



ҚАЗАҚСТАН ҰЛТТЫҚ БАНКІ

ҚАРЖЫЛЫҚ ШОТТАҒЫ АҒЫНДАРДЫ ЭКОНОМИКА САЛАЛАРЫ БОЙЫНША ТАЛДАУ

Төлем балансы департаменті

№2021-6 экономикалық зерттеу

Оспанов Н.Қ.,
Алмағамбетова М.Х.,
Құратова А.Ә.,
Тұрабай Б.Ә.,
Сейдахметова К.Қ.,
Рысбекова А.Қ.

Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің (бұдан әрі – ҚРҰБ) экономикалық зерттеулері мен талдамалық жазбалары ҚРҰБ зерттеулер нәтижесін, сондай-ақ ҚРҰБ қызметкерлерінің басқа ғылыми-зерттеу жұмыстарын таратуға арналған. Экономикалық зерттеулер пікірталастарды ынталандыру үшін қолданылады. Құжатта аталып өткен пікірлер авторлардың жеке ұстанымын білдіреді және ҚРҰБ-ның ресми ұстанымына сәйкес келмеуі мүмкін.

Қаржылық шоттағы ағындарды экономика салалары бойынша талдау

2021 жылғы қыркүйек

NBRK – WP – 2021 – 6

Мазмұны

1. Кіріспе	5
2. Халықаралық капитал ағыны: үрдістер мен перспективалар.....	7
3. Қазақстандағы капитал ағыны	11
4. Төлем балансының қаржылық шотын болжаудың әлемдік тәжірибесі.....	14
5. ҚРҰБ-нің қаржылық шотты болжау жүйесі.....	16
6. Қорытынды	21
7. Әдебиеттер тізімі.....	23

Қаржылық шоттағы ағындарды экономика салалары бойынша талдау

Оспанов Н.Қ.¹, Алмағамбетова М.Х.², Құратова А.Ә.³,
Тұрабай Б.Ә.⁴, Сейдахметова К.Қ.⁵, Рысбекова А.Қ.⁶

Аннотация

ҚРҰБ сыртқы экономикалық қызметті талдауға арналған зерттеулер циклін жалғастыруда. Бұл зерттеудің мақсаты – ақша-кредит саясатын тиімді жүзеге асыру үшін экономиканың сыртқы секторының тұрақтылығын бағалауға мүмкіндік беретін Қазақстанның төлем балансын болжаудың біртұтас жүйесін әзірлеу.

Зерттеуде халықаралық капитал қозғалысы мен Қазақстандағы капитал ағындарының талдауы ұсынылған, қаржылық шотты болжаудың әлемдік тәжірибесі қарастырылған, сондай-ақ ҚРҰБ қаржылық шотының болжау жүйесі көрсетілген.

Негізгі сөздер: қаржылық шот, қаржылық шоттың болжамы, халықаралық капитал қозғалысы, тікелей инвестициялар, портфельдік инвестициялар, эконометриялық модельдер.

JEL сыныптау: E22, E27, E44, F01, F41.

¹ Оспанов Нұрлан Қыдырбекұлы – Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің төлем балансы департаменті төлем балансы басқармасының бастығы

Email: Ospanov.N@nationalbank.kz

² Алмағамбетова Меруерт Хайырбекқызы – Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің төлем балансы департаменті сыртқы секторды талдау басқармасының бастығы

Email: Meruyert.Almagambetova@nationalbank.kz

³ Құратова Ақбөпе Әділханқызы – Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің төлем балансы департаменті сыртқы секторды талдау басқармасының бас маманы

E-mail: Akbope.Kuratova@nationalbank.kz

⁴ Тұрабай Бердібек Әлназарұлы – Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің төлем балансы департаменті сыртқы секторды талдау басқармасының бас маманы

E-mail: Berdibek.Turabai@nationalbank.kz

⁵ Сейдахметова Клара Қажырахметқызы – Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің төлем балансы департаменті сыртқы секторды талдау басқармасының бас маманы

E-mail: Klara.Seidakhmetova@nationalbank.kz

⁶ Рысбекова Аида Қанатқызы – Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің төлем балансы департаменті сыртқы секторды талдау басқармасының жетекші маманы

E-mail: Aida.Rysbekova@nationalbank.kz

1. Кіріспе

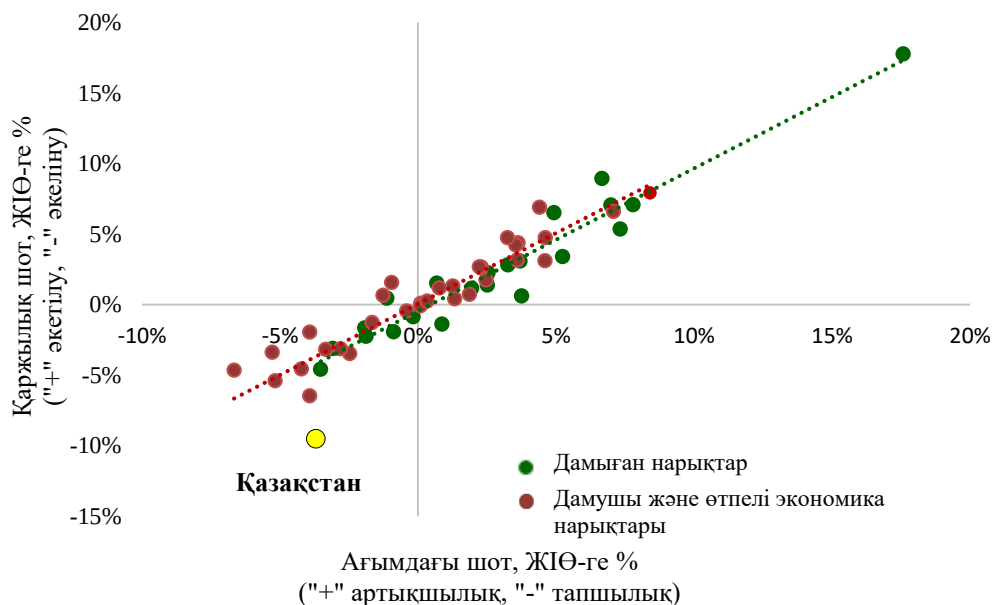
Қазіргі таңда әлемдегі барлық дерлік экономикалар ашық және тауарлар мен қызметтердің халықаралық саудасына, сондай-ақ халықаралық қарыз алу мен беруге белсенді қатысады. **Капиталдың халықаралық ағындары** жаңа технологияларды, маркетинг пен менеджмент дағдыларын, инновациялар мен озық тәжірибелерді беру есебінен өндірістік қуаттылықты жоғарылату және оның тиімділігін арттыру арқылы ұзақ мерзімді экономикалық өсуді қолдай алады. Сонымен қатар, ұлттық валюта бағамының қажетсіз ұлғаюы, қаржылық активтердің бағасының жоғарылауы және капиталдың кенеттен тоқтап қалуы нәтижесінде бәсекеге қабілеттілікті жоғалтумен байланысты экономика үшін қысқа мерзімді жағымсыз салдарлардың ықтималдығы да бар. Осылайша, капиталдың үлкен мөлшерде келуі қысқа мерзімде қабылдаушы елдерді сыртқы әсерлерге осал ету, экономиканың қызып кету қаупін арттыру арқылы елдердің капиталды игеру қабілеттілігін төмендете алады және қаржылық активтердің бағасының өсуі мен құлдырауына ықпал етеді.

Елдің сыртқы әлеммен экономикалық өзара әрекеттесуі төлем балансында көрініс табады, бұл белгілі бір кезеңдегі елдің нақты және капитал ресурстарының барлық халықаралық ағындарын ескеретін аналитикалық есеп. Төлем балансы туралы мәліметтер ағындардың тепе-теңдігін бақылау арқылы елдің сыртқы экономикалық тұрақтылығын бағалауға мүмкіндік береді.

Төлем балансының құрылымында екі негізгі бөлім бөлінеді – ағымдағы және қаржылық шоттар. **Ағымдағы шотқа** тауарлар мен қызметтердің таза экспорты, сондай-ақ кірістер балансы кіреді. **Қаржылық шот** ел мен сыртқы әлем арасындағы қаржылық активтер мен міндеттемелер бойынша операцияларды тіркейді.

Елдің ағымдағы операциялар бойынша шығыстары осындай операциялардан түсетін табыстан асып кеткен жағдайда пайда болатын ағымдағы шоттың тапшылығы шетелдік активтердің азаюы және/немесе елдің міндеттемелерінің ұлғаюы есебінен қаржылық шоттағы түсімдермен жабылуы мүмкін. Осылайша, қаржылық шоттың операциялары тапшылықтың экономиканың қай салалары мен қандай қаржы құралдары арқылы қаржыландырылғанын түсінуге мүмкіндік береді. Мысал ретінде келесі операцияларды келтіруге болады: (i) экономикаға шетелдік капиталдың тікелей немесе портфельдік инвестициялар түрінде түсуі; (ii) шетелдік банктерден, үкіметтерден немесе халықаралық ұйымдардан несие тарту; (iii) резиденттердің сыртқы активтерінің төмендеуі немесе Орталық банктің валюталық резервтерінің төмендеуі.

