



ҚАЗАҚСТАН ҰЛТТЫҚ БАНКІ

ИНВЕСТИЦИЯЛАР, КРЕДИТТЕР ЖӘНЕ АҚША МАССАСЫ ТҰРҒЫСЫ АРҚЫЛЫ ЭКОНОМИКАЛЫҚ ӨСІМГЕ ҚАРЖЫНЫҢ ӨСЕРІН БАҒАЛАУ

Ақша-кредит саясаты департаменті
№2021-8 экономикалық зерттеу

Оразалин Рүстем

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

Инвестициялар, кредиттер және ақша массасы тұрғысы арқылы экономикалық өсімге қаржының әсерін бағалау

2021 жылғы қараша

NBRK – WP – 2021 – 8

Автор осы жарияланымды зерттеушілік мақсатта ғана дайындады және оның ұсынымдық сипаты жоқ. Автор зерттеу нәтижелерін қандай да түсіндіру мен пайдалану үшін жауапты болмайды, себебі олар инвестициялық немесе өзге шешімдерді қабылдау үшін арналмаған.

© Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі
Материалдарды қандай да бір пайдалану автордың рұқсатымен ғана мүмкін.

Инвестициялар, кредиттер және ақша массасы тұрғысы арқылы экономикалық өсімге қаржының әсерін бағалау

Оразалин Рүстем¹

Аннотация

Осы зерттеуде негізгі капиталға салынған инвестициялардың, экономикаға кредиттердің және ақша массасының, сондай-ақ тікелей шетелдік инвестициялардың серпіні және олардың экономикалық өсуді қамтамасыз етудегі рөлі зерделенеді. Зерттеу нәтижелері 2008-2009 жылдардағы жаһандық дағдарысқа дейін қаржылық цикл капиталдың сыртқы нарықтарына шектеусіз қолжеткізу және экономикада «голландтық ауру» белгілерінің айқын көрінісі жағдайында артық ұлғаюын көрсетеді. Кейіннен капитал ағындарын қайта теңгерімдеу және шикізаттық «суперциклдың» аяқталуы іскерлік белсенділікке және қарыз ресурстарына сұранысқа әсер етті.

Солоу моделінің негізінде инвестициялардың, кредиттердің және жалпы ақша массасының қарқыны төмендеуіне қарамастан, қаржының экономикалық өсуге қосқан үлесі артып келе жатқаны анықталды. Алайда, негізгі капиталға инвестициялар салымының өсуі экономиканың тепе-тең өсуіне әкелмейді, бұл инвестициялардың қайтарымының азаюын көрсетеді. Бағалау ұзақ мерзімді экономикалық өсу төмендеуінің негізгі себебі экономиканы қаржыландыру көлемінің төмендеуінде емес, негізінен өндіріс факторларының өнімділігінің төмендеуінде екенін көрсетеді. Инвестицияның, кредиттер мен ақша массасының ұлғаюы экономикалық өсудің жоғары деңгейін қолдай алмайтындығы және ұзақ мерзімді перспективада өнімділіктің өсуін алмастыра алмайтындығы көрсетілген.

Негізгі сөздер: экономикалық өсім, инвестициялар, экономикаға кредиттер, монетизациялау.

JEL сыныптау: O11, O16, O41.

¹ Оразалин Рүстем – директордың орынбасары, Ақша-кредит саясаты департаменті, Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі. E-mail: Orazalin.rz@nationalbank.kz

Мазмұны

1.	Кіріспе	4
2.	Әдебиетке шолу	5
3.	Экономикадағы инвестицияларды, кредиттерді, ақшаны талдау	7
4.	Қаржының экономикалық өсімге қосатын үлесін бағалау	11
	4.1. Бағалау әдіснамасы	11
	4.2. Нәтижелерді талқылау	13
5.	Экономикалық өсімді қаржыландыру өсімін тежейтін жүйелік факторлар..	17
6.	Қорытындылар мен ұсынымдар	24
7.	Әдебиет тізімі	27

«Елді Үшінші жаңғырту үшін жылына ІЖӨ-ге қатысты 30%-дан астам деңгейде негізгі капиталға инвестицияларды тарту қажет. Соңғы жылдары бұл көрсеткіш бізде 20%-дан аз.

ІЖӨ-ге қатысты кредиттер үлесі де төмен болып қалуда – 25%. Нақты секторда инвестициялардың жетіспейтіні туралы айтуға болады. Ұлттық Банк белсенділік көрсетіп, экономикалық өсімге жәрдемдесуі тиіс. Үкімет пен Ұлттық Банкке экономиканың нақты секторын қаржыландыру бойынша жүйелік шешімдерді әзірлеуді тапсырамын.»

Н.Ә. Назарбаевтың 2019 жылғы 30 қаңтардағы ҚР Үкіметінің кеңейтілген отырысында берген тапсырмасы

1. Кіріспе

Қазақстанның 2050 жылға қарай көшбасшы 30 елдердің құрамына кіруі экономиканың 5%-дық деңгейде тұрақты (жыл сайын) өсуін талап етеді, ол нақты секторды қаржыландырудың жоғары деңгейін қолдауды талап етеді. Алайда, инвестициялардың, кредиттер және ақша массасының, жалпы алғанда, орта мерзімді перспективада төмендеу үрдісі бар. Осы тұрғыда бұл зерттеудің мақсаты – қаржының экономикалық өсімге қосқан үлесін бағалау, сондай-ақ экономиканы қаржыландырудың өсуін тежейтін жүйелі проблемаларды анықтау. Осы мақсатқа жету үшін мына міндеттер қойылды:

1. Экономикалық өсуді қаржылық қамтамасыз ету саласындағы теориялық және эмпирикалық зерттеулердің нәтижелерін қорыту (нәтижелер әдебиетке шолуда келтірілген);

2. Қазақстан экономикасындағы инвестицияларды, кредиттерді, ақша қаражатын талдау;

3. Экономикалық өсуге қаржы салымын бағалау;

4. Экономикалық өсуді қаржыландырудың өсуін тежейтін жүйелі проблемаларды анықтау;

5. Экономиканы қаржыландыру және ұзақ мерзімді экономикалық өсу проблемаларын жүйелі шешу бойынша ұсыныстар әзірлеу.

Нәтижелер ақша массасы мен кредиттер жалпы ішкі өнімді құрайтын инвестициялардың экономикалық өсуді қамтамасыз етудегі рөлі төмендегенін көрсетеді. Экономиканың саудаланбайтын секторларының өсуі нәтижесінде кредиттер мен инвестициялар құрылымындағы ауытқуларға байланысты экономикалық өсуді қаржыландырудың өсуін тежейтін жүйелі проблемалар анықталды.

Экономиканың дамуымен инвестициялар аз қайтарымды беретіні анықталды. Экономиканың ұзақ мерзімді өсуін төмендетудің негізгі көзі өндіріс факторларының өнімділігін төмендету болып табылады. Өнімділіктің өсуі үшін өнімді, бәсекеге қабілетті жеке секторды дамыту маңызды.

Бірінші бөлімде қаржы мен экономикалық өсудің өзара әрекеттесуінің теориялық аспектілері ұсынылған әдебиеттерге шолу жасалады. Одан әрі зерттеудің әдіснамалық негіздері және қолданылатын мәліметтер сипатталған. Зерттеу нәтижелерін талқылау келесі бөлімде ұсынылған. Қорытынды бөлімде одан әрі зерттеу үшін қорытындылар мен ұсыныстар жасалады.

2. Әдебиетке шолу

Экономикалық өсу теориясы өсудің алғашқы және маңызды неоклассикалық моделін ұсынған Solow (1956) еңбектерінен бастау алады. Ұзақ мерзімді экономикалық өсуді түсіндіретін өндірістің негізгі факторлары ретінде неоклассикалық тәсіл еңбек пен капиталмен қатар технологиялық прогресті қарастырады. Solow (1956) оған дейін қабылданған капитал емес, дәл техникалық прогресс экономикалық өсудің шешуші факторы екенін көрсетті.

Кейіннен негізгі сынға себеп болған **неоклассикалық өсу моделінің** басты болжамы техникалық прогресс эндогендікке қарағанда экономикалық жүйеден тыс немесе модельденген жүйенің ішіндегі процестермен байланысты емес айқындаушы **экзогендік** болып табылады.

Техникалық процестің адами капиталға, сол арқылы оқу процесінде жинақталған ғылыми білім мен практикалық тәжірибе көлеміне тәуелділігі Romer (1990) жұмыстарынан басталған **эндогендік өсу модельдеріне** бетбұрысты анықтады. **Эндогендік өсу теориясына** сәйкес ұзақ мерзімді экономикалық өсудің негізгі көзі — технологиялық прогресс — бұл инновацияға, жаңа технологияларға айналатын және экономикалық өсуге айтарлықтай үлес қосатын адами капиталды инвестициялау, зерттеу және әзірлеу нәтижесі болып табылады. өсудің екі моделінің басты айырмашылығы осыда болды.

Экзогендік және эндогендік өсу теорияларынан тыс зерттеушілер **географиялық, мәдени және институционалдық жағдайлар** сияқты өсу факторларына жүгінді. Мысалы, *табиғи ресурстардың* немесе *қолайлы табиғи-климаттық факторлардың* болуы басқа тең жағдайларда экономиканың тез өсуіне бейімділікті айқындайды. *Мәдени және діни құндылықтар* жеке тұлғалардың артықшылықтарын анықтайды, олардың мінез-құлқына әсер етеді, нәтижесінде экономикалық белсенділікті қалыптастырады. Weber (1930), мысалы, капитализмның протестанттық көздері туралы атаған.

