

# МАКРОЭКОНОМИКА

## Финансовая система и финансовые институты





**Цель:** Мы рассмотрим, как устроена финансовая система, какие активы обращаются на финансовых рынках, какие ценные бумаги выпускает правительство Казахстана. Мы поговорим о финансовых институтах, работающих на финансовых рынках.

Основные идеи

## 1. Ценные бумаги казахстанской финансовой системы.

В Казахстане Министерством финансов выпускались различные виды государственных облигаций, их всегда легко узнать по их необычным названиям. Они представляют собой аббревиатуру, состоящую из первых букв слов на государственном языке, которые отражают их финансовые характеристики и свойства — например, индексированные, валютные, сберегательные. В 2009 году даже были выпущены облигации специального выпуска для физических лиц сроком обращения до трех лет, однако такой выпуск был единичным.

Например, МЕККАМ — это государственные краткосрочные казначейские обязательства сроком обращения 3, 6, 9, 12 месяцев и номиналом 100 тенге. Удельный вес таких облигаций небольшой, что-то около 10% в структуре всех выпущенных государством ценных бумаг Министерства финансов. Они представляют собой дисконтные ценные бумаги доходностью около 5%. Дисконтные означает, что они продаются по цене ниже номинала. МЕОКАМ — государственные среднесрочные казначейские обязательства, срок их обращения два-три года, номинал 1000 тенге (удельный вес — около 80%), они представляют собой уже купонные ценные бумаги, доходность их составляет чуть больше 5. МЕАКАМ — государственные долгосрочные казначейские обязательства, срок обращения десять лет. И так далее. Вы сами можете посмотреть их финансовые характеристики и объемы выпуска на сайте Министерства финансов или Национального банка РК.

Государственные ценные бумаги приобретаются главным образом для сохранения капитала. Их приобретают, чтобы избежать потери дохода в периоды резких скачков и падений фондового рынка. Однако у них есть и преимущества: выплаты по государственным ценным бумагам гарантируется правительством, а доход обычно не облагается налогом. В наших последующих лекциях мы еще не раз будем возвращаться к государственным ценным бумагам, поскольку они являются важным инструментом как во внутренней экономической, так и во внешнеполитической жизни любой страны.

## 2. Корпоративные облигации в Казахстане выпускают около 50 эмитентов.

Это обычно акционерные общества с хорошей репутацией и финансовыми показателями, чуть меньше половины из них — банки. Корпоративные облигации обычно более доходные, чем государственные, однако при этом и опасность дефолта по ним намного выше. Например, в прошлом году максимальная доходность по корпоративным облигациям в Казахстане составляла 16% годовых, что выше ставки по депозитам коммерческих банков. Муниципальные же облигации выпускаются обычно администрацией регионов и городов. Например, муниципальные облигации выпускаются акиматами городов Алматы и Нур-Султан.

Все облигации заметно отличаются друг от друга и имеют разные рейтинги, присвоение которых осуществляется международными финансовыми агентствами, такими как Standard and Poor, Bloomberg или Fitch. Существуют две основные характеристики всех облигаций, на которые нужно обращать внимание в первую очередь. Первая — срок обращения и вторая — кредитный риск или, как мы уже говорили, кредитный рейтинг. Мы не будем в нашей лекции перечислять значение всех рейтингов, которые присваиваются финансовыми агентствами, однако скажем лишь о двух крайних случаях.



Самыми безрисковыми облигациями, как мы упоминали ранее, являются государственные. Например, облигации правительства Великобритании считаются первоклассными, их еще называют «позолоченными» или «с золотым обрезом». Другой крайний случай — это так называемые «бросовые» или «мусорные» облигации. Чаще всего их выпускают финансово неустойчивые компании, обещая при этом зачастую высокие нереальные доходы.

В результате затяжного экономического кризиса за последние десять лет государственные ценные бумаги ряда стран воспринимаются как мусорные или ненадежные. Их приобретение весьма рискованное дело. Однако ряд инвесторов все же стараются приобрести их, надеясь, что экономические партнеры этих



стран не оставят их в беде и помогут выплатить суверенный долг. В качестве примера можно привести ситуацию с греческими облигациями, доходность которых за последние десять выросла почти в 30 раз.