Екінші жағынан, оң ағымдағы шот әдетте қаржылық шот бойынша капиталдың кетуімен және/немесе орталық банк резервінің ұлғаюымен қатар жүреді (1-график).

1-график. 2020 ж. әлем елдерінің төлем баланстары⁷

Дереккөз: ХВҚ, Дүниежүзілік банк.

Қазақстанның ағымдағы шотының экспортталатын шикізаттың әлемдік бағаларының циклдарына жоғары тәуелділігі қаржылық шот құрылымын талдау қажеттілігін арттырады. Сыртқы міндеттемелерді ұлғайту немесе нақты сектордағы мемлекеттік резервтер мен жинақтарды азайту арқылы ағымдағы шот тапшылығын ұзақ мерзімді қаржыландыру теңгерімсіздіктің жинақталуына және орта және ұзақ мерзімді перспективада сыртқы экономикалық тұрақтылықтың төмендеуіне әкелуі мүмкін. Осылайша, қаржылық шоттың талдауы мен болжамы ағымдағы шот тапшылығын қаржыландыру мүмкіндіктері мен көздерін орнатуға және **төлем балансының тұрақтылығын** бағалауға мүмкіндік береді.

Қазақстанның төлем балансының болжау жүйесінің тұтастығы үшін ағымдағы шотты болжаудың қолданыстағы кешені қаржылық шотқа болжамдық кешенді қосуды талап етеді.

Зерттеудің мақсаты – Қазақстанның төлем балансының қаржылық есебінің болжау жүйесін жетілдіру. Бұл мақсатты жүзеге асыру келесі **міндеттерді** шешу қажеттілігін алдын ала анықтайды:

- әлемдегі және Қазақстандағы капитал ағымының тенденциялары мен ерекшеліктерін зерттеу;
- төлем балансының қаржылық шотын болжаудың әлемдік тәжірибесін зерттеу;
- Қазақстанның төлем балансының қаржылық шотының болжау әдістерін жетілдіру.

⁷ График 2020ж. бойынша мәліметтер бар елдер үшін құрастырылған. Елдер Morgan Stanley Capital International (MSCI) классификациясы бойынша топтарға бөлінеді: дамыған нарықтар (22 ел), дамушы нарықтар мен өтпелі экономика нарықтары (frontier market, 33 ел, оның ішінде Қазақстан).

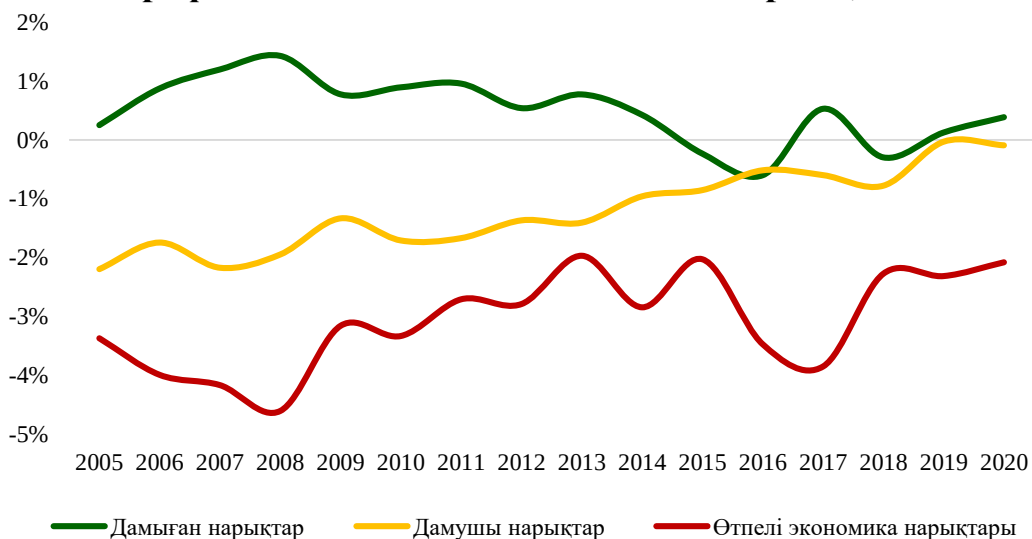
Зерттеу **бірнеше бөлімге** бөлінген. **Бірінші бөлімде** капиталдың халықаралық қозғалысының тенденцияларын талдау, сондай-ақ Қазақстанның қаржылық шотындағы ағымдарға шолу, **екіншісінде** – қаржылық шотты болжаудың әлемдік тәжірибесі мен ҚРҰБ-нің қаржылық шотты болжау әдістері қарастырылған.

2. Халықаралық капитал ағыны: үрдістер мен перспективалар

Әлемдегі капитал ағындарының тенденциялары

2005-2020жж. кезеңінде дамушы нарықтарға және өтпелі экономика нарықтарына⁸ шетелдік тікелей инвестициялардың таза әкелінуі (ТШИ, 2-график), тиісінше, ЖІӨ-нің орта есеппен 1,2%-ын және 3,2%-ын құрады, ал дамыған нарықтарда ЖІӨ-нің 0,5%-ы мөлшерінде ТШИ-нің таза әкетілуі байқалды. Қарастырылып отырған кезеңде дамыған елдер таза несие берушілер ролін атқарды. Дамушы елдер мен өтпелі экономика елдері таза қарыз алушылар болды. Мұндай үрдіс жүргізіліп жатқан экономикалық реформалармен (арнайы экономикалық аймақтар құру, объектілер салу үшін жер беру, салықтық жеңілдіктер немесе субсидиялар) және дағдарыстардан кейін дамушы елдерде және нарығы қалыптасып келе жатқан елдерде экономикалық өсу қарқынының салыстырмалы түрде тез қалпына келуімен түсіндіріледі.

2-график. ТШИ-дың таза ағынының серпіні, ЖІӨ-ге %



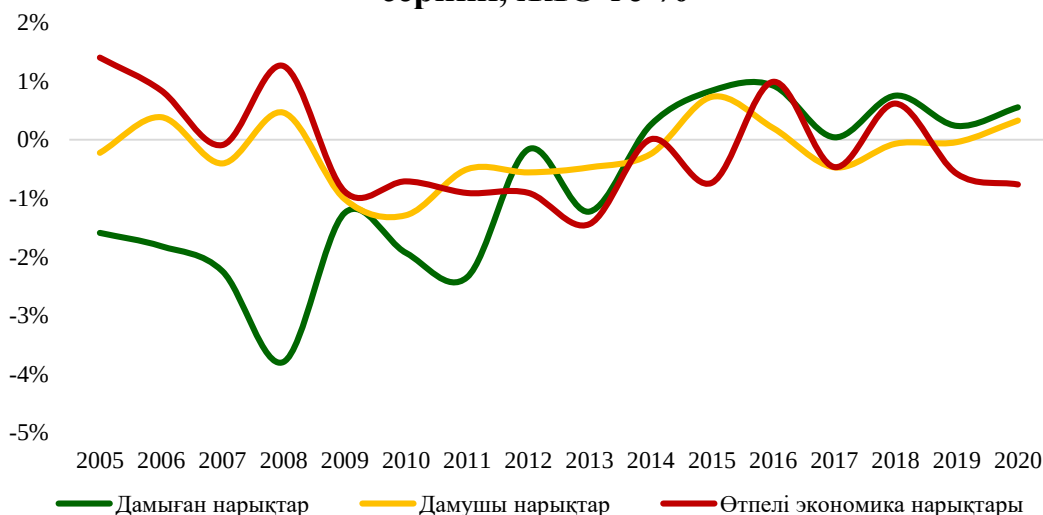
Дереккөз: ХВҚ, Дүниежүзілік Банк.

Ескерту: авторлардың есептері. Мұнда «-» әкеліну, «+» – әкетілу дегенді білдіреді.

⁸ Талдау 2020ж. бойынша деректері бар елдер үшін жүргізілді. Елдер MSCI классификациясы бойынша топтарға бөлінеді: дамыған нарықтар (22 ел), дамушы нарықтар (21 ел) және өтпелі экономика нарықтары (frontier market, 12 ел, оның ішінде Қазақстан).