Бірақ экономикалық өсудің **институционалдық факторы** ең танымал болды. Acemoglu және Robinson (2005) ұзақ мерзімді өсудің басты шарты географиялық жағдайлар емес, **институттардың сапасы** болып табылатынын, бұл ретте еңбек ресурстары мен технологиялардың сапасы да қайталама екенін көрсетті. Институттар деп *заңның үстемдігін, меншік құқығын қорғауды, нарыққа кіруді* және т. б. қоса, экономикалық агенттердің өзара әрекеттесуін қалыптастыратын **қоғамдағы ойын қағидаларын** түсінуге болады. Корей эксперименті жарқын мысал бола алады: 1948 жылы Солтүстік және Оңтүстік Корея бөлінгеннен кейін, біріншісі капитал мен жерге жеке құқықсыз кеңестік социализм моделін, соңғысы — жеке меншік және нарықтық дамуды таңдады. 1990-шы жылдардың соңына қарай Оңтүстік Корея ІЖӨ ж.б.ш. ППС бойынша 16 мың АҚШ долларымен Азия елдері арасында «экономикалық ғажайыптың» бірі болды. Бүгінгі таңда Оңтүстік Кореяның сатып алу қабілетінің паритеті бойынша жан басына шаққанда

ІЖӨ -сі 40 мың АҚШ долларынан астам болды, ал Солтүстік Кореянікі – 2 мың АҚШ долларынан аз.

Өсу теориясында **қаржы** өсу факторы ретінде қарастырылмайды (Levine, 2004). Экономикалық өсу бойынша теориялық және эмпирикалық әзірлемелерге шолуды қамтитын Meier және Seers эссе жиынтығында (1984) қаржы экономиканың даму факторы ретінде талқыланбайды да. Lucas (1988) экономикалық өсудің детерминанттары туралы кәсіби пікірталастарда қаржының маңыздылығы асыра айтылғанын атап өтті.

Robinson (1952) қаржы секторы нақты сектордағы дамудан кейін болады және қаржы экономикалық өсуді туындатпайды, тек нақты сектор жағынан сұраныстың өзгеруіне жауап береді деп тұжырымдады.

Керісінше, Gerschenkron (1962) дамыған қаржы жүйесі индустрияландырудың маңызды шарты деп мәлімдеді. Stiglitz (2010) қаржы нарықтары экономикалық өсуге айтарлықтай үлес қосатынына сенімді болды.

Академиялық шеңберде қаржы мен экономикалық өсу арасындағы байланыстар туралы ұзақ жылдар бойы жалғасып келе жатқан пікірталастарға қарамастан, осы байланыстың маңыздылығы мен бағыты туралы консенсус жоқ.

Әр түрлі көзқарастар мен еңбектерді қорытындылай келе, қаржы мен экономикалық өсудің байланысы мәселесіне қатысты бір-бірінен ерекшеленетін үш негізгі теорияны шартты түрде ажыратуға болады:

1. «Қаржылық ұсыныс» теориясы. Оның жақтастары қаржылық даму деңгейінің экономикалық өсуге айтарлықтай әсерін жақтайды. McKinnon (1973), Stiglitz (1993) қаржылық қызметтерді ұсынып қаржы институттары мен нарықтар экономиканың өсуіне алғышарттар жасайды деп мәлімдейді. Қаржысыз экономиканың өсуіне қолжеткізу мүмкін емес.

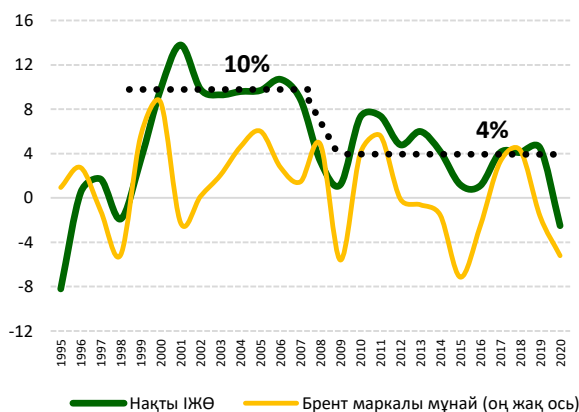
2. «Қаржылық сұраныс» теориясы, оған сәйкес қаржылық даму нақты сектордағы оқиғалардың салдары болып табылады және экономикалық өсуден кейін орын алады. Бұл болжамды Robinson ұсынды (1952). Кейіннен оның эмпирикалық дәлелі көптеген зерттеушілердің еңбектерінде көрініс тапты, соның ішінде Arestis, Demetriades (1997), Guryay және басқалары (2007).

3. «Қаржы мен экономикалық өсу арасындағы екі бағытты себептік байланыс» теориясы. Ол қаржылық ұсыныс пен сұраныс теорияларының арасында тұр. Бұл теорияны жақтаушылар қаржы секторы мен экономикалық өсудің өзара әсерін мойындайды. Greenwood, Smith (1997), сондай-ақ Demetriades (1996) қаржы жүйесі экономикалық өсуге ықпал ете алатындығын көрсетті, өз кезегінде, экономикалық өсу қаржылық қызметтерге сұранысты алдын ала айқындайды.

3. Қазақстан экономикасындағы инвестицияларды, кредиттерді, ақшалай қаражатты талдау

Қазақстандағы экономикалық өсу қарқыны мұнай бағасының екі есеге жуық төмендеуі аясында әлемдік қаржы дағдарысынан кейін айтарлықтай баяулады, ол экономикалық өсудің драйвері болып қала береді. Ұзақ мерзімді экономикалық өсу 10%-дан (2000-2007 жылдардағы өсудің орташа қарқыны) 4%-ға дейін (2008-2020 жылдардағы өсудің орташа қарқыны) төмендеді (1-сурет).

1-сурет. Нақты ІЖӨ және brent маркалы мұнайдың серпіні %-бен, ж/ж



Дереккөзі: ҚР СЖРА Ұлттық статистика бюросы, Сент-Луис Федералды резервтік банкі (АҚШ)

2-сурет. Экономикалық өсудің құрылымдық және циклдік құрамдастары



Дереккөзі: ҚР СЖРА Ұлттық статистика бюросы, автордың есебі

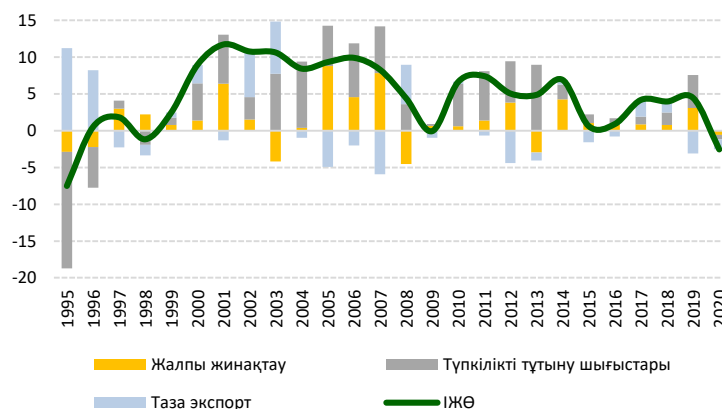
2000 жылдардағы шикізат бағасының «суперциклінен» кейін циклдық шектен асу және шикізатты көп болуымен қатар жүретін экономиканың өсу қарқыны өсудің ұзақ мерзімді құрылымдық та, циклдік те компоненттерінің есебінен баяулайды.

«Тақтатас ревалюциясы» әлемдік мұнай ұсынысының сұраныстан құрылымдық асып кетуін және әлемдік нарықтардағы мұнай бағасының төмендеуін тудырды, бұл сақталып отырған әртараптандырудың төмендігі және өнімділіктің төмендеуі кезінде Қазақстан экономикасындағы құрылымдық өзгерістерге алып келді. Бағалау ІЖӨ-нің құрылымдық құрамдасы 2000 жылдардың басынан бастап 5 еседен астам төмендегенін көрсетеді (2-сурет).

Экономиканың өсу әлеуетінің төмендеуі экономикалық өсуге инвестициялардың салымының төмендеуімен қатар жүрді. Әлемдік қаржы дағдарысына дейінгі кезеңде (1997-2007 жылдары) экономиканың өсуіне инвестициялардың үлесі орта есеппен 3 пайыздық тармақты құрады, бұл ретте жекелеген жылдары ол 9 пайыздық тармаққа дейін жетті (3-сурет).

2010-2020 жылдардағы жаһандық қаржы дағдарысынан кейін экономиканың өсуіне инвестициялардың үлесі дағдарысқа дейінгі кезеңмен салыстырғанда 1,2 пайыздық тармаққа дейін немесе 2,5 есе төмендеді (2020 жылғы дағдарысты қоспағанда, төмендеу 2,2 есе болды).

3-сурет. Түпкілікті пайдалану әдісімен ІЖӨ



Дереккөзі: ҚР СЖРА Ұлттық статистика бюросы

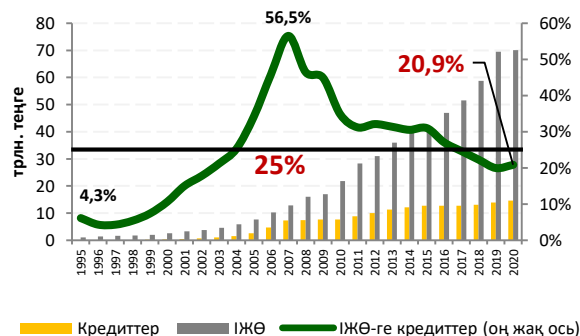
2008-2009 жылдардағы дағдарысқа дейінгі кезеңде негізгі капиталға салынған инвестициялардың өсуі тікелей шетелдік инвестициялардың едәуір ағыны, ішкі жинақтардың ұлғаюы және кредиттеудің өсуі аясында болды (4, 5, 6, 7-суреттер). Бұған сыртқы факторлардың оң өзгерістері, атап айтқанда шикізат бағасының ұзақ кезеңі ықпал етті. Әлемдік қаржы және тауар нарықтарындағы жағдай тұрақты болды. Отандық экспорттың негізгі позицияларына баға конъюнктурасы қолайлы қалыптасты. Отандық кәсіпорындар мен банктердің инвестициялық және кредиттік белсенділігін шетелдік капитал қолдады. Әлемдік капитал нарықтарының жоғары өтімділігінің арқасында сыртқы инвестициялар қарқынды өсті (7-сурет). Нәтижесінде капиталдың жинақталуы 2000-2007 жылдары неғұрлым жоғары қарқынмен қаржыландырылды.