Еще один способ привлечения средств, необходимых для инвестиций — выпуск акций. Он доступен только для крупных корпораций, работающих в форме акционерных обществ. Когда компания финансируется за счет выпуска акций, такой процесс называется акционерным финансированием, а когда через выпуск и продажу облигаций — долговым финансированием. Несмотря на то, что цели и долгового, и акционерного финансирования одинаковые, суть их совершенно различна. Держатели акций являются совладельцем компании, а держатели облигаций — кредиторами. Если корпорация работает успешно, то акционеры получают более высокие доходы, чем держателей облигаций. С другой стороны, когда корпорация не имеет прибыли, держатели акций остаются ни с чем, в то время как держатели облигаций получают свой установленный фиксированный процентный доход.

### 3. Теперь, когда мы рассмотрели основные структурные единицы финансового рынка, давайте посмотрим, какие организации работают на этом рынке.

В большинстве разных стран финансовые рынки имеют высокую конкурентную структуру ввиду того, что на них работает большое количество различных финансовых институтов. Финансовыми институтами экономисты называют компании, которые управляют финансовым капиталом с двух различных сторон финансового рынка. Говоря экономическим языком, финансовые институты являются как источниками предложения на рынке заемных средств, таких как ссуды, акции и облигации, так и предъявляют спрос на эти активы. Основными финансовыми институтами являются:

- коммерческие банки,
- государственные ипотечные компании,
- взаимные инвестиционные фонды,
- пенсионные фонды,
- страховые компании,
- и, конечно же, Центральный банк.

Давайте рассмотрим их немного подробнее.

Коммерческие банки относятся к тем финансовым посредникам, деятельность которых хорошо известна многим людям. Основная функция банков состоит в приеме вкладов от людей, имеющих сбережения, и предоставление кредитов тем, кто больше всего нуждается в деньгах. Банки выплачивают определенный процент за хранение денег или, как говорят экономисты, депонирование, и берут более высокий процент с заемщиков за пользование предоставленными ссудами.



Однако банки не только являются финансовыми посредниками, но также играют в экономике еще одну очень важную роль: они облегчают оплату товаров и услуг, предоставляя держателям карт право использовать дебетовые карточки для перечисления денег со своих счетов на счета компаний, у которых они делают покупки. Другими словами, банки помогают создать особый актив, который при совершении сделок используется как средство обмена. Роль банков в предоставлении таких средств обмена заметно отличает их от других финансовых институтов. Акции, облигации, как и банковские вклады, также являются средством накопления, однако доступ к ним не так быстр, прост и дешев, как выписывание чека или выпуск дебетовой карточки. Кроме того, банки предоставляют банковские гарантии, аккредитивы, продают депозитные сертификаты и прочие виды финансовых продуктов.

На начало 2019 года в Казахстане было 28 коммерческих банков, из которых 22 выпускают свои собственные платежные карты. По всей стране и даже за ее пределами их обращается примерно 25 миллионов штук. Казахские банки выдали ссуд на 12,5 триллионов тенге, примерно половина их них — это ссуды крупным компаниям, 17% — ссуды малому бизнесу, а оставшиеся 33% — ссуды домашним хозяйствам. Банковский сектор США несколько больше: в США около 7000 банков.



#### 4. Еще один вид финансовых институтов - государственные ипотечные компании.

На сегодняшний день ипотека стала ключевым двигателем кредитования по всему миру и в том числе по Казахстану. Объем ипотечных займов в стране в 2018 году вырос более чем на 17%, в то время как общий объем займов, направленных на развитие национальной экономики, вырос всего лишь на 3%.



КАЗАХСТАНСКАЯ  
ИПОТЕЧНАЯ  
КОМПАНИЯ

7-20-25

НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ  
ПРИБОРЕТЕНИЯ ЖИЛЬЯ  
ДЛЯ КАЖДОЙ СЕМЬИ



**БАСПАНА**  
ИПОТЕЧНАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ

В Казахстане на 2019 год действует одна государственная ипотечная компания — акционерное общество «Казахстанская ипотечная компания», которой владеет государство через Национальный управляющий холдинг «Байтерек», и дочерняя организация Национального банка Республики Казахстан — акционерное общество «Ипотечная организация «Баспана», основной целью которой является осуществление функций, предусмотренных Программой «7-20-25. Новые возможности приобретения жилья для каждой семьи».

С появлением этой государственной программы жилищного кредитования, а также «Баспана хит», «Орда», ипотека от «Жилстройсбербанка», ипотеку стали предлагать уже 15 банков. Ими уже выданы ипотечные кредиты более чем на 1 триллион тенге.

Интересным примером является экономика США, где существует два крупных ипотечных института: федеральная национальная ипотечная ассоциация, которую просто называют Fannie Mae и федеральная ипотечная корпорация или Freddie Mac, — предприятия, которые скупают у банков ипотечные ссуды и упаковывают их в ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотек. Это особые ценные бумаги-деривативы, которые приобретают инвесторы взамен регулярно получаемых выплат, которые гарантированы залогом. Обе эти компании гарантировали выплаты примерно половины всех ипотечных платежей в США, а их только на конец 2008 года было более 12 триллионов долларов. В настоящее время обе эти компании взяты под контроль федерального правительства.