Портфельдік инвестициялар үшін елдің инвестициялық тартымдылығының факторларына бизнес-климат, инвестордың стратегиялық мақсаттары және реципиент-ел экономикасының ерекшеліктері жатады. Дамушы нарықтардағы макроэкономикалық жағдайдың жақсаруы 2009ж. бастап дамыған елдер деңгейінде дерлік портфельдік инвестициялардың келуінің ұлғаюына әкелді (3-график). Алайда, дамыған нарықтарға ірі қор нарығының, бірқатар ірі және сенімді компаниялардың болуы тән және олар да дамушы елдердің экономикасының өсуінің жоғарғы қарқынынан пайда көреді. Бұл, қорытындысында, дамыған нарықтарға портфельдік инвестициялардың келуіне ықпал етеді. Осылайша, дамыған нарықтарға портфельдік инвестициялардың таза әкелінуі соңғы 16 жылда ЖІӨ-нің орташа 0,8% құрады. Өз кезегінде дамушы елдерге және өтпелі экономика елдеріне дамыған елдермен салыстырғанда портфельдік инвестицияларды тарту деңгейі қалыпты болды және, сәйкесінше, 0,2% және 0,1% құрады.

3-график. Портфельдік инвестициялардың таза ағынының серпіні, ЖІӨ-ге %

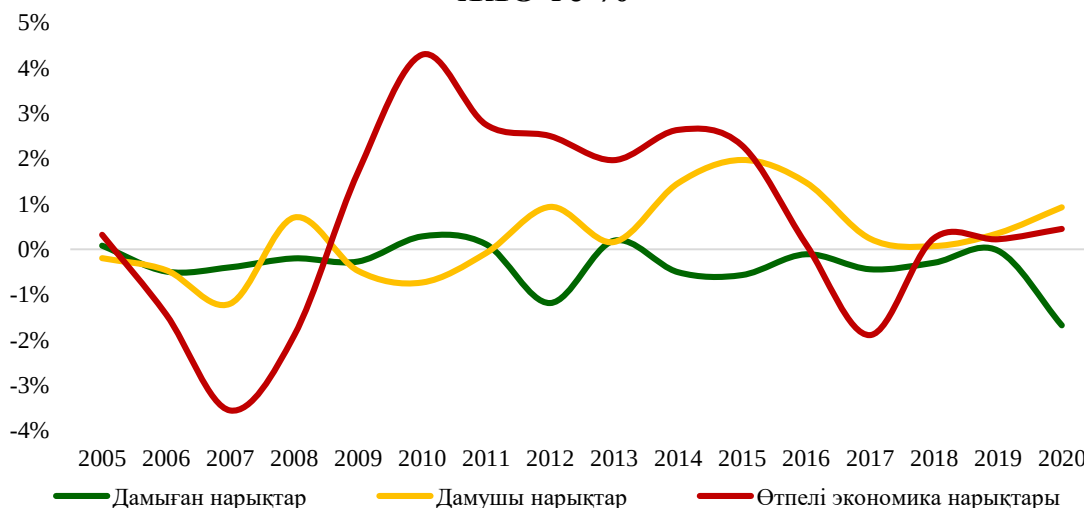


Дереккөз: ХВҚ, Дүниежүзілік Банк.

Ескерту: авторлардың есептері. Мұнда «-» әкеліну, «+» — әкетілу дегенді білдіреді.

Басқа инвестициялардың (қолма-қол валюта мен депозиттер, несиелер мен қарыздар, саудалық кредиттер мен алғы төлемдер, өзге инвестициялар) таза ағындары дамыған елдер үшін салыстырмалы түрде тұрақты серпінмен сипатталады (4-график): 2005-2020жж. өзге инвестициялардың таза әкелінуі ЖІӨ-нің 0,3%-ын құрап, 2020ж. өзінің тарихи максимумына жетті. Дамушы және өтпелі экономика елдерінде 2020ж. ЖІӨ-нің 0,3% және 0,7% мөлшерінде басқа инвестициялардың таза әкетілуі байқалды. Басқа инвестициялардың құбылмалылығы инвестициялардың көлемі үлкен, бірақ қысқа мерзімді сипатта болуымен байланыстырылуы мүмкін.

4-график. Басқа инвестициялардың таза ағынының серпіні, ЖІӨ-ге %

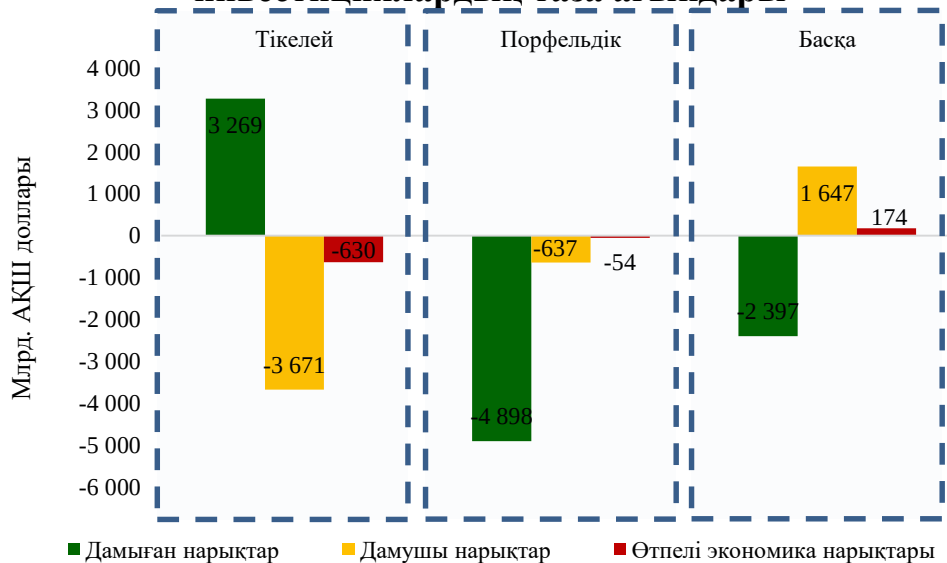


Дереккөз: ХВҚ, Дүниежүзілік Банк.

Ескерту: авторлардың есептері. Мұнда «-» әкеліну, «+» – әкетілу дегенді білдіреді.

Дамыған нарықтар әлемнің басқа бөлігі үшін тікелей инвестициялардың нетто-қарыз берушілер болып табылады және басқа санаттағы елдерге қарағанда портфельдік инвестицияларды көбірек тартады (5-график). Дамушы және нарықтары қалыптасып келе жатқан елдер тікелей және портфельдік инвестициялар бойынша нетто-қарыз алушылар болып табылады, бірақ әлемге инвестициялардың басқа түрлері бойынша кредиттер береді.

5-график. 2005-2020жж. үшін құралдардың түрлері бойынша инвестициялардың таза ағындары



Дереккөз: ХВҚ, Дүниежүзілік Банк.

Ескерту: авторлардың есептері. Мұнда «-» әкеліну, «+» – әкетілу дегенді білдіреді.

Құралдардың түрлері бойынша жоғарыда аталған инвестициялар инвесторлар үшін де, алушы елдер үшін де инвестициялық тұрақтылық деңгейімен ерекшеленеді. Олардың ішінде тікелей инвестициялар ең тұрақты болып саналады, ал ең тұрақсызы – басқа инвестициялар.

Covid-19 дағдарысының капиталдың трансшекаралық ағындарына әсері

UNCTAD⁹-тің әлемдік инвестициялар туралы баяндамысына (бұдан әрі – Баяндама) сәйкес, Covid-19 дағдарысы 2020ж. жаһандық ТШИ ағындарының 35%-ға қысқаруына себеп болды. Пандемияға жауап ретінде бүкіл әлемде қатаң локдаун енгізу ағымдағы инвестициялық жобаларды жүзеге асыруды баяулатты, ал рецессия перспективалары көпұлтты кәсіпорындарды жаңа жобаларды қайта бағалауға мәжбүр етті. ТШИ-дың құлдырауы дамыған елдерде айтарлықтай болды, онда ТШИ-дың ағыны 58%-ға төмендеді. Бұл ішінара корпоративтік қайта құрылымдау мен ішкі қаржылық ағындарға байланысты болды. Әсіресе, бұл Еуропа мен АҚШ-қа әсер етті, онда ТШИ ағындары, сәйкесінше, 80% және 40% төмендеді. Дамушы елдердегі ТШИ негізінен Азиядағы тұрақты капитал ағынына байланысты тек 8%-ға төмендеді. Нәтижесінде, дамушы елдерге әлемдік ТШИ-дың үштен екісі тиесілі болды, ал 2019ж. үлестің жартысынан азы келетін болған.

Баяндамаға сәйкес, 2021ж. ТШИ-дың жаһандық ағындарының 10-15%-ға өсуі күтілуде. Осыған қарамастан, олардың сомасы 2019ж. деңгейден төмен болады. Жаһандық ТШИ-дың орташа деңгейде қалпына келуі вакциналарға қол жеткізуге қатысты сақталып отырған белгісіздікті, жаңа вирустық мутациялардың пайда болуын және экономикалық секторлардың жұмысын қайта бастаудағы кідірістердің көрінісі болып табылады.