4-сурет. Негізгі капиталға инвестициялар



Дереккөзі: ҚР СЖРА Ұлттық статистика бюросы, автордың есебі

5-сурет. Экономикаға кредиттер

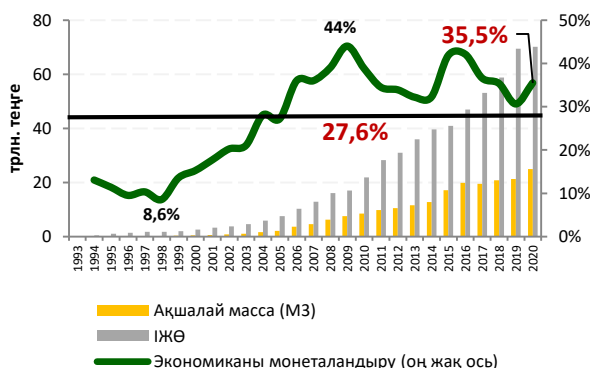


Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі, ҚР СЖРА Ұлттық статистика бюросы, автордың есебі

2005 жылға қарай негізгі капиталға салымдар деңгейі 1996 жылғы ең төменгі 11%-дан үш есе дерлік ұлғайып, ІЖӨ-нің ең жоғары деңгейіне 31,9%-ға жетті (4-сурет). ІЖӨ-ге кредиттер 2007 жылы 56,5% ең жоғарғы шегіне жетті, бұл 1997 жылы банк жүйесін құру кезіндегі 4,3%-дан 13 еседен астам өсті (5-сурет). Іскерлік белсенділіктің өсуі ақшаға деген сұраныстың

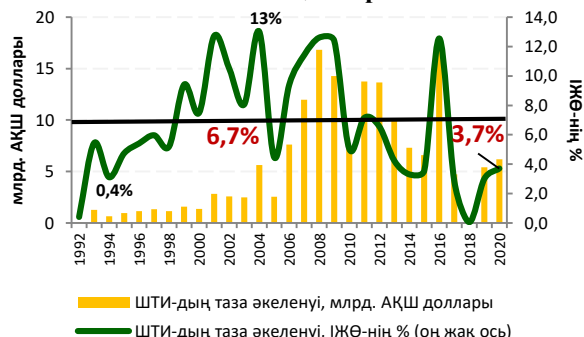
өсуіне әкелді. Ішкі жинақ құрылымында депозиттер өсті. Нәтижесінде экономиканы монеталандыру жоғары қарқынмен өсіп, 2009 жылы 44%-ға жетті (6-сурет).

6-сурет. Экономиканы монеталандыру



Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі, ҚР СЖРА Ұлттық статистика бюросы, автордың есебі

7-сурет. Шетелдік тікелей инвестициялар

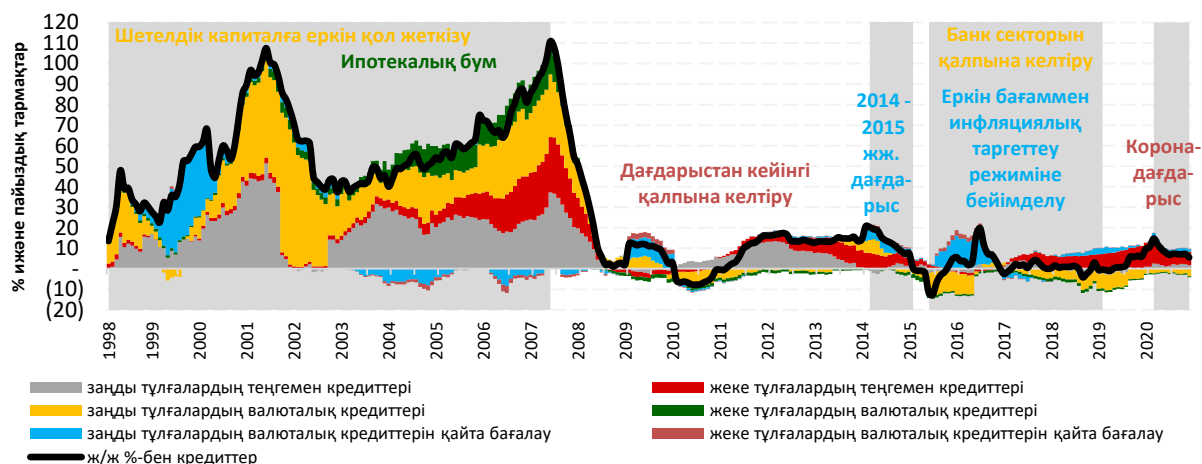


Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі, ҚР СЖРА Ұлттық статистика бюросы, автордың есебі

Банктердің сыртқы капитал нарықтарының жоғары өтімділігі жағдайында шетелдегі кредиттерге қол жетімділігі 2000 жылдары тұтынушылық белсенділіктің өсуіне ықпал етті. Тұтынушылық және ипотекалық кредит, әсіресе валюталық кредит қарқынды дамыды. Соңғысы қаржы құралдарының шектеулілігі жағдайында қарқынды болған тұрғын үй құрылысы нарығындағы «серпіліске» ықпал етті. Экономика субъектілерінің бос қаражаты жылжымайтын мүлікке салымдарға жіберілді. Осы жылдары экономиканың шамадан асуының айқын белгілері байқалды, ІЖӨ-ге қатысты банктік кредиттеу рекордтық 56,5%-ға дейін ұлғайды.

Жаһандық қаржы дағдарысының басталуымен және әлемдік капитал нарығының қысылуымен шетелдік тікелей инвестициялардың ағыны күрт төмендеді (7-сурет). 2000 жылдардың басында банктердің кредиттерінің өсуіне біршама үлес қосқан негізінен валюталық корпоративтік кредиттеу, негізінен валюталық бөліктің төмендеуі есебінен банктік кредиттеудің өсуіндегі өз рөлін айтарлықтай төмендетті (8-сурет).

8-сурет. Банктердің кредиттік портфелінің өсу факторлары



Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі, автордың есебі

Шын мәнінде, 2000 жылдары банк секторы шамадан тыс болды. 110%-ға жеткен кредиттердің өсуі жылжымайтын мүлік нарығындағы ұқсас «көпіршікті» қамтитын айқын «көпіршікті» көрсетті.

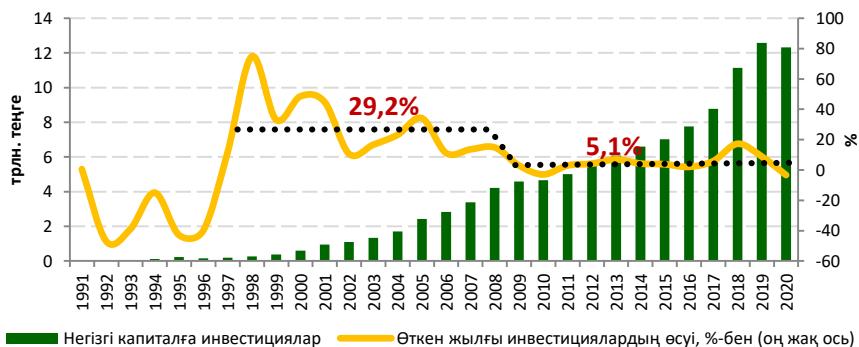
Жаһандық қаржы дағдарысы ипотекалық «көпіршікті» көбейтіп жіберді. Құрылыс және сауда секторлары кредиттеудің қарқынды өсуін қолдауды тоқтатты. Кейіннен кредиттердің өсуі баяулап, тепе-теңдік деңгейіне оралды. Алайда, жұмыс істемейтін қарыздардың біршама проблемасы жинақталды, оны шешуге 2015 жылдан бастап 2019 жылдар аралығында банк секторының онықтылығын арттыру шеңберінде біршама күш-жігер бағытталды.

Банктік өтімділіктің сатылмайтын секторларға ауысуы 2000 жылдары мұнай кірістерінің айтарлықтай түсуіне және шетел валютасының ағынына байланысты теңгенің нығайып келе жатқан айырбастау бағамы жағдайында болды. Сауда-саттық жасалмайтын секторда, әсіресе сауда, құрылыс, жылжымайтын мүлік, көлікте ішкі сұраныс артып, осы салалардағы жалақы мен жұмыс орындары өсті. Мұнай секторының өркендеуі және мұнайға жатпайтын сауда салаларының, әсіресе экспорттық әлеуеті бар ауыл шаруашылығы мен өңдеу өнеркәсібінің біршама әлсіреуі кезінде ресурстардың сатылмайтын секторларға ауысуы «голланд ауруының» белгілерін көрсетті.

Макроэкономикалық өлшемдердің өсіп келе жатқан құбылмалылығымен қатар, өнімділігі төмен сатылмайтын секторлардың пайдасына экономика құрылымындағы шиеленіскен қарама-қайшылықтар экономикадағы белгісіздік пен тәуекелдерді арттырды, бұл қаржы секторының тәуекелдерді бағалауына және олардың экономиканы қаржыландыру серпініне теріс әсер етті.

Соның салдарынан негізгі капиталға салынған инвестициялардың өсу қарқыны жаһандық қаржы дағдарысынан кейін экономикалық өсудің құрылымдық құрамдасының төмендеуі аясында баяулады. Тікелей шетелдік инвестициялар ағынының төмендеуі және кредиттеу негізгі қорларға жалпы салымдардың қысқаруын күшейте түсті. Негізгі капиталға салынған инвестициялардың екі таңбалы өсу қарқыны (1997-2007 жылдары орта есеппен 29,2%) бір мәнді емес қарқынға ауысып, әлемдік қаржы дағдарысынан кейін 6 есе дерлік төмендеді (2008-2020 жылдары 5,1%-ға дейін) (9-сурет).

