайдалану үшін қажетті экономикалық алғышарттар біртіндеп қалыптасады деп қорытынды жасауға болады.

Сонымен қатар, қазіргі уақытта Қазақстандағы акциялар нарығының көлемі салыстырмалы түрде аз, акциялармен сауда-саттық көлемі мемлекеттік және корпоративтік облигациялардан едәуір төмен. Қор нарығының инфрақұрылымын және акциялар нарығының көлемін дамыта отырып, оны тиімді ақша-кредит саясатын жүргізу үшін пайдалану Ұлттық Банктің трансмиссиялық тетігінің перспективалы бағыты бола алады.

7. Әдебиеттер тізімі

1. Chami, Ralph, Thomas F. Cosimano, and Connel Fullenkamp. "The Stock Market Channel of Monetary Policy." *SSRN Electronic Journal*, February 1999. <https://doi.org/10.2139/ssrn.880549>.
2. De Grauwe, Paul. "Stock Prices and Monetary Policy." *SSRN Electronic Journal*, 2008. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1337027>.
3. Kapital.kz. "На Касе и Аіх Қазақстанцы Открыли 260 Тысяч Розничных Инвестсчетов - АФК." Деловой портал Капитал.кз, May 14, 2021. <https://kapital.kz/finance/95635/na-kase-i-aix-kazakhstantsy-otkryli-260-tysyach-roznichnykh-invest-schetov-afk.html>.
4. Kapital.kz. "Фондовый Рынок Завершил 2022 Год Двухзначным Снижением - АФК." Деловой портал Капитал.кз, January 19, 2023. <https://kapital.kz/finance/112238/fondovyy-rynok-zavershil-2022-god-dvuznachnym-snizheniyem-afk.html>.
5. Zhang, Zhongxia. "Stock Returns and Inflation Redux: An Explanation from Monetary Policy in Advanced and Emerging Markets." *IMF Working Papers* 2021, no. 219 (August 2021). <https://doi.org/10.5089/9781513586755.001>.
6. "В Қазақстане Можег Появиться Как Минимум Вдвое Больше Розничных Инвесторов." *Kursiv Media Қазақстан*, October 31, 2021. <https://kz.kursiv.media/2021-11-01/v-kazakhstane-mozhet-poyavitsya-kak-minimum-vdvoe-bolshe-roznichnykh/>.
7. "Влияние Инфляции и Курса Валют На Фондовый Рынок." *European Student Scientific Journal*, 2014.
8. "Влияние Макроэкономических Факторов На Динамику Фондового Рынка России." *Финансовые исследования*, 2017.
9. Интернет-газеты «Gazeta.kz». "Концепция РФЦА Является Неработоспособной и Должна Быть Пересмотрена - Марченко." Информационная система «ПАРАГРАФ», November 24, 2005. https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=30034273.
10. "Как Фондовый Рынок Қазақстана Изменился За 2021 Год." *Kursiv Media Қазақстан*, December 30, 2021. <https://kz.kursiv.media/2021-12-30/kak-fondovyy-rynok-kazakhstana-izmenilsya-za-2021-god/>.
11. "Капитализация Рынка Акции в Қазақстане Упала На Четверть в 2022 Году." *Kursiv Media Қазақстан*, January 18, 2023. <https://kz.kursiv.media/2023-01-18/lgtm-stock/>.
12. "Слабое Развитие Қазақстанского Фондового Рынка Обязано Неразвитостью Физической Инфраструктуры Экономикі РК - Марченко." *Қазақское телеграфное агентство*, September 15, 2010. <https://kaztag.kz/ru/news/slaboe-razvitie-kazakhstanskogo-fondovogo-rynka-obyezano-nerazvitostyu-fizicheskoy-infrastruktury-ekonomiki-rk-marchenko>.