Баяндамада 2022ж. ТШИ ағындары өсуді жалғастырады және денсаулық сақтау саласы мен әлемдегі экономикалық жағдай одан әрі жақсарған жағдайда пандемия деңгейіне жақындауы мүмкін деп айтылады. Алайда, ТШИ ағындары дағдарысқа дейінгі деңгейге толық қалпына келмеуі мүмкін. Орта мерзімді перспективада пандемия жеткізу тізбегін қамтамасыз етуде ұлттық немесе аймақтық өзін-өзі қамтамасыз етуді арттыру процестерін жеделдетуі мүмкін. Осылайша, қазірдің өзінде пандемияға байланысты халықаралық сауда мен инвестицияларға қатаң шектеулер пайда болды. Жаһандық жеткізу тізбегін неғұрлым жергілікті (ішкі немесе аймақтық) операцияларға қайта бағыттау, мүмкін саяси ынталандырулармен күшейтілген, жаһандық ТШИ-ға ұзақ мерзімді қысым көрсетуі мүмкін.

⁹ БҰҰ сауда және даму жөніндегі Конференциясының (UNCTAD) мамандары дайындаған 2021ж. әлемдік инвестициялар туралы баяндама.

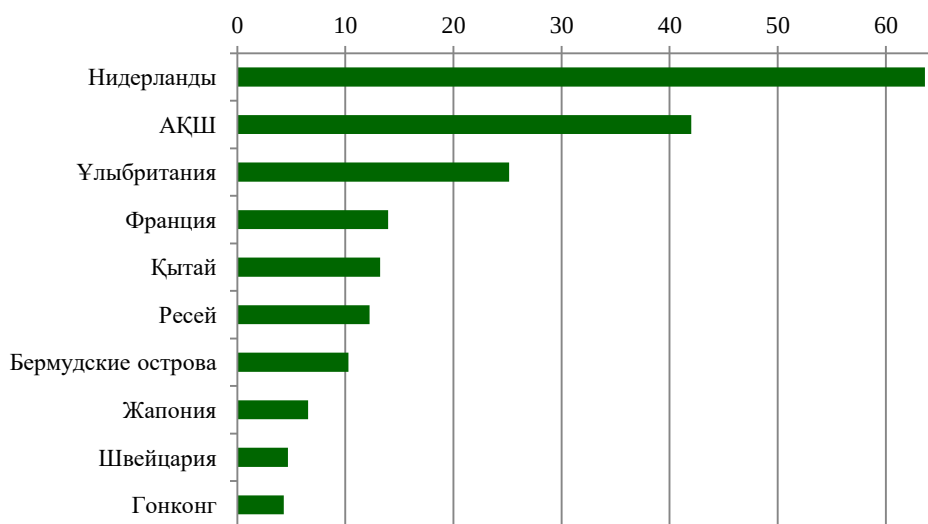
3. Қазақстандағы капитал ағыны

Соңғы 16 жылда Қазақстан шетелдік капиталдың таза қарыз алушысы болып табылады. Осы кезеңде экономикаға таза капиталдың әкелінуі \$26,5 млрд. құрады және негізінен ТШИ есебінен қамтамасыз етілді.

Алғашқы 10 қарыз берушілер барлық шетелдік инвестициялардың 84%-ын құрайды. Сыртқы инвесторлар құрылымында (6-график) Нидерланды (27,3%), АҚШ (18,1%), Ұлыбритания (10,8%), Франция (6,0%), Қытай (5,7%), Ресей (5,3%), Жапония (2,8%), Швейцария (2,0%) және Гонконг (1,8%) басым болды.

6-график. 2020ж. аяғында Қазақстандағы ірі шетелдік инвесторлардың алғашқы 10 елі

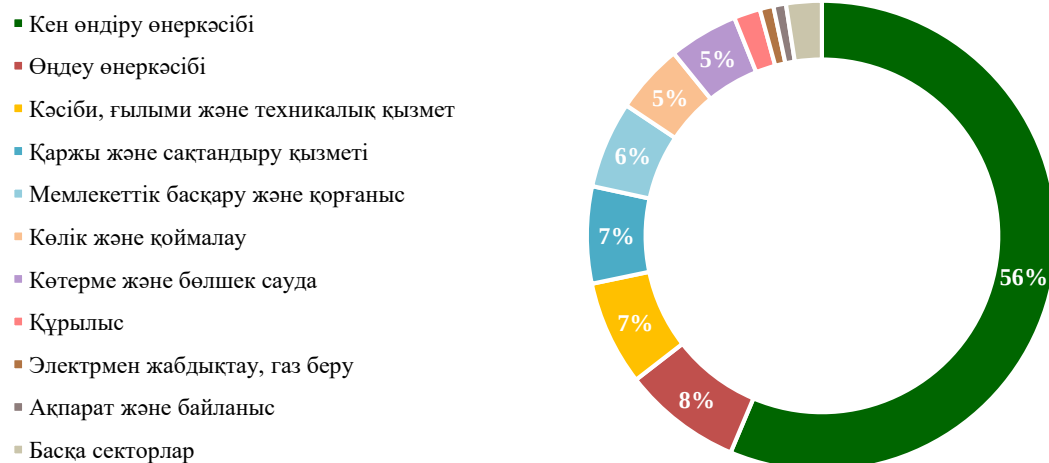
Млрд. АҚШ доллары



Дереккөз: ҚРҰБ.

Шетелдік инвестициялар негізінен кен өндіру және өңдеу өнеркәсібіне бағытталады (7-график). Нидерланды (барлық инвестицияның 81%) мен АҚШ (89%), негізінен, кен өндіру өнеркәсібіне, Ұлыбритания – кәсіби, ғылыми және техникалық қызметке (37%), Ресей (30%) мен Швейцария (58%) – өңдеу өнеркәсібіне, Қытай (24%) – көлік және қоймалау саласына инвестиция бағыттайды.

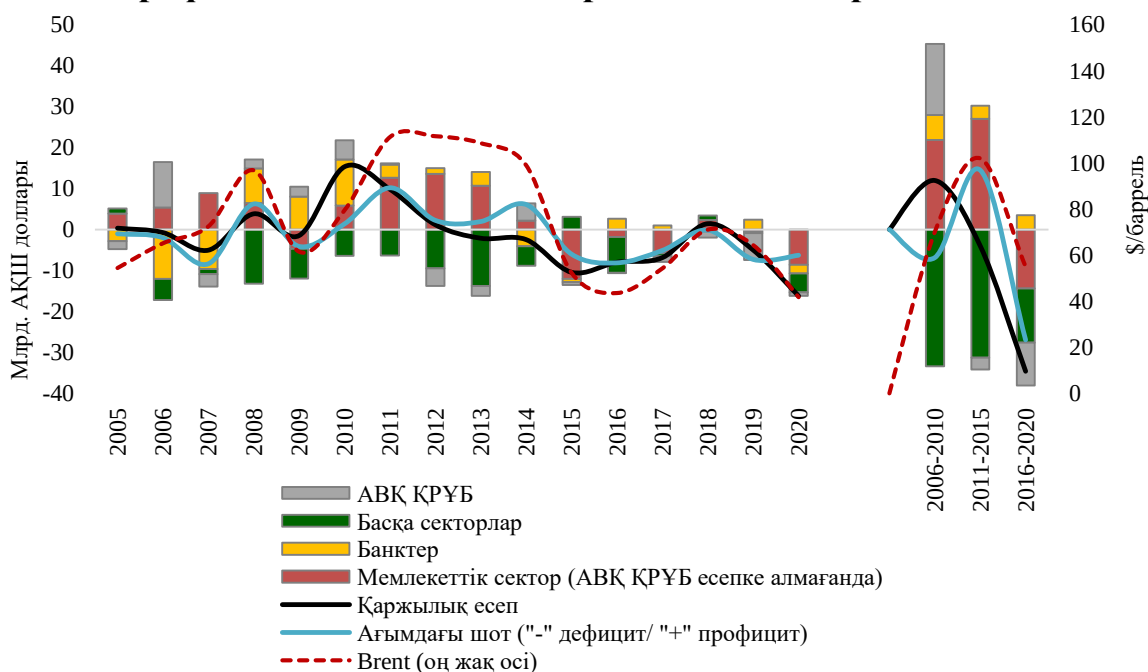
7-график. 2020ж. соңындағы экономикалық қызмет түрлері бойынша негізгі капиталға салынған инвестициялар



Дереккөз: ҚРҰБ.

Жеке сектордағы капитал ағындары («Басқа секторлар», 8-график), негізінен, кен өндіру өнеркәсібіндегі ТШИ-мен анықталады. Қазақстандағы ТШИ-дің 90%-ы экономиканың шикізат секторларына бағытталған. Олардың шикізат секторының экономикалық өсуіне әсері артта қалушылықпен бейнеленеді (9-график).