9-сурет. Негізгі капиталға инвестициялардың серпіні



Дереккөзі: ҚР СЖРА Ұлттық статистика бюросы, автордың есебі

ІЖӨ-ге негізгі капиталға инвестициялар 2005 жылғы ең жоғарғы 31,9% белгісінен 2020 жылы 17,6%-ға дейін төмендеді (4-сурет).

Келесі бөлімде өндіріс факторларын ескере отырып, экономикалық өсу моделі негізінде экономикалық өсуге қаржы салымын бағалау нәтижесі келтіріледі.

4. Экономикалық өсуге қаржы салымын бағалау

4.1. Бағалау әдістемесі

Жалпы, зерттеу барысында талдау мен синтездің жалпы ғылыми әдістері қолданылды, олардың үйлесуі зерттеуге жүйелі, жан-жақты көзқарасты қамтамасыз етеді. Нақты ІЖӨ серпіні және оның негізгі капиталға инвестициялардың, экономикадағы кредиттердің, экономикадағы ақша қаражатының өсуіндегі рөлі талданады. Негізгі капиталға салынған инвестицияларға және негізгі капиталдың жалпы жиналуына басты назар аударылады, өйткені олар экономикадағы барлық қаржы құралдары мен жалпы шығарылым арасындағы негізгі байланысты білдіреді.

Экономикадағы ақшаның жалпы көлемі кең ақшалай массамен сипатталады, оның бір бөлігі экономиканы банктердің кредиттері түрінде қаржыландыруға жұмсалады. Өз кезегінде, нақты секторға кредиттер айналым капиталын немесе негізгі капиталды қаржыландыруға жіберіледі. Негізгі капиталға бағытталған кредиттердің бір бөлігі негізгі капиталға салынған инвестицияларда көрсетіледі. Кредиттерден басқа, негізгі капиталға салынған инвестицияларда негізгі қаражатта көрсетілген тікелей шетелдік инвестициялардың бір бөлігі ескеріледі. Осыған байланысты негізінен негізгі капиталға салынған инвестициялардың серпіні зерттеледі. Банктердің кредиттері, сыртқы инвестициялар және жалпы алғанда ақшалай масса негізгі капиталға инвестицияларды қаржыландырудың алғышарттары ретінде қарастырылады.

Айналым капиталына қарағанда негізгі капиталға баса назар аудару ұзақ мерзімді экономикалық өсу үшін өндіріс процесіне бірнеше рет қатысатын негізгі капитал (ғимараттар мен құрылыстар, машиналар мен жабдықтар және т.б.) маңызды болып көрінетіндігімен түсіндіріледі, ал айналым капиталы қысқа мерзімде өндірістің әр циклі кезінде бір рет қолданылады және толығымен тұтынылады (шикізат, материалдар, қорлар, кәсіпорынның ақшалай қаражаты және т. б.).

Негізгі капиталға инвестициялардың экономикалық өсуге қосқан үлесін бағалау ұлттық шоттар жүйесі шеңберінде де жүзеге асырылды. Түпкілікті пайдалану әдісімен ІЖӨ негізгі капиталдың жалпы жинақталуын қамтиды, бұл капиталдың экономикалық өсуге қосқан үлесін тікелей түрде бағалауға мүмкіндік береді. Бұдан басқа, өндіріс факторлары (капитал, еңбек, өндіріс факторларының өнімділігі) бойынша экономикалық өсуді бөлуге мүмкіндік беретін кең таралған баламалы талдау құралдары бар.

Өндіріс факторлары бойынша экономикалық өсуді бөлу техникалық прогресті, капиталды және еңбекті ескере отырып, Кобба-Дугластың

өндірістік функциясына негізделген Солоу өсу моделін құру арқылы жүзеге асырылды:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha} \quad (1)$$

мұнда Y – ішкі жалпы өнім, A - жиынтық факторлық өнімділік (Солоу қалдығы ретінде айқындалатын техникалық прогресс), K - капитал, L – еңбек, α - капитал бойынша икемділік коэффициенті (капиталдың жиынтық өнімдегі үлесі, K/Y), $(1-\alpha)$ - еңбек бойынша икемділік коэффициенті (жиынтық өнімдегі еңбек үлесі, L/Y), t уақыт сәтін білдіреді. Өндірістік функция масштабтан тұрақты қайтарым қасиетіне ие, демек $\alpha + (1-\alpha) = 1$, $0 < \alpha < 1$.

Капиталды бағалау үздіксіз түгендеу (perpetual inventory method) әдісі бойынша стандартты тәсілмен жүзеге асырылады:

М
Б
Ү
А
Н
С
Д
Т
а
Б

=
1

Экономикалық өсу декомпозициясындағы еңбек факторының рөлін бөлу үшін мынадай формула пайдаланылады:

Капитал қоры, I – негізгі капиталға инвестициялар, δ - амортизация нормасы.

мұндағы E – бұл еңбекке қабілетті жастағы халық саны (15-64 жас, h – бқытудың орташа ұзақтығының функциясы ретінде есептелетін s^2 адам капиталының орташа деңгейі.

Активтер кластары бөлінісінде негізгі капиталды амортизациялау Нормасы, жиынтық өнімдегі еңбек үлесі Inklaar және Timmer (2013), Barro және Lee (2010) салатын болжамдарды ескере отырып есептелді.

(1) теңдеуді логарифмдеу өндірістік функцияның сызықтық формасын алуға мүмкіндік берді:

(3) $\log Y_t = \log A_t + \alpha \log K_t + (1-\alpha) \log L_t$ және

(5) теңдеуді саралап, өндіріс және шығару факторларының өсімі алынды, сол арқылы экономикалық өсу өндіріс факторлары бойынша бөлінді:

$$d \log Y_t = d \log A_t + \alpha \cdot d \log K_t + (1-\alpha) \cdot d \log L_t \quad (6)$$

Экономикалық уақытша қатарлардан ұзақ мерзімді трендтер мен Циклдерді бөлу үшін уақытша қатарды тегістеудің статистикалық әдістері пайдаланылды. ІЖӨ-нің берілген деңгейі кезінде инвестициялардың қажетті

ж

ә

н

15 жастан асқан халық үлесінің және білім беру ұзақтығының туындысы ретінде айқындалған

Т

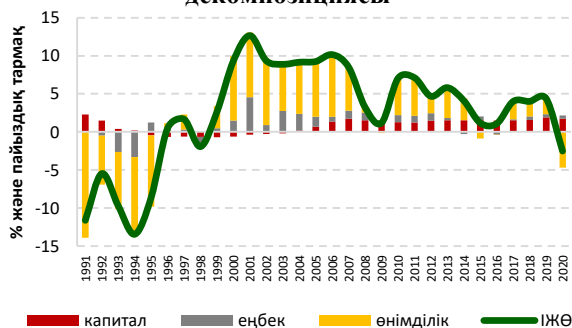
і

өсу қарқынын бағалау үшін ең аз шаршы метр әдісі негізінде көптеген регрессиялық модель қолданылды.

4.2. Нәтижелерді талқылау

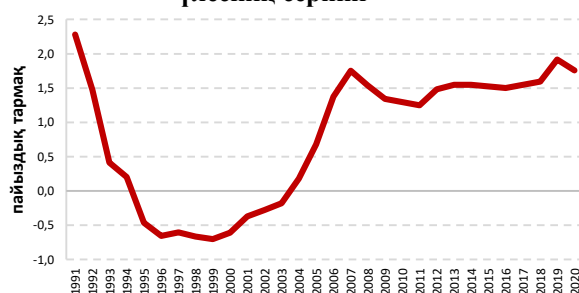
Солоудың өсу моделі негізінде өндіріс факторлары бойынша экономикалық өсудің декомпозициясы 1990-шы жылдардағы сәтсіздіктен кейін 2000-шы жылдардың басында күрт қалпына келіп, экономикалық өсуге инвестициялардың үлесі өте баяу өсетінін көрсетеді (10 және 11-суреттер). Алайда, капитал салымының қалпына келуіне қарамастан, экономикалық өсу неғұрлым төмен деңгейде қалыптасады. Капиталдың өсіп келе жатқан салымы кезінде экономикалық өсудің баяулауы инвестициялардан түсетін кері қайтарымды көрсетеді.

10-сурет. Өндіріс факторлары бойынша экономикалық өсудің декомпозициясы



Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі, ҚР СЖЖРА Ұлттық статистика бюросы, ХВҚ, ДБ, ЭЫДҰ, БҰҰ, автордың есептеулері

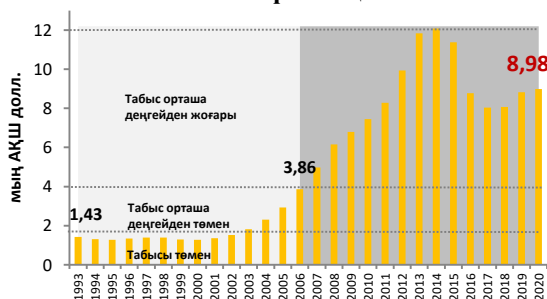
11-сурет. Экономиканың өсуіне капиталдың жалпы жинақталу үлесінің серпіні



Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі, ҚР СЖЖРА Ұлттық статистика бюросы, ХВҚ, ДБ, ЭЫДҰ, БҰҰ, автордың есептеулері

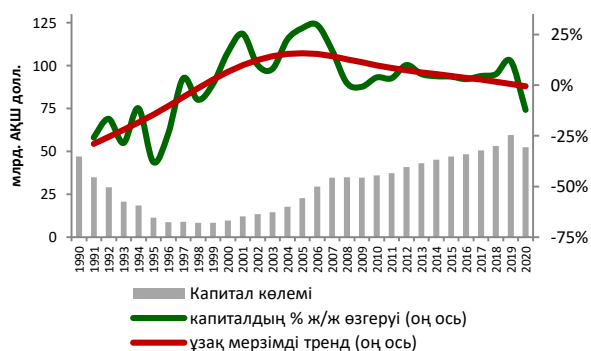
1990-шы жылдары тұрмыс-тіршіліктің барлық салаларына қатысты ауқымды реформалар, сондай-ақ нарықтық экономикаға көшу жүргізілді, олар одан әрі өсуге негіз болды. 2000 жылдардың басында экспортталатын шикізаттың жоғары бағасы және инвестициялар ағыны қолдау болды, бұл экономиканың көтерілуіне және елдің 2006 жылдан бастап орташа деңгейден жоғары табысы бар елдер тобына кіруіне ықпал етті (12-сурет).