#### 7. Взаимные фонды, пенсионные фонд и страховые компании.

Взаимные фонды — это финансовые институты в форме инвестиционных фондов, которые покупают активы, используя средства большого количества индивидуальных инвесторов. Взаимные фонды различаются по видам активов, которые они держат — некоторые специализируются только на акциях или облигациях, а некоторые управляют и теми, и другими.

На конец 2016 года взаимные фонды в США управляли активами, оцениваемыми в 19 триллионов долларов, что примерно составляет ВВП США. Эти фонды управляют 22% всех финансовых активов американских домохозяйств и более чем половиной всех личных пенсионных счетов американцев.

Еще один известный нам вид финансовых институтов — пенсионные фонды. Это финансовые институты, которые используют пенсионные накопления работников для покупки акций и облигаций. В их управлении находятся также и акции ипотечных компаний. Некоторые пенсионные фонды очень большие, и они играют активную роль в жизни компаний, акциями которых они управляют. Самым большим пенсионным фондом в мире уже на протяжении многих лет остается Японский государственный инвестиционный пенсионный фонд (Government Pension Investment Fund, GPIF), его активы превышают 1,5 триллиона долларов. В Казахстане на сегодня у нас один пенсионный фонд — это Единый накопительный пенсионный фонд. Им владеет Национальный банк Республики Казахстан.



Этот фонд управляет пенсионными активами примерно на 10 триллионов тенге, что составляет около 25 миллиардов долларов. Эти деньги принадлежат примерно 9 миллионам всех работающих казахстанцев.

Еще один вид финансовых институтов — это страховые компании. Страховые компании дают возможность домашним хозяйствам и фирмам покрыть некоторый риск при наступлении страховых случаев, таких как: дорожные инциденты, пожары и другие негативные события, которые могут произойти в любой момент. Очень большое развитие во многих странах получило медицинское страхование и страхование жизни.





Страховые компании получают страховые премии от своих клиентов и выплачивают страховые требования и претензии. Эти компании используют страховые премии, которые они получают, однако на них они не выплачивают платежные требования, а покупают акции и облигации, чтобы в дальнейшем заработать прибыль от курсовой разницы и процентных платежей активов, которыми они управляют.

У нас стране работает 27 страховых компаний и перестраховочных организации. Общий объем страховых активов этих компаний превышает 1 триллион тенге, а размер страховых премий составляет примерно 200 миллиардов тенге.

## 8. И самый главный институт на финансовом рынке — это Центральный банк.

В Казахстане это Национальный банк Республики Казахстан, в Европейском Союзе — это Европейский Центробанк, а в США — это Федеральная резервная система. Центральные банки в разных странах отличаются по своей структуре и не всегда являются государственными. Но, несмотря на это, у всех у них одна задача: они регулирует банковскую деятельность и обеспечивают стабильность на финансовых рынках и в сфере денежного обращения. Кроме того, центральные банки управляют процентными ставками, кредитами, объемом денежной массы, и все это, так или иначе, оказывает влияние не только на финансовые рынки, но и на объем совокупного выпуска и уровень инфляции.

Самую необычную структуру среди всех центральных банков мира имеет Федеральная резервная система США. Во время последнего затяжного финансового кризиса, начавшегося в 2007 году, центральные банки многих стран сыграли большую роль в восстановлении финансовых рынков, покрытии убытков ипотечных и страховых компаний, выкупая многие токсичные активы на рынке. Мы будем изучать поведение центральных банков как в регулировании денежного обращения, так и в проведении денежно-кредитной политики.

## 9. Потоки финансовых инвестиций.

Теперь, когда мы рассмотрели основные финансовые институты, которые играют ключевую роль в работе финансового рынка, а также в процессе трансформации сбережений в инвестиции, давайте дополним модель кругооборота материальных и денежных потоков, которую мы рассматривали в наших первых лекциях, включением потоков финансовых инвестиций. Они формируются из трех источников. Первый — это сбережения домашних хозяйств. Второй — избыток в государственном бюджете. Третий — заимствования из внешнего мира, их еще называют внешними займами.

Доходы домашних хозяйств могут быть потрачены на приобретение товаров и услуг как потребление  $C$ , часть из них сохраняется в виде сбережений  $S$ , а часть выплачивается в виде налогов  $T$ .