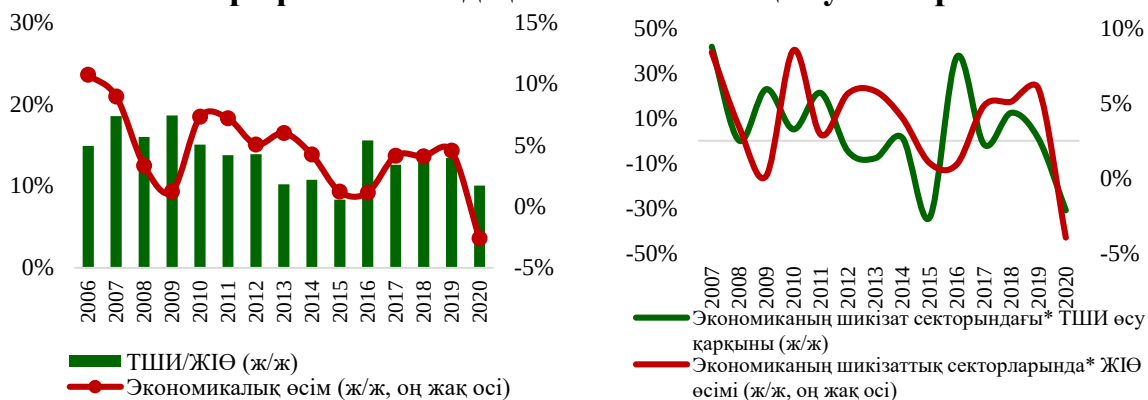
8-график. Экономика салалары бойынша қаржылық шот



Дереккөз: ҚРҰБ, Thomson Reuters.

Ескерту: мұнда «-» қаржылық шотта әкеліну, «+» - әкетілу дегенді білдіреді.

9-график. ТШИ-дің экономикалық өсуге әсері



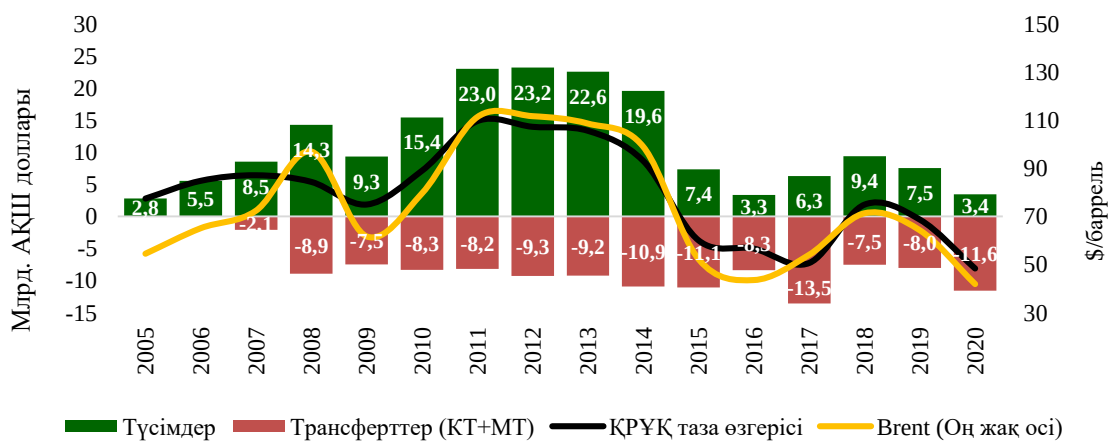
Дереккөз: ҚР СЖРА ҰСБ, ҚРҰБ.

Ескерту: Бұл жерде экономиканың шикізат секторлары мұнай-газ өнеркәсібі мен металлургия әсер ететін секторларды қамтиды. Оларға кен өндіру өнеркәсібі, өңдеу өнеркәсібі, құрылыс, көтерме және бөлшек сауда, көлік және қоймалау, кәсіби, ғылыми және техникалық қызмет кіреді.

Мемлекеттік секторда ҚРҰҚ портфельдік активтерімен операциялар және Үкіметтің сыртқы қарызы бойынша операциялар басым. ҚРҰҚ қаражатын қалыптастыру мен пайдалану көлемі сыртқы экономикалық жағдайға тәуелді. Мұнайдың жоғары бағасы кезеңінде ҚРҰҚ сыртқы активтері белсенді түрде жинақталды, олар 2014ж. тамызында максималды мәніне, яғни \$77,2 млрд., жетті. Барлығы 2006-2010жж. мен 2011-2015жж. аралығындағы екі бесжылдық кезеңінде мемлекеттің сыртқы активтерінің ұлғаюы есебінен таза капиталдың әкетілуі байқалды (10-график).

Өткен кезеңдермен салыстырғанда 2016-2020жж. мұнайдың орташа бағасының айтарлықтай төмендеуі ҚРҰҚ кірістерінің елеулі төмендеуіне әкелді. Сол уақытта бюджетке трансферттердің көлемі тұрақты болып қала берді. Бұл, нәтижесінде, соңғы 5 жылда ҚРҰҚ сыртқы активтерінің айтарлықтай төмендеуіне әкелді.

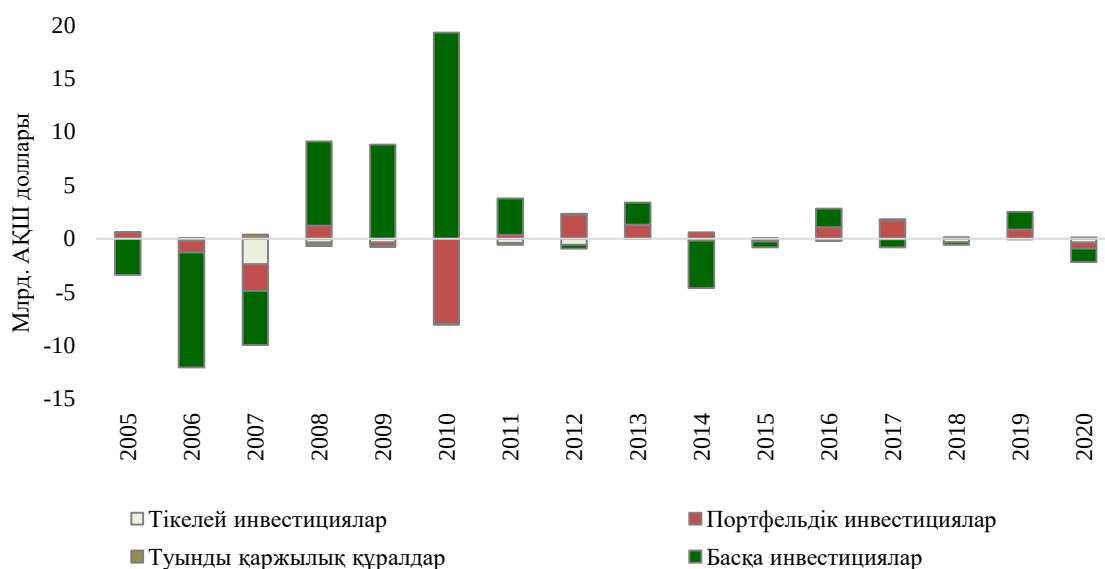
10-график. ҚРҰҚ-на түсімдер мен ҚФРҚ-нан трансферттер



Дереккөз: ҚРҰБ, ҚР ҚМ.

Банк секторында трансшекаралық несиелер, қарыздар, депозиттер және басқа дебиторлық/кредиторлық қарыздарды қамтитын басқа инвестициялар бойынша операциялар басым болып табылады (11-график). Жалпы, 2005-2020жж. банк секторында шетелдік капиталдың таза әкелінуі байқалды. Соңғы 10 жылда ағынның ауытқу амплитудасы 2005-2010жж. салыстырғанда айтарлықтай төмендеді.

11-график. Банк секторына таза капитал ағымы



Дереккөз: ҚРҰБ.

4. Төлем балансының қаржылық шотын болжаудың әлемдік тәжірибесі

Соңғы онжылдықтарда әлемдік ғылыми қауымдастық, макроэкономикалық саясатты дамытуда маңызды болғандықтан, капитал ағымына әсер ететін **факторларды анықтауға** ерекше назар аударды.