12-сурет. Жан басына шаққандағы жалпы ұлттық табыс



Дереккөзі: Дүниежүзілік Банк

13-сурет. Негізгі капиталдың жалпы жинақталуы (2010 жылғы тұрақты бағамен)



Дереккөзі: ҚР СЖЖРА ҰСБ, автордың есептеулері

Экономиканың қарқынды өсу кезеңі негізгі капиталдың жинақталуымен қатар жүрді, ол 2006 жылы рекордтық 29,7% өсімге жетті. 2020 жылы

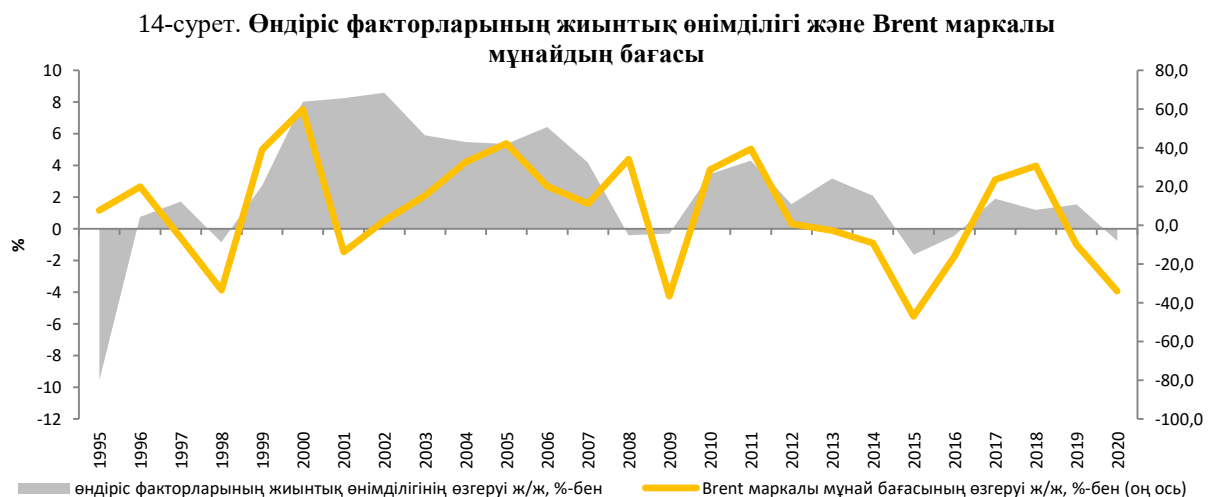
жинақталған капиталдың абсолюттік мәнінің 17 трлн теңгеден асып кетуіне қарамастан, негізгі капиталдың жалпы жинақталу серпіні 2006 жылдан кейін айналымын бәсеңдетті, оның ұзақ мерзімді тренді нөлге түсуде (13-сурет).

Қазақстанның табысы орташадан жоғары елдер тобының деңгейіне қол жеткізуімен капитал жинақтау серпінің әлсіреуі де капиталдан шекті қайтарымның төмендегенін көрсетеді. Экономиканың дамуына және капиталдың жинақталуына қарай инфрақұрылым мен күрделі игіліктерге салынған әрбір теңгенің қайтарымы азайып келеді.

Ұзақ мерзімді экономикалық өсудің төмендеуінің негізгі себебі өндіріс факторларының өнімділігінің төмендеуі болып табылады. 1990-шы жылдардың басында өнімділіктің өсуі ауқымды нарықтық реформалар, кеңінен жекешелендіру, экономиканы ырықтандыру және сыртқы инвестицияларды тарту, қаржы нарығын қалыптастыру есебінен болды.

Дәл осы елдің қалыптасуының басында өнімділік құрылымдық реформалар мен ресурстарды қайта бөлудің тиімділігін арттыру есебінен өсуге айтарлықтай әсер етті.

Өнімділіктің өсу сапасы бір жағынан жалған және мұнай циклімен байланысты болды. Шикізаттық «суперцикл» 2000-шы жылдардың басында «голландтық аурудың» өршуі жағдайында саудаға жатпайтын сектор арқылы барлық жиынтық сұраныстың өсуіне себеп болды. Соның салдарынан өндірістің жиынтық көлемі ұлғайды, бұл еңбек бірлігіне қайта есептегенде өнімділіктің өсуіне алып келді. Кейіннен жоғары шикізат бағалары кезеңінің аяқталуымен өнімділік төмендейді. Нәтижесінде, мұнай бағасының өсу кезеңінде өнімділік өседі, төмендеу кезеңінде - қысқарады (14-сурет).



Дереккөзі: : ҚР Ұлттық Банкі, ҚР СЖЖРА Ұлттық статистика бюросы, ХВҚ, ДБ, ЭЫДҰ, БҰҰ, Сент-Луис федералдық резервтік банкі (АҚШ), автордың есептеулері

2000-шы жылдардың басынан бастап салынып жатқан күш-жігерге, Қазақстан Республикасының 2003-2015 жылдарға арналған индустриялық-инновациялық даму стратегиясынан бастап бюджет көлемі қомақты мемлекеттік бағдарламаларды іске асыруына қарамастан, экономика құрылымын әртараптандыру және шикізат циклынан алшақтау әрекеттері қалаған нәтижені бермеді.

Инвестициялық жобадан орта есеппен 5 жыл ішінде қайтарым алу мүмкіндігін ескере отырып, табысы жоғары елге айналу баяулады, бұл институттардың әлсіздігіне және экономикалық өсудің жаңа моделіне көшудің болмауына байланысты болды.

Дәл осы табысы орташа елдердің деңгейіне жету кезеңінде кідіріп қалу және одан әрі өту мүмкіндігінің болмауы «орташа табыс тұзағының» («middle income trap») белгісі деп есептеледі. Жоспарлы экономикадан нарықтық экономикаға көшу жолымен өндіріс факторларын қайта бөлудегі тиімсіздіктің бастапқы себептері жойылғаннан кейін Қазақстан білім берудің, урбанизацияның және өнеркәсіптік дамудың базалық деңгейіне қол жеткізе отырып, «орта табыс тұзағының» проблемасын да басынан өткеруде.

Әлемдік тәжірибе көрсеткендей, өндіріс факторларының өнімділігі елдің төменгі деңгейден орташа табыс деңгейіне көшуінде, атап айтқанда ортадан жоғары деңгейге көшу кезеңінде (Kim, Park, 2017) аса маңызды мәнге ие. Арзан жұмыс күшінің есебінен индустрияландыру, қолданыстағы технологиялардың импорты, қуып жетуші дамудың бастапқы кезеңдерінде немесе дамудың төмен деңгейінен орташа деңгейіне өту кезінде базалық білім беруді қалыптастыру келесі кезеңде экономиканың күрделілік деңгейін арттыру үшін қосылған құнды арттыру және адами капиталды ұлғайту, ҒЗТҚЖ-ны, инновациялар мен олардың өсуі үшін дағдыларды ұлғайту арқылы күшейтілуге тиіс.

2050 жылға қарай көшбасшылардың отыздығына кіру жөніндегі өршіл міндетті ескерсек, Қазақстанның жағдайында өнімділікті арттыру әсіресе өзекті, алайда өнімділікті арттырусыз мақсатқа жету орасан зор қаржылық салымдарды талап етеді. Ең аз шаршылар әдісімен көптеген регрессиялық модель негізінде бағалау³ басқа да жағдайлар бірдей болған кезде инвестициялар тарихи орташа мәндерден 2 есе жоғары (1995-2020 жылдары орташа шамамен алғанда 6%) қарқынмен (11% деңгейінде) өсуі тиіс екенін көрсетеді. Дүниежүзілік Банктің бағалауы бойынша, дамыған отыз елдің қатарына кіру үшін Қазақстанда басқа да жағдайлар бірдей болған кезде инвестицияларды ІЖӨ-нің 60%-дан (Revilla, Keller, 2018) астамға дейін өсіру қажет. Инвестициялардың негізгі капиталға ІЖӨ-ден 22% деңгейіндегі тарихи орташа мәнін және 2005 жылы ІЖӨ-нің 32%-дық өрлеу кезеңіндегі ең жоғарғы мәнін ескерсек, ІЖӨ-ге инвестициялардың 60% деңгейіне қол жеткізу орасан зор күш-жігерді талап етеді.

Осыған байланысты экономика өнімділігінің сапалы өсуін арттыруға баса назар аудару маңызды деп есептеледі. Қазақстанда өндіріс факторларының өнімділігін сапалы арттыру үшін операциялық процестерді автоматтандыру және оларды цифрландыру, сондай-ақ жаңа технологияларды

³Тәуелді айнымалы ретінде ішкі жалпы өнімнің нақты көлем индексі жыл-жылға% тұрақты бағада, тәуелсіз айнымалылар - түпкілікті пайдалану әдісімен жалпы ішкі өнім компоненттерінің нақты көлем индексі (түпкілікті тұтынуға, жалпы жинақтауға, тауарлар мен қызметтердің экспорты мен импортына арналған шығыстар) жыл-жылға %-бен пайдаланылды. Қазақстанның әлемнің ең дамыған 30 мемлекетінің қатарына кіруі жөніндегі тұжырымдамаға сәйкес экономика өсімінің нысаналы деңгейі жылына шамамен 5%-ды құрайды.

енгізу жеткіліксіз. Жеке сектордың дамуын шектейтін және институттарды күшейту, тауарлар нарығының тиімділігін арттыру, бәсекелестікті қарқынлату және нарықтық шоғырлануды төмендету арқылы өнімділіктің өсуін тежейтін іргелі проблемаларды шешу маңызды. Тауар нарықтарының әлсіздігі мен тиімсіздігі халықаралық рейтингтермен расталады.