Чистые налоги представляют собой разницу между налогами, выплаченными государству и государственными трансфертными платежами в виде выплат по социальному страхованию или пособий по безработице. Таким образом, доход представляет собой сумму потребительских расходов, сбережений и чистых налогов.  $Y = C + S + T$ . Используя основное макроэкономическое тождество, мы можем записать:  $Y = C + I + G + X - M$ , где  $X$  — экспорт, а  $M$  — импорт.

$$Y = C + S + T$$

$$Y = C + I + G + X - M$$

Приравняв эти оба выражения и поменяв местами некоторые переменные, получим выражение, которое свидетельствует о том, что сумма инвестиций государственных расходов и экспорта будет равняться сумме импорта сбережений и налогов:

$$I + G + X = M + S + T$$

Это выражение дает нам понимание важной концепции в макроэкономике. Компоненты левой части этого уравнение называются инъекциями. Инъекции представляют собой инвестиции, государственные расходы и экспорт. Инъекциями они называются потому, что рассматриваются как потоки вливания финансовых средств в экономику в виде инвестиций фирм, расходов государства и потоков денежных средств от проданных за границу товаров.



## **I + G + X - инъекции**

## **M + S + T - утечки**

Компоненты правой части этого уравнения называются утечками, ввиду того что представлены: импортом, сбережениями и налогами. Когда экономисты употребляют термин «утечки», они подразумевают, что часть национальной валюты тратится на приобретение иностранной валюты для покупки за рубежом товаров и услуг, сбережения — это средства, которые могут храниться в виде наличности на руках у населения и не попадать в экономику, а налоги — это чистые потери домашних хозяйств и фирм, которые сокращают их доход.

### **10. Сбережения и инвестиции.**

Многие люди путают понятия сбережения и инвестиции или считают их равнозначными, однако специалисты по макроэкономике, занимающиеся анализом системы национальных счетов, ясно понимают их различия и подходят к их использованию крайне осторожно. На языке макроэкономики под инвестированием понимается покупка новых капитальных активов, таких как машины, оборудование или здания. Когда ваши близкие берут в банке ссуду для строительства нового дома, они увеличивают национальные инвестиции, так как строительство недвижимости относится к инвестиционным расходам (помните компоненты ВВП?).

Аналогичным образом, когда компания «Разведка добыча «КазМунайГаз» размещает на рынке свои акции и на вырученные средства строит новый нефтеперерабатывающий завод, объем национальных инвестиций также возрастает. Хотя тождество  $S=I$  (сбережений и инвестиций) указывает на то, что в экономике в целом сумма инвестиций равна сумме сбережений, это вовсе не означает, что подобное условие всегда справедливо для всех домашних хозяйств или фирм. Сбережения ваших близких могут быть больше, чем их инвестиции, и это позволит им поместить лишние деньги, например, на депозит в Kaspi Bank. Однако, сбережения ваших родных могут быть и меньше, чем их инвестиции, и тогда они будут вынуждены занимать недостающую сумму в банке. Таким образом, банки и другие финансовые институты используют эти ситуации, конвертируя сбережения одних лиц в инвестиции других.

Теперь, когда мы познакомились с важнейшими финансовыми институтами и их ролью, мы можем перейти к построению простейшей модели финансового рынка - рынка заемных средств. На него поступают все средства, идущие на сбережения, с одной стороны, а с другой стороны, на нем же все заемщики также получают деньги на инвестирование. Как и любой другой рынок в экономике, рынок заемных средств формируется под воздействием спроса и предложения. Кто же является источником спроса и предложения на этом рынке? Предложение на рынке заемных средств исходит от людей, имеющих избыточные финансовые ресурсы и готовых одолжить их нуждающимся в деньгах на определенных условиях. Спрос на заемные средства создается домашними хозяйствами и фирмами, которые нуждаются в заимствованиях для осуществления инвестиций.

### **11. Источники спроса на заемные средства.**

Спрос определяется потребностями семей, например, в ипотечных кредитах для покупки нового жилья, автомобилях по программам автокредитования, в приобретении новой бытовой техники. Также спрос определяется заинтересованностью фирм в получении займов для приобретения нового оборудования или строительства новых производственных помещений. В обоих случаях источником спроса на заемные средства будут являться инвестиции.

Процентная ставка представляет собой цену заемных средств и отражает либо плату за пользование ссудами, либо доходы кредиторов. Поскольку высокая процентная ставка вызывает удорожание ссуд, это приводит к снижению спроса на заемные средства. С другой стороны, высокая процентная ставка делает более привлекательными сбережения, что в конечном итоге побуждает кредиторов предлагать больше денежных средств на этот рынок. Говоря экономическим языком, кривая спроса на заемные средства имеет отрицательный наклон, а кривая предложения на заемные средства — положительный.