Calvo және т.б. (1993) және Fernandez-Arias (1996) қаржылық шот бойынша зерттеулерінде көптеген кейінгі жұмыстарға негіз болған «pull» (ішкі) және «push» (сыртқы) факторларды ажырату қажеттілігін дәлелдеді. Мысалы, **Түркия Республикасының Орталық банкі** векторлық авторегрессия әдісін қолдана отырып, «pull» факторларының «push» факторларынан басым болатынын анықтады, сонымен қатар dotcom дағдарысынан кейін осы факторлардың салыстырмалы әсерінің өзгеруін байқады (Çulha, A., 2006). Коекерке (2019) дамушы елдерге капитал ағынының «pull» және «push» факторларын қарастыратын ұқсас зерттеулерге кеңінен шолу жасады. Оның пікірінше, сыртқы пайыздық мөлшерлеме мен инвесторлардың тәуекелге ынтасыздығы сияқты «push» факторлар портфельдік қарыз және меншікті капиталдың ағымына банктік ағындарға қарағанда көбірек әсер етеді, ал ішкі өндірістің өсуімен,

активтердің рентабельділігімен және елдік тәуекелмен көрсетілген «pull» факторлар ағындардың барлық түрлеріне, әсіресе банктік ағындарға әсер етеді.

Mody, Taylor and Kim (2001) қателерді түзетудің векторлық моделін (VECM) қолдана отырып, дамушы 32 ел үшін капитал ағымын болжады және қысқа мерзімді перспективада, бұл үрдісті өзгертуге болатынына қарамастан, «push» факторлардың әсерінен «pull» факторлардың басымдылығын анықтады. Сол жылы Mody, Taylor and Kim (2001) *ықтималдылықтың максималды әдістерінің параметрлерін бағалау үшін бақыланбайтын компоненттер моделі* мен *Калман сүзгісін* қолдана отырып, сол елдер үшін капитал ағымын болжады. Калман сүзгісінен өткізілген уақыттық қатарлар негізіндегі тәсіл мен мен «pull» және «push» факторлары тәсілінің басты айырмашылығы – біріншісі *байқалмайтын айнымалылардың* эволюциясын қамтиды. Бұл айнымалылар дамушы нарықтардың айқынсыздығына байланысты талдауға пайдалы, мысалы, нарықтық көңіл-күй мен нарық қатысушыларының уақытша мінез-құлқын қамтуы мүмкін.

Қаржылық шотты болжау кезінде **Беларусь Республикасының Ұлттық Банкі** модельдік әдісті де, сандық көрсеткіші қиын және түсініксіз факторларға байланысты сараптамалық түзетулерді де қолданды (Вечерский, А., 2011). Мысалы, мемлекеттің ішкі экономикасына тікелей инвестициялардың таза түсімі мемлекеттік мүлікті сату бойынша белгілі бір мәмілелермен және қайта инвестицияланған табыстың мөлшерімен анықталатынын ескере отырып, тікелей инвестицияларды болжаудың ең маңызды компоненттері мемлекеттік меншікті жекешелендіру бойынша жоспарланған операциялар туралы мәліметтер болды.

Вечерский (2011) Беларусь Республикасының *несиелері мен қарыздары (сауда несиелерін қоспағанда)* бабын талдай отырып, оларды әсер ететін факторлардың әр түрлілігіне байланысты қысқа мерзімді (бір жылға дейін) және ұзақ мерзімді (бір жылдан астам) деп бөлудің маңыздылығын атап өтті. Қаржылық шоттың бұл бабы портфельдік теорияға негізделген, оған сәйкес инвестор минималды тәуекелдермен пайданы барынша арттыруға ұмтылады. Осылайша, Беларусь Республикасының Ұлттық Банкі несиелер мен қарыздарды болжау кезінде елге капиталдың түсуіне әсер ететін ішкі экономикалық және сыртқы жаһандық факторларды («push» и «pull» факторлары) анықтады. Нәтижесінде, қысқа мерзімді қарыз алудың Ресей мен Еуропалық Одақтың орташа алынған нақты ЖІӨ, тұтыну бағасының индексі (срі) және жабылмаған пайыздық мөлшерлеме паритеті (uір) сияқты айнымалыларға ұзақ мерзімді тәуелділігі, ал ұзақ мерзімді несиелер мен қарыздардың Беларусьтің нақты ЖІӨ мен LIBOR мөлшерлемесіне байланыстылығы дәлелденді. *Коммерциялық (сауда) несиелерді* болжау кезінде Беларусь банкі энергетикалық

секторды қоспағандағы сыртқы сауда көрсеткіштерін басшылыққа алды.

Ресей Банкі (2021) *сыртқы активтердің* өзгеруін болжау кезінде Ресейдің номиналды ЖІӨ, ішкі және шетелдік пайыздық мөлшерлемелердің дифференциалы, валюта бағамы, Ресейдегі елдердің тәуекелдік сыйақылары және басқа факторларды, ал *сыртқы міндеттемелерде* сыртқы қарызды өтеуді, қарыздың бір бөлігін қайта қаржыландыруды, топ ішіндегі несиелер мен қарыздарды ескереді.

Әлемдік тәжірибеге шолу **ғылыми қоғамдастық қаржылық шотты болжау әдістерін зерттеу мен әзірлеу жолының ең басында тұрғанын** көрсетеді. Сондықтан, болжам жасау кезінде модельдік тәсілдермен қатар қарастырылатын елдің экономикалық ерекшеліктеріне негізделген сараптамалық түзетулер жиі қолданылады.

5. ҚРҰБ-нің қаржылық шотты болжау жүйесі

Төлем балансының қаржылық шотын болжау сыртқы экономикалық тұрақтылық мониторингінің құрамдас бөлігі болып табылады және елдің макроэкономикалық саясатын тиімді жүзеге асыруға ықпал етеді. Болжам нәтижелері сыртқы және ішкі күйзелістердің төлем балансына ықтимал әсерін бағалауға мүмкіндік береді және экономиканың мұндай күйзелістерге төзімділігін арттыру үшін ақша-кредит және фискалдық саясат құралдарын қолдануға мүмкіндік береді.

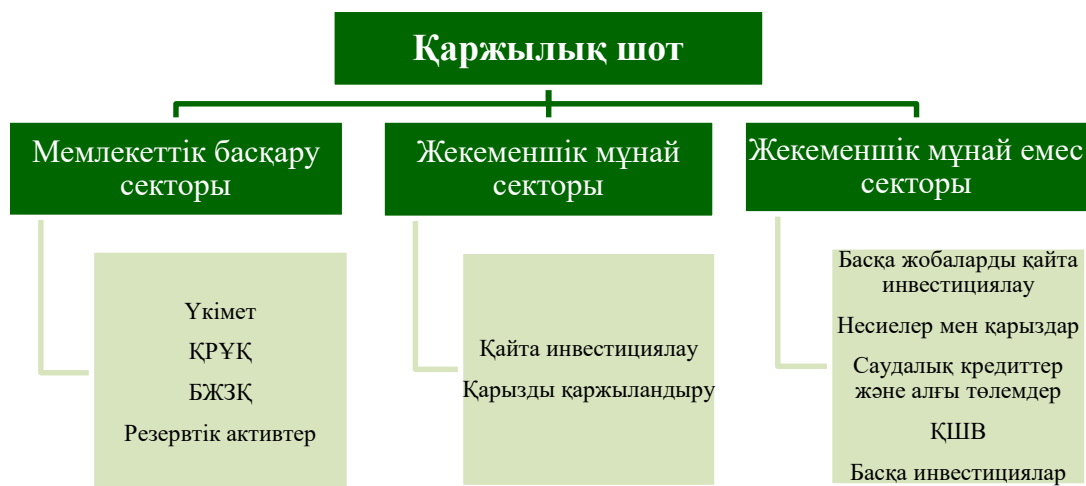
Қаржылық шоттың болжамы мерзімді негізде, оның ішінде ҚРҰБ болжамдық кезеңдерінің шеңберінде жүзеге асырылады. Болжамдық кезең 1 жылды құрайды.

Дамытылған болжау жүйесі шеңберінде қаржылық шот **экономиканың келесі секторларына** бөлініп бағаланады: мемлекеттік басқару секторы; жекеменшік мұнай секторы (3 ірі мұнай-газ жобасы) және жекеменшік мұнай емес секторы (12-график). Қаржылық шоттың бұл салалық бөлінуі Қазақстан экономикасының ерекшеліктерін ескере отырып таңдалды: мемлекеттік сектордың экономикадағы рөлі мен мұнай-газ секторындағы капитал ағынының шоғырлануы. Сонымен қатар, бұл салалық бөлініс капиталдың трансшекаралық қозғалысының сипаты мен статистикалық ақпараттың қол жетімділігін ескеретін **гибридті болжау** тәсілін қолдануға мүмкіндік береді:

- *егжей-тегжейлі жоспарлы статистикалық ақпаратты қолданатын тәсіл* (мысалы, сыртқы қарызды тарту мен өтеу кестесі, «Республикалық бюджет туралы заңға» сәйкес күтілетін түсімдер мен ҚРҰҚ-нан алынатын қаражаттар көлемдері, ірі мұнай-газ жобалары арқылы тікелей инвестицияларды тарту);

- *модельдік тәсіл* (эконометрикалық модельдердің әр түрлі кластары негізінде болжам);
- *сараптамалық тәсіл* (байқалмайтын экономиканың болуына байланысты сандық анықталуы қиын және айқын емес ағындарға сараптамалық түзетулер мен жорамалдарды қосу).