Ірі мемлекеттік кәсіпорындар экономикалық өсуге айтарлықтай үлес қосып келеді. Мемлекеттің экономикаға қатысуы квазимемлекеттік сектордың дамуына қарай кеңейді, бұл бұдан әрі нарықтық экономикаға көшудің бәсеңдеуіне әкелді. Жеке сектор толыққанды дамыған жоқ.

Қазақстанның тауар нарығы бойынша ЭЫДҰ шолуы Қазақстан экономикасындағы квазимемлекеттік сектордың кез-келген ЭЫДҰ еліне қарағанда көбірек танылғанын көрсетеді. Нарықтарда, әсіресе желілік секторларда (ақпараттық-коммуникациялық технологиялар, көлік, оның ішінде мұнай өнімдері мен газды тасымалдау, энергиямен жабдықтау, сумен жабдықтау, су тарту және т.б.) ірі кәсіпорындар, атап айтқанда кәсіпорындардың басқаруы әлсіз болып келетін квазимемлекеттік кәсіпорындар басым болып тұр. Дүниежүзілік банктің деректері бойынша, нарықтарда басым болып тұрған ескі кәсіпорындар жаңадан құрылған шағын кәсіпорындар өнімділігінің өсуінен артта қалады.

Мемлекеттің экономикаға әсерінің артуынан нарықтық тетіктер бұрмалануда. Экономиканың басқа салаларының дамуына және халықтың тіршілігін қамтамасыз етуге айтарлықтай әсер ететін желілік салалардағы монополия, сондай-ақ тарифтік саясаттың жетілмегендігі экономиканың жалпы бәсекеге қабілеттілігіне теріс әсер ететін бәсекеге қабілетсіз бағалар мен өндірістік квоталарға алып келеді.

Жеке кәсіпорындармен салыстырғанда үйлесімсіз жоғары шығарылыммен және экономикаға қосқан үлесімен өлшенетін экономикаға мемлекеттік кәсіпорындар мен квазимемлекеттік сектордың айтарлықтай қатысуы субсидиялар мен басқа да бұрмалануларға негізделген баға мен өндірістің тиімсіз қалыптасуына апарады, ал бұл өз кезегінде жеке секторға кедергі болады.

Квазимемлекеттік сектор жекелеген салаларда әрі бүкіл экономикада даму саясаты мен бәсекелестігіне ықпал ете алатын экономикалық дамудың мемлекеттік саясатының қуатты құралына айналды. Нарықта басым болып тұрған кәсіпорындар бюджеттен жеңілдікпен қаржыландырылатын және қаржылық көмек алу арқылы банкроттықтан қорғалатын қосымша мүмкіндіктерге ие. Өз кезегінде, бұл ішкі нарықтағы бәсекелестікке теріс әсер етеді.

Нарықтық тетіктердің бұрмалануы ресурстарды тиімді және әділ бөлуге, оларды өнімді кәсіпорындарға бағыттауға кедергі келтіреді. Экономиканы әртараптандыру және өндіріс факторларының өнімділігін арттыруға салынған күш-жігер әлсіреуде.

ЭЫДҰ мен Дүниежүзілік банк жаңа ойыншылардың нарыққа кіруіне, әсіресе желілік секторларда үлкен кедергілердің тұрғанын атап көрсетуде. Қазақстандық кәсіпорындарға қосылған құны төмен секторларда нарыққа кіру

оңай. Мұның себебі экономика құрылымындағы бұрмаланулар салдарынан өнімділігі төмен, сатылмайтын сектордың өсуінен. Қосылған құны жоғары секторларда бизнес жүргізу кезінде кедергілер жоғары болады.

Инновациялар мен өнімділіктің өсуінің маңызды құрамдас бөлігі болып табылатын бәсекелестіктің аталған іргелі негіздерін шешу, сондай-ақ адам капиталы мен институттардың сапасын арттыру экономиканың сапалы тұрақты ұзақ мерзімді өсуіне алып келетін құрылымдық өзгерістердің қажетті талаптары болып табылады.

Жеке сектордың жай-күйін сапалы жақсарту және оның бәсекеге қабілеттілігін арттыру оның қаржы секторы үшін тартымдылығын арттыру және экономиканы нарықтық қаржыландырудың өсуі үшін негіз болады.

5. Экономиканы қаржыландыруды тежейтін жүйелі факторлар

Құрылымдық факторлар экономиканы қаржыландыруда шешуші рөл атқарады. Экономиканы әртараптандырудың осал нәтижелері жеке сектордың тиімсіздігінің және тиісінше экономикадағы жоғары кредиттік тәуекелдердің сақталуына алып келеді.

Соңғы жылдары банк секторы қаржылық орнықтылығын едәуір арттырды. Банктердің несие портфелінің сапасы жақсарды, Қаржы секторының тұрақтылығын арттыру бағдарламасы шеңберінде акционерлердің банктерді үстеме капиталдандыруы жүзеге асырылды.

ЕДБ несие портфелінің сапасы жақсаруына қарамастан, нақты сектор қарыз алушыларының кредиттік тәуекел деңгейі жоғары болып сақталуда, бұл банк секторы үшін осалдықтың маңызды көзі болып табылады.

Банктер жағынан кредиттік тәуекелдің төмендеуі қайтармау тәуекелі жоғары қарыздар көлемін қысқарту және кредиттік шешімдердің сапасын жақсарту есебінен орын алды. Банктерді қалпына келтіру процесінде 2016 жылдан бастап 2020 жыл аралығында 6 трлн теңгеден астам сомада жұмыс істемейтін кредиттер есептен шығарылды.

Алайда, өткен жылдардағы проблемалық қарыздар корпоративтік портфельде әлі де сақталуда. Күмәнді қарыздарды ескеретін (17,8%-дан 12,6%-ға дейін төмендеді) проблемалық қарыздардың үлесі 2020 жылы 21,2%-ға дейін төмендеуіне қарамастан, корпоративтік портфельдің кредиттік тәуекелі жоғары болып қалуда. Осы қарыздар бойынша шығындарды тану үшін капиталдың жеткіліксіздігі және/немесе кепілді өндіріп алу бойынша құқықтық шектеулердің болуы оның себептері болуы мүмкін.

Жұмыс істемейтін қарыздар шығындар провизиялар есебінен толық жабылған кезде тәуекелді білдірмейді. Алайда, ЕДБ несие портфелін провизиялау деңгейі (11,6%) күтілетін кредиттік шығындарды толық жабу үшін жеткіліксіз болып қалуда. Есеп беру үшін жауапкершіліктің төмендігі және шығындарды толық тану үшін жеткілікті капиталдың болмауы жағдайында, банктер көбінесе мұндай кредиттер бойынша тәуекелдерді жабу үшін жеткіліксіз провизиялар жасайды.

Алдыңғы кезеңдерде қарыздардың сапасы нашарлауы төлем қабілеттілігінің төмендеуіне байланысты қарыз алушылар тарапынан да,

сондай-ақ банктер тарапынан да тәуекелдерді басқару және ішкі бақылау жүйелері тиімділігінің төмендігі бөлігінде проблемалардың көрінісі болды.

Банк секторындағы әлсіздік көбінесе мемлекет тарапынан қолдауды талап етті және халықаралық агенттіктер тарапынан кредиттік рейтингтердің айтарлықтай өсіруін тежейді.

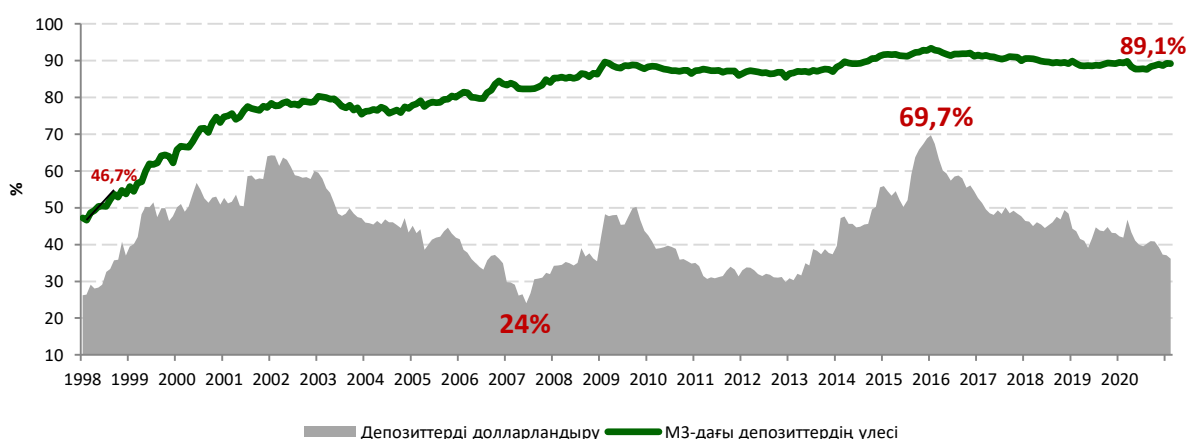
Кредиттеудің өсуі үшін ЕДБ үшін кредиттік тәуекелдер проблемасын күрделендіретін нақты сектор кәсіпорындарының артық кредиттелуі түріндегі кедергіні алып тастау маңызды. 2020 жылы ірі және орта кәсіпорындардың банктік берешегінің 42% толық капиталдандырылмаған кәсіпорындарға тиесілі. Шағын кәсіпорындардың 27%-ы дәрменсіз және олардың балансында шағын кәсіпорындардың банктік берешегінің 56%-ы шоғырланған.

Нақты сектор кәсіпорындарының көпшілігі меншікті капиталды ұлғайтуды қажет етеді, жоғары борыштық жүктемесі, инвестициялардан өтімділік пен кірістіліктің төмен деңгейі бар. Осы жүйелі проблеманы орнықты шешу нақты сектор кәсіпорындарын тиімді қалпына келтіру үшін жағдай жасауды талап етеді. Корпоративтік банкроттық саласындағы бизнес-ортаның кемшіліктерін жою және корпоративтік дәрменсіздік институттарын дамыту, оны тиімді реттеу үшін жағдайлар жасау талап етіледі.