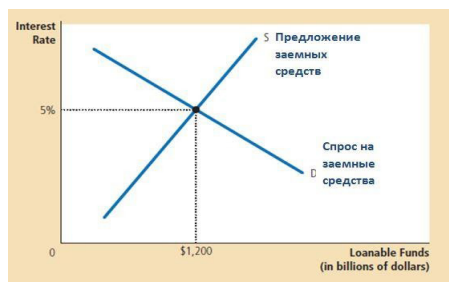


Если процентная ставка оказывается ниже равновесного уровня, то величина предложения на заемные средства будет меньше величины спроса, а появившийся дефицит будет побуждать кредиторов к росту процентной ставки. Более высокая процентная ставка стимулирует сбережения и соответственно увеличивает предложение заемных средств, однако при этом ухудшает условия заимствования для кредиторов, которые стремятся осуществлять инвестиции, и поэтому величина спроса на заемные средства снижается.

И напротив, если процентная ставка будет выше равновесного уровня, предложение начнет превышать величину спроса. Так как у кредиторов окажется с избытком предложение заемных средств, для роста спроса на них они вынуждены будут снижать процентную ставку. И в первом, и во втором случае процентная ставка будет стремиться к равновесному уровню, в котором величина спроса и предложения на заемные средства выровняется. И на рынке заемных средств снова установится равенство инвестиций и сбережений, при новом уровне равновесной процентной ставки.

Дорогие слушатели, сегодня мы рассмотрели процесс функционирования финансовой системы и узнали, какие основные финансовые институты принимают в ней активное участие, а также выяснили основную сущность сбережений и инвестиций.

**Основные термины:** финансовый рынок, финансовая система, активы, ценные бумаги, финансовые институты, краткосрочные казначейские обязательства, долгосрочные казначейские обязательства, среднесрочные казначейские обязательства, купонные ценные бумаги, корпоративные облигации, муниципальные облигации, акции, акционерное финансирование, долговое финансирование, депонирование, государственные ипотечные компании, взаимные фонды, пенсионные фонды, страховые компании, внешние займы, инъекции, утечки, сбережения, инвестиции, рынок заемных средств.



### Список рекомендуемой дополнительной литературы

1. Грегори Мэнкью, Марк Тейлор «Экономикс», 2-ое издание. - СПб.: Издательство «Питер», 2015.
2. Стенли Фишер, Рудигер Дорнбуш, Ричард Шмалензи «Экономика», 2-ое издание. - М.: Издательство «Дело», 2002.
3. Абель Э., Бернанке Б. «Макроэкономика», 5-ое издание/Пер. с англ. - СПб.: Издательство «Питер», 2016.
4. Липсиц И.В. «Экономика» - М.: Издательство: «Кнорус», 2016.
5. Т. А. Агапова, С. Ф. Серегина «Макроэкономика: учебник». – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2014.
6. Вечканов Г. С., Вечканова Г. Р., «Макроэкономика», 5-ое издание. Учебник для вузов. - СПб.: Издательство «Питер», 2016.
7. Алан Гринспен «Эпоха потрясений (Эра турбулентности). Проблемы и перспективы мировой финансовой системы» - М.: Издательство «Юнайтед Пресс», 2011 .
8. Архипов А. И., Дерябина М. А., Большаков А. К. «Экономика для бакалавров», учебник - М.: Издательство «Проспект», 2013.
9. Уинтер Г. «Вопросы права и экономики»/ пер. с англ.- М.: Издательство Института Гайдара, 2019.
10. Рональд Коуз «Очерки об экономической науке и экономистах»/пер с англ. – М., СПб.: Издательство Института Гайдара, 2015.
11. Румер-Зараев М.З. «Экономические эксперименты. Полные хроники». – М.: Издательство «АСТ», 2019.
12. Табернакулов А. «Блокчейн на практике». – М.: Издательство «Альрина Паблишер», 2019.
13. Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри И. Бэйли «Инвестиции»/пер. с англ. – М.: Издательство «ИНФРА-М», 2013.
14. Набор Кодексов Республики Казахстан: Налоговый Кодекс, Трудовой Кодекс, Предпринимательский Кодекс. – Алматы: Издательство «Учет», 2019.
15. Официальный интернет-ресурс Национального Банка Республики Казахстан, [www.nationalbank.kz](http://www.nationalbank.kz)