12-график. Қаржылық шоттағы болжанатын ағындардың салалық бөлінуі



Дереккөз: ҚРҰБ.

Қаржылық шоттағы ағындарды болжау әдістері төменде ашылған.

Мемлекеттік сектордағы қаржылық ағындар

«ҚР Үкіметі» секторындағы капитал ағымының болжамы болжамды кезеңде сыртқы мемлекеттік борыштың жоспарланған көлемінің өзгеруі ретінде есептеледі. Қазақстан Үкіметінің сыртқы қарызы бойынша әлеуметтік-экономикалық даму болжамының деректері және Қазақстанның Қаржы министрлігінің сыртқы қарыздардың күтілетін тартылуы мен өтелуі туралы мәліметі ақпарат көздері болып табылады.

ҚРҰҚ қаржылық ағындарын болжау кезінде мұнай бағасының сценарийіне және оны өндіру көлеміне байланысты түсімдердің күтілетін көлемі туралы мәліметтер, сондай-ақ ҚР Үкіметінің мақсатты және кепілдендірілген трансферттер бойынша қаражатты алу жөніндегі жоспарлары пайдаланылады.

БЖЗҚ-ның сыртқы активтеріндегі өзгерістер туралы күтулер зейнетақы портфелін әртараптандыру бойынша инвестициялық саясатқа негізделген.

Төлем балансының операциялары бойынша **ҚРҰБ резервтік активтерінің** өзгеру болжамы инфляцияны таргеттеу режимі

шеңберінде валюталық бағамның нарықтық қалыптасуын және ішкі валюта нарығында интервенциялар арқылы ҚРҰБ араласуының болмауын ескереді. Осылайша, болжам ҚРҰБ резервтік активтері болжамды кезеңінде өзгеріссіз қалады деп жорамалданады.

Мемлекеттік сектордың қаржылық ағындары туралы егжей-тегжейлі жоспарланған статистикалық ақпаратты қолдану бағалаудың дәлдігін жақсартуға көмектеседі. Бұл ретте бекітілген жоспарлардан капитал ағындарының ықтимал ауытқулары (мысалы, Қаржы министрлігінің қосымша сыртқы қарыздарды тартуы, мұнай бағасы мен мұнай өндіру көлемінің өзгеруіне байланысты ҚРҰҚ түсімдерінің өзгеруі) **болжаудың негізгі тәуекелдері** болып табылады.

Ірі мұнай-газ жобаларын тікелей инвестициялау

ТШИ экономикалық өсудің маңызды драйверлерінің бірі болып саналады. Себебі, олар жаңа технологияларды, маркетинг пен менеджмент дағдыларын, инновациялар мен озық тәжірибелерді беру арқылы ішкі капиталдың өсуіне, өндірістік қуаттылық пен тиімділіктің артуына ықпал етеді.

Қазақстандағы ТШИ-дің басты ағыны негізінен үш ірі жобамен (Теңіз, Қарашығанақ, Қашаған) ұсынылған мұнай-газ секторына түседі. Ірі жобаларға тікелей инвестициялау екі жолмен жүзеге асады: жаңа капиталдың келуі (қарыздық қаржыландыру) және алынған табысты қайта инвестициялау.

Жаңа капиталды тарту және кірісті қайта инвестициялау арқылы ірі жобаларды қаржыландыру болжамы ҚРҰБ сұранысы бойынша алынған жоба операторларының ақпаратына негізделеді және операторлардың қарыздық капиталды *игеру* мен қолданыстағы міндеттемелерді *өтеу* көлемдерін, және сәйкес кезеңдегі алынған табысты *қайта инвестициялау* жөніндегі болжамдарын қамтиды.

Басқа жобаларды тікелей инвестициялау (қайта инвестициялау)

Басқа жобалар бойынша **қайта инвестицияланған** табысты болжау үшін ең кіші квадраттар әдісіне негізделген *көп факторлы регрессиялық модель* қолданылады. Бұл ретте модель тек қайта инвестицияланған табысты ғана емес, төлем балансының ағымдағы шоты арқылы өтетін дивидендтерді де болжайды. Сондықтан, қайта инвестицияланған табысты анықтау дивидендтер мен қайта инвестициялаудың жалпы көлеміндегі қайта инвестициялау үлесін ескере отырып жүзеге асырылады. Осыдан кейін, қайта инвестициялау болжамы ірі мұнай-газ жобаларындағы қайта инвестициялаудан тазартылады.

Модельдегі тәуелсіз айнымалылар мұнай өндіру көлемі, мұнай бағасы, тәуелді айнымалының лагы (дивидендтер мен қайта

инвестициялау) және тауарлық нарықтардағы құрылымдық күйзелістерді ескеретін жалған айнымалы болып табылады.

Несиелер мен қарыздар

Өндірістің үздіксіздігін қамтамасыз етуде, сонымен қатар оның кеңеюінде, халықаралық **несиелер мен қарыздар** маңызды рөл атқарады. Олар негізгі құралдарға, жаңа технологияларды дамытуға, кәсіби қызмет көрсетуге капитал жеткізу арқылы өндіріс қуаттылығын өсіруге, тиімділікті арттыруға ықпал жасайды.

Несиелер мен қарыздар қарыз алушыға несие берушінің қаражатты тікелей беруімен құрылады. Оның дәлелі айналысқа түспейтін құжаттар болып табылады¹⁰. Бұл санат, қаржылық активтердің жеке санаты ретінде қаралатын дебиторлық/кредиторлық қарызды қоспағанда, барлық несиелер мен қарыздарды, сондай-ақ борыштық бағалы қағаздарға айналдырылған несиелер мен қарыздарды қамтиды¹¹.

Несиелер мен қарыздар ағындарын болжау үшін *ARIMA GARCH* және *OLS регрессиясы* модельдері қолданылады. Тәуелсіз айнымалылар ретінде тауарлардың мұнайлық емес экспорты, TONIA, тәуелді айнымалының лагы және жалған айнымалылар қолданылады. Болжау модельдер бойынша алынған нәтижелердің орташасын шығару арқылы жүзеге асырылады (активтер бойынша бөлек және міндеттемелер бойынша бөлек).

Саудалық кредиттер және алғы төлемдер

Саудалық кредиттер және алғы төлемдер (бұдан әрі – СКАТ) қаржылық шоттағы жеке сектор ағындарының негізгі компоненттерінің бірі болып табылады. Олар тауарлар мен қызметтер үшін төлемдер мен тауарға немесе қызмет көрсетуге меншік құқығының ауысуы бір уақытта жүзеге асырылмаған кезде пайда болады. СКАТ бойынша активтер – дебиторлық берешек, міндеттемелер – тауарлар мен қызметтер бойынша кредиторлық берешек.

Дебиторлық және кредиторлық берешек экспорттық және импорттық операциялардың салдарынан болуы мүмкін. Сондай-ақ, дебиторлық берешек үшін тек экспорттық ағындарды және кредиторлық берешек үшін импорттық ағындарды пайдалану дұрыс емес әдістеме болып табылады. СКАТ бойынша ағындарды анықтау үшін ҚРҰБ модельдік аппаратын таңдау осы ерекшеліктерді ескере отырып жүзеге асырылды.

СКАТ-ді болжау үшін 2 тәсіл қолданылады: СКАТ бойынша активтер мен міндеттемелерді анықтау үшін жалған айнымалыларды

¹⁰ Несиелер мен қарыздар айналысқа түсуі мүмкін, бірақ олардың құқықтық формасы борыштық бағалы қағаздар формасы сияқты айналысқа түсуге арналмаған.

¹¹ ТБН6, ХВҚ.

қосумен *ARMA шартты ең кіші квадраттар әдісіне негізделген жұптық регрессия* эконометриялық моделі және қосарланған жылжымалы орташа әдісі. Болжам нәтижелері екі әдістің орташасы ретінде есептеледі.

Эконометрикалық модельдерде толық ескерілмеуі мүмкін экономикалық агенттердің жасалынатын келісім шарттарының көлемі мен мерзімдеріне қатысты шешімдері **болжам тәуекелдері** болып табылады.

Қолма-қол шетел валюта

Төлем балансында жеке тұлғалардың қолма-қол шетел валютасымен жіктелмеген операциялары ескеріледі (бұдан әрі – ҚШВ). Мұндай операциялардың көлемі экономиканың басқа секторларының «Басқа инвестициялар: өзге талаптар» бабы бойынша қаржылық шотта көрсетіледі және, негізінен, банк жүйесінен жеке тұлғаларға ҚШВ-ның таза әкетілуінен тұрады.

Банк жүйесінен жеке тұлғаларға **ҚШВ-ның таза әкетілуі** жеке тұлғалардың ҚШВ-ның банктерден алуы мен жеке тұлғалардан банктерге ҚШВ-ның түсуі арасындағы айырмашылық ретінде анықталады.