Қаржы секторы тарапынан да, сол сияқты нақты секторлар тарапынан да кредиттік тәуекелдер мәселелерін шешкеннен кейін банктерді қорландыруды күшейту жөніндегі міндетті шешу маңызды.

Ақша ұсынысының жеткіліктілігіне және оның экономиканың даму қарқынына сәйкес барабар өсуіне қарамастан, ақша массасының негізгі құрамдас бөлігі (2020 жылдың соңында 89,1%) – әлемдік қаржы дағдарысынан кейін банктерді қорландырудың негізгі қоры болып табылатын депозиттер – долларландырудың салыстырмалы түрде жоғары деңгейімен сипатталады (15-сурет).

15-сурет. Депозиттер және ақша массасы



Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі, автордың есептері

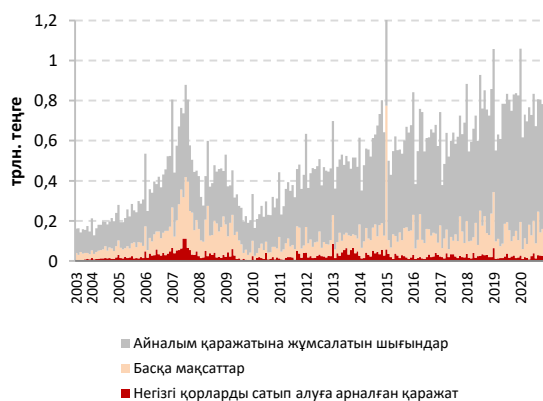
Экономиканың ашықтығы, либералдылығы, экспортқа бағдарлануы және импортқа тәуелділігі валютаға сұранысты туындатады, соның салдары ретінде долларландырудың белгілі бір деңгейі болады. Депозиттердің долларлануы 2020 жылы 37,3%-ға дейін қысқаруына қарамастан, инфляцияны

тұрақтандыру және экономика құрылымын әртараптандыру есебінен сыртқы күтпеген өзгерістерге айырбастау бағамының орнықтылығын арттыру жолымен теңгелік активтерге деген сенімді арттыру арқылы оны одан әрі төмендету әлеуеті бар. Инфляцияны тұрақтандыру, экономикадағы теңгерімсіздіктерді жоюмен қатар кредиттік тәуекелдерді төмендету ақша-кредит шарттарын жұмсартуға ықпал ететін болады, бұл экономикалық өсуге оң әсер етеді.

Шаруашылық жүргізетін субъектілердің басым көпшілігі кірістерін ұлттық валютамен алады, ал олар үшін валюталық қарыз алу шектеулі. Осыған байланысты ақша массасының елеулі бөлігі экономиканы теңгемен қаржыландыруға берілмейді. Жоғары долларландырудан басқа, банктер жаһандық қаржы дағдарысына дейін сенген сырттан қарыз алумен және облигациялармен салыстырғанда қорландырудың депозиттік базасына тұрақсыздық тән. Қазақстанда депозиттік қорландыру мерзімінен бұрын алғаны үшін айыппұл санкциясы салынбайтын салымдардың басым болуына байланысты нарықтың ерекшелігіне орай әлі күнге тұрақсыз. Бұл депозиттердің ұзақ мерзімді кредиттерге айналуын тежей отырып, әсер етеді. Тұрақсыз және долларланған қорландыру базасы кредиттеуге қатты әсер етеді.

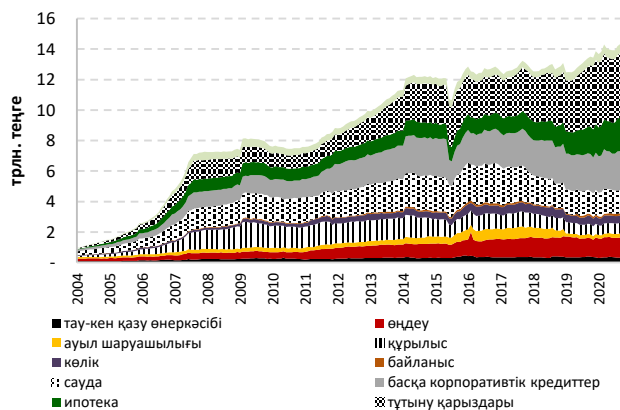
Тұрақсыз қорландыру базасы есебінен қалыптасқан кредиттер негізгі капиталға қарағанда көбінесе қысқа мерзімді қаржыландыруға және айналым капиталына (16-сурет), салаларға бөлгенде сауда саласы мен тұтыну секторына (17-сурет) жіберіледі.

16-сурет. Бизнестің жаңа кредиттер алудағы мақсаты



Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі

17-сурет. Кредиттік портфельдің құрылымы



Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі

Нақты сектор, атап айтқанда, мұнайға жатпайтын саудаланатын сектор (өңдеуші өнеркәсіп, ауыл шаруашылығы) 2004-2020 жылдары орташа алғанда экономикаға берілетін барлық кредиттердің 13%-ын (корпоративтік кредиттерден 19%) алды (17-сурет). Банктер негізінен қысқа мерзімде тез қайтарылатын және жоғары маржиналды, яғни сатылмайтын секторларды (сауда, құрылыс, жылжымайтын мүлікпен операциялар, көлік, байланыс, өндірістік емес сала), олардың үлесі 2004-2020 жылдары орта есеппен 49% (корпоративтік кредиттік портфельдегі үлесі – 73%) болады, және бөлшек

сегментте негізінен 18% үлесі бар тұтыну секторын (жеке кредиттердегі үлесі – 54%) қаржыландырады.

Бизнеске жаңадан берілетін кредиттердің құрылымында айналым қаражатын сатып алуға арналған кредиттер басым болады, олардың үлесіне 2003-2020 жылдардағы негізгі қорларды сатып алу мақсаттарына арналған кредиттердің 5%-на қарсы орташа алғанда 74%-ы келеді. Бұл банктердің экономиканың ұзақ мерзімді өсуіне қосқан тарихи үлесінің төмен болғанын көрсетеді. Шын мәнінде, 2000 жылдардың басындағы серпіліс кезеңіндегі кредиттік циклдің шамадан тыс көп болуы экономикалық өсудің циклдік ауытқуларын күшейтті.

Экономиканың ұзақ мерзімді өсуі үшін негізгі капиталды қаржыландыру маңызды, бірақ ол құны жоғары капиталды көп қажет ететін ұзақ мерзімді салымға жатады. Бұдан басқа, көбінесе кәсіпорындардың бизнес-моделі борышқа қызмет көрсету үшін жеткілікті ақша ағынын қамтамасыз етуге мүмкіндік бермейді, кредит құнын өтейтін кепілді қамтамасыз ету жоқ. Осы факторларға байланысты кәсіпорынның сатылмайтын салалары бойынша кредиттерге сұраныс басым, оларға негізінен айналым қаражатын толықтыру үшін банктерде кредит беріледі.

Өз кезегінде, өнеркәсіптік кәсіпорындардың банктік кредитке тәуелділігі аз, бұл олардың капиталында оларды тікелей немесе квазимемлекеттік сектор арқылы қаржыландыра отырып, қолдау көрсететін мемлекеттің басым болуына байланысты (18-сурет). Егемендікке жақын рейтингтер есебінен неғұрлым тиімді ірі өнеркәсіптік кәсіпорындар шетелде қаржыландырылады.



Дереккөзі: «Самұрық-Қазына» ҰАҚ-ның, «Бәйтерек» ҰБХ-ның, «ҚазАгро» ҰБХ-ның шоғырландырылған қаржылық есептілігі



Дереккөзі: ҚР СЖЖРА Ұлттық статистика бюросы

Экономиканың өсуі көбінесе капиталды көп қажет ететін салалар болып табылатын өндіруші секторларда (мұнай-газ және тау-кен металлургия секторлары) жұмыс істейтін ірі өнеркәсіптік кәсіпорындарға тәуелді болып қала береді. Негізгі капиталға салымдардың елеулі үлесі кәсіпорындардың меншікті қаражаты есебінен дәл осы салаларда инвестицияланады, олар

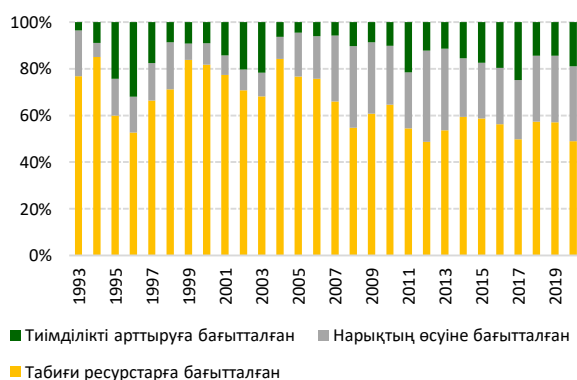
көбінесе бас квазимемлекеттік құрылымдардың қаражатын қамтиды (19-сурет).

Соңғы онжылдықта қалыптасқан квазимемлекеттік сектор нарықтық қаржыландыруды алмастырады. «Самұрық-Қазына» ҰӘҚ, «Бәйтерек» ҰБХ және «ҚазАгро» ҰБХ клиенттеріне берілетін қарыздар 2007 жылы 174 млрд теңгеден 22 есе ұлғайып, 2020 жылдың соңында 4,3 трлн теңгеге жетті. (18-сурет). Квазимемлекеттік сектор қарыздарының портфелі банктердің барлық кредиттік портфелінің салыстырмалы 29% деңгейіне немесе корпоративтік кредиттердің 60%-на жетті.

Осы жағдайларда, бір жағынан кредиттерді нақты сектордың ағымдағы қажеттіліктеріне (айналым қаражатына) жіберуді, ал екінші жағынан банктердің қарыздарына тәуелсіз басым өндіруші секторы бар экономиканың сақталып отырған құрылымын, сондай-ақ нарықпен бәсекелесетін квазимемлекеттік ұйымдарды ескере отырып, банктік кредиттеу экономиканың ұзақ мерзімді сапалы өсуін қамтамасыз етуде шектелген.

Квазимемлекеттік сектор мен ірі кәсіпорындар тікелей шетелдік инвестициялардың едәуір көлемін тартады. Алайда, олардың құрылымында табиғи ресурстарға бағдарланған (орташа алғанда 1993 – 2020 жылдар аралығындағы кезеңде 65%), атап айтқанда тау-кен өндіру өнеркәсібі мен кен орындарын дайындау секторына, сондай-ақ олармен байланысты геологиялық барлау қызметтеріне бағдарланған инвестициялар басым болып келеді (20-сурет).

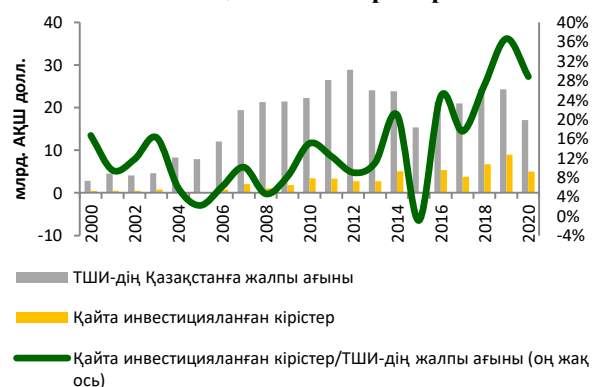
20-сурет. Тікелей шетелдік инвестициялардың құрылымы*



Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі, автордың есептері

* Dunning (1993) негізінде инвесторлардың дәлелдемелері бойынша ВБ-ның ТШИ-ді жіктеу тәсілі

21-сурет. Инвесторлардың қайта инвестицияланған кірістері**



Дереккөзі: ҚР Ұлттық Банкі, автордың есептері

** Тікелей инвестициялайтын қазақстандық кәсіпорындардың бөлінбеген пайдасындағы (зияндағы) шетелдік тікелей инвесторлардың үлесі

Саудаланбайтын секторларға, негізінен қызмет көрсету саласына (сауда, көлік, қаржы, байланыс) нарықтағы үлесін ұлғайту мақсатында инвестициялар тартылады, олардың үлесі барлық инвестициялардың 1/5 бөлігін құрайды.

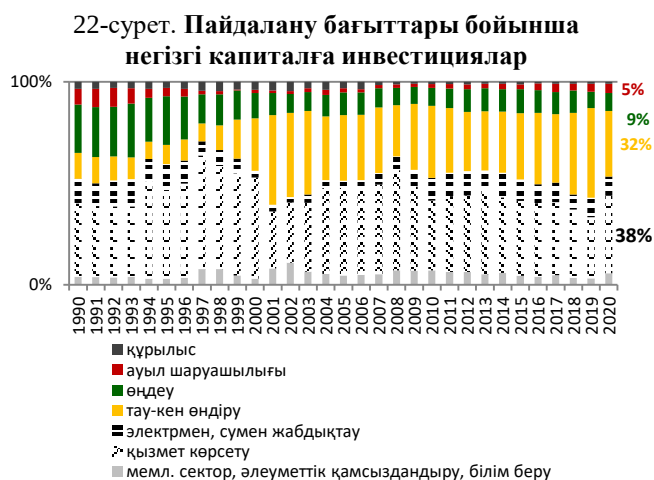
Саудаланатын мұнайға жатпайтын секторларға (өңдеу өнеркәсібі және ауыл шаруашылығы бірінші кезекте) салымдар экономика тиімділігінің өсуіне бағдарланған инвестицияларға жатады. Мұндай секторлар орта есеппен 14%

алады (орта есеппен 1993-2020 жылдар кезеңінде). Металл өңдеу өнеркәсібі осындай инвестициялардың негізгі алушысы болып табылады.

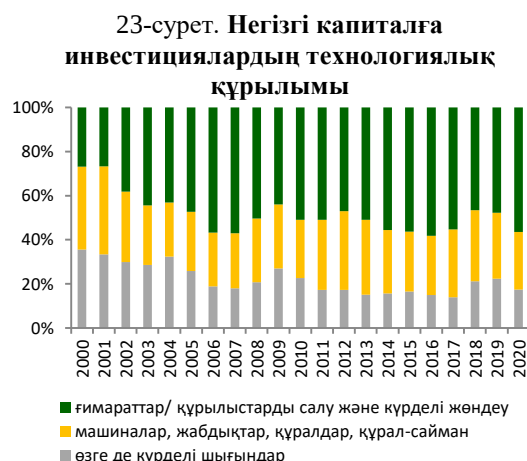
Өндіруші салалардағы ресурстарға бағытталған тікелей шетелдік инвестициялардың тарихи басым болуы экономиканы әртараптандыруға ықпал етпейді. Сонымен қатар, Қазақстанда тартылатын шетелдік тікелей инвестициялар өнімді экспансия мақсаттары үшін ұсталмайды, бұл қайта инвестицияланған табыстың төмен деңгейін көрсетеді (21-сурет). Тікелей шетелдік инвестициялардың жалпы әкелінуінен қайта инвестицияланған кірістің үлесі 2000-2020 жылдары орта есеппен 14,4%-ды құрады, ал өтпелі экономикасы бар басқа елдерде ол тікелей шетелдік инвестициялар әкелінуінің $\frac{1}{4}$ -нен $\frac{1}{3}$ -не дейін құрайды. Пайданың жоғары қайта оралуы инвестициялық климаттың жай-күйін және оның өте тартымды болмауын білдіреді, бұл инвесторларды өз қызметін жалғастыруға және елдегі қатысуын кеңейтуге ынталандырмайды.

Салым бағыттары бойынша тікелей шетелдік инвестициялар құрылымында капиталға қатысу құралдары басым болады. Осыған байланысты тартылатын шетелдік тікелей инвестициялар негізгі капиталға инвестицияларды қаржыландыру көздерінде кәсіпорындардың меншікті қаражаты ретінде көрсетіледі. Бұл өз қаражаты есебінен негізгі капиталға салынған инвестициялардың өсуін түсіндіреді. Сонымен қатар негізгі капиталды қаржыландыру көздерінде бейрезиденттердің қарыз қаражаты үлесінің 2009 жылғы ең жоғары 37%-дан 2020 жылы 2,8%-ға дейін төмендегені байқалады (19-сурет).

Негізгі капиталға салынған ішкі инвестициялар құрылымында 2020 жылдың соңына 86,6% үлесімен шикізат және сауда жүргізбейтін секторлар басым (оның ішінде 32,2% – тау-кен өнеркәсібі, 38,2% – қызмет көрсету). Өңдеуші өнеркәсіп пен ауыл шаруашылығына негізгі капиталға салынған инвестициялардың тек 13,4%-ы ғана (8,8% – өңдеу өнеркәсібі, 4,6% – ауыл шаруашылығы) жіберіледі (22-сурет).



Дереккөзі: ҚР СЖЖРА Ұлттық статистика бюросы



Дереккөзі: ҚР СЖЖРА Ұлттық статистика бюросы

Саудаланатын мұнайға жатпайтын сектордағы негізгі капиталға инвестициялардың төмен үлесі экономиканың әртараптандырылуын тежейді. Негізгі капиталға салынған инвестициялардың технологиялық құрылымы

инвестициялардың негізінен ғимараттар мен құрылыстарды салуға және күрделі жөндеуге бағытталғанын көрсетеді (2020 жылдың соңына 56%). Машиналар, құралдар мен жабдықтарға салынған инвестициялардың үлесі 26%-ды құрады (23-сурет). Экономиканы әртараптандыру және өңдеуші салаларды дамыту үшін инвестициялардың дәл осы класы маңызды.

Экономиканы қаржыландыруға әсер ететін анықталған жүйелі факторларды ескере отырып, қорландыру және экономикалық өсу мәселелерін шешу жөніндегі қорытынды мен ұсыныстар мына бөлімде келтірілген.

6. Қорытындылар мен ұсыныстар

Негізгі капиталға инвестициялар серпінін, экономикаға кредиттер мен жалпы ақша массасын, сондай-ақ сыртқы инвестицияларды талдау

2008-2009 жылдардағы дағдарысқа дейін экономикадағы қаржының рөлі капиталдың сыртқы нарықтарында қарыз алу, экономиканың шамадан тыс өсуі және «голланд ауруының» өршуі жағдайында қайта бағаланғанын көрсетеді.

Экономиканың толық емес құрылымдық қайта құрылуы кезінде шикізаттық «суперциклдің» аяқталуы қаржы секторының теңгеріміне және нақты секторды қорландыруға дайындығына қатты әсер етті. Бұл квазимемлекеттік сектордың ауқымын, салалар мен кәсіпкерлікті дамыту бағдарламаларының саны мен бюджетін ұлғайту жолымен мемлекеттің экономикаға қатысуының кеңеюімен күрделене түсті, бұл өсудің нарықтық моделіне толық көшуді бәсеңдетті.

Экономикадағы сақталып отырған қиғаштықтар мен жүйелі проблемалар экономиканы қаржыландырудың өсуін тежейді. Кредиттердің, сондай-ақ сыртқы және ішкі инвестициялардың құрылымы сауда жүргізбейтін салалардың, атап айтқанда өңдеуші өнеркәсіп пен ауыл шаруашылығының өсуін тежейтін өндіруші және сауда жүргізбейтін секторлардың басым дамуын көрсетеді, бұл экономикада «голланд ауруының» сақталып отырғанын білдіреді.

Экономика құрылымын әртараптандырудағы әлсіз ілгерілеу айырбас бағамының шикізаттық сипатын айқындап, оны құбылмалы етеді, қорландыру базасының долларлануын тежейді. Бұл экономика құрылымындағы ауытқулары бар купеде макроэкономикалық параметрлерді құбылмалы етеді, салымдарды ұзақ мерзімге тежейді, бұл қысқа мерзімді кредиттердің үстемдігіне әкеледі.

Кредиттер негізінен сауда жүргізбейтін