Жеке тұлғалардың банктерден *ҚШВ-ны алуын* есептегенде жеке тұлғаларға ҚШВ-ны банктің айырбастау пункттері арқылы сату, жеке тұлғаларға олардың валюталық шоттарынан ҚШВ-ны беру және жеке тұлғаларға шот ашпай бір жолғы аударым арқылы ҚШВ-ны беру сияқты ақпарат қолданылады.

Жеке тұлғалардан банктерге *ҚШВ-ның түсуі* кезінде жеке тұлғалардың банктің айырбастау пункттері арқылы ҚШВ сатуы, ҚШВ-ның шетел валютасындағы шоттарға есепке алынуы және ҚШВ-ны шот ашпай бір жолғы аударымға қабылдауы туралы мәліметтері есепке алынады.

Қазіргі уақытта ҚРҰБ ҚШВ-ның таза әкетілуін болжау үшін тәуелді айнымалының аномальды толқуларын ескеретін жалған айнымалы қосылған ең кіші квадраттар әдісі негізінде құрылған *бір факторлы регрессиялық модель* қолданады.

Басқа инвестициялар

«Басқа инвестициялар» қайта инвестициялау ағындарын, ірі мұнай-газ жобаларын қарыздық қаржыландыруды, несие мен қарыздарды, саудалық кредиттер және алғы төлемдерді, қолма-қол шетел валютасын қоспағандағы жеке сектордың капиталының қозғалысын қамтиды.

«Басқа инвестициялар» оларға әсер ететін факторлардың түсініксіздігіне байланысты *сараптамалық болжамдар* әдісі арқылы болжанады. Кейбір маусымдық ерекшеліктерді ескере отырып,

болжам соңғы бірнеше жылдың сәйкес тоқсандарындағы тарихи деректерді орташа есеппен алу арқылы жүзеге асырылады.

6. Қорытынды

Осы зерттеу шеңберінде әлемдегі және Қазақстандағы капиталдар ағыны талданып, төлем балансының қаржылық есебін болжаудың әлемдік тәжірибесі зерттелді, сонымен бірге ҚРҰБ-дегі қаржылық шотты болжау жүйесі ұсынылды.

Инвестициялардың түрлері бойынша әлемдегі капитал ағынының талдауы көрсеткендей, соңғы 16 жыл ішінде дамыған елдер тікелей инвестициялар бойынша таза несие беруші рөлін атқарды. Бұл ретте дамушы нарықтарға тікелей инвестициялардың таза келуінің төмендеуі байқалады, бұл өтпелі экономика елдеріне деген инвесторлардың қалауларының өзгеруін көрсетуі мүмкін. Мұны дамушы елдердегі портфельдік инвестициялар ағынының үрдісі де растайды: 2010ж. бастап инвестициялардың таза келуі төмендеді. Коронавирустық пандемия 2020ж. халықаралық капитал ағынының, әсіресе дамыған елдерде, төмендеуіне әкелді. Әлемдегі капитал ағындарының болашақ қозғалысы экономиканың дағдарыстан шығу қарқынына және елдердің пандемияға қарсы күрестегі табысына байланысты болады.

Қазақстанға капиталдың келуі, негізінен, ТШИ-дың есебінен жүзеге асады. Жекеменшік сектордың капитал ағындары тау-кен және металлургия өнеркәсібінде шоғырланған. Мемлекеттік секторда ҚРҰҚ портфельдік активтерімен операциялар және Үкіметтің сыртқы қарызы бойынша операциялар басым болып келеді. Банк секторында негізгі үлесті басқа инвестициялар бойынша операциялар алады.

Әлем елдеріндегі қаржылық шотты болжау ғылыми көзқарастарды зерттеу мен дамыту сатысында тұр. Болжау процесінде көптеген елдер эконометрикалық модельдердің нәтижелерінен басқа, қарастырылып отырған елдің құрылымдық ерекшеліктеріне негізделген сараптамалық бағалауды да қолданады.

Қазақстанның төлем балансының қаржылық шотын болжау әдістемесін әзірлеу кезінде экономикалық процестердегі мемлекеттік сектордың маңызды рөлін және капитал ағымының мұнай-газ секторында шоғырлануының қамтитын экономика құрылымының ерекшеліктері ескерілді. Бұл ерекшеліктер модельдік бағалауды да, сараптамалық бағалауды да ескеретін болжаудың **гибридті әдісін** қолдануға әкелді.

Қаржылық шотты болжау әдістері болжаудың алдыңғы қатарлы әдістері мен тәсілдері пайда болғанда, олар нақты деректерде тексерілгенде, сондай-ақ экономикалық ортада елеулі өзгерістер туындағанда жетілдіріледі.

ҚРҰБ-нің қаржылық шотты болжау құралдары, ағымдағы шотты болжау модельдерімен бірге, төлем балансы бойынша күтулерді құрудың кешенді жүйесінің құрамдас бөлігі болып табылады. Болжамдардың нәтижелері елдің болашақ сыртқы экономикалық ағындарының қозғалысы туралы ақпарат береді және ақша-кредит саясаты бойынша шешімдер қабылдауға негіз болады.

7. Әдебиеттер тізімі

1. <https://www.msci.com/market-classification>
2. <https://data.imf.org/>
3. Киреев, А.П. Прикладная макроэкономика: учебник – Москва: Международные отношения, 2006. – С. 456.
4. Костюнина Г.М. Международное движение капитала//Международные экономические отношения: Учебник/Под ред. Н.Н. Ливенцева. – 2-е изд., перераб. и доп. – М: ТК Велби, Проспект, 2005. – С. 248-295.
5. Доклад о мировых инвестициях за 2021г./ООН, 2021. – С. 2-4, 16-18.
6. Булатов А., Квашнин Ю., Ребрей С., Сенюк Н., Татулов К. Международное движение капитала: тенденции и перспективы / Мировая экономика и международные отношения, 2018, том 62, № 8 – С. 16.
7. Mody, A., Taylor, M.P. and Kim, J.Y., 2001. Modelling fundamentals for forecasting capital flows to emerging markets. *International Journal of Finance & Economics*, 6(3), pp.201-216.
8. Mody, A., Taylor, M.P. and Kim, J.Y., 2001. Forecasting capital flows to emerging markets: a Kalman filtering approach. *Applied Financial Economics*, 11(6), pp.581-589.
9. Вечерский, А., 2011. Модель прогнозирования платежного баланса Республики Беларусь. Банковский вестник, (28), pp.14-23.
10. Çulha, A., 2006. A structural VAR analysis of the determinants of capital flows into Turkey. *Central Bank Review*, 2(2), pp.11-35.
11. Koepeke, R., 2019. What drives capital flows to emerging markets? A survey of empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, 33(2), pp.516-540.
12. Fernandez-Arias, E., 1996. The new wave of private capital inflows: push or pull?. *Journal of development economics*, 48(2), pp.389-418.
13. Calvo, G.A., Leiderman, L. and Reinhart, C.M., 1993. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *Staff Papers*, 40(1), pp.108-151.
14. Могилат, А., Селезнев, С. и Жабина С., 2021. О подготовке сценарного макроэкономического прогноза и модельном аппарате Банка России. www.cbr.ru
15. Montiel, P. and C. M. Reinhart (1999): “Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s,” *Journal of International Money and Finance*, 18, 619–635
16. Forbes, K., M. Fratzscher, T. Kostka, and R. Straub (2016): “Bubble thy neighbour: Portfolio effects and externalities from capital controls,” *Journal of International Economics*, 99, 85–104.

17. Forbes, K. J. and F. E. Warnock (2012): “Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment,” *Journal of International Economics*, 88, 235–251.
18. Calvo, G, L Leiderman and C Reinhart (1993): “Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors”, *IMF Staff Papers*, vol 40, no 1, pp 108–51.
19. Calvo, G. A., A. Izquierdo, and L.-F. Mejia (2004): “On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects,” *NBER Working Papers* 10520, National Bureau of Economic Research, Inc
20. Ghosh, A. R., J. D. Ostry, and M. S. Qureshi (2016): “When Do Capital Inflow Surges End in Tears?” *American Economic Review*, 106, 581–585
21. Carney, M (2019): “Pull, push, pipes: sustainable capital flows for a new world order”, speech at the Institute of International Finance Spring Membership Meeting, Tokyo, 6 June.
22. Bank of England. Fernando Eguren-Martin, Cian O’Neill, Andrej Sokol and Lukas von dem Berge (2020): “Capital flows-at-risk: push, pull and the role of policy”
23. Төлем балансы және халықаралық инвестициялық жөніндегі нұсқаулық: алтыншы басылым//ХВҚ, 2012.
24. *Introductory econometrics for finance*, Chris Brooks, Cambridge University Press, Cambridge, 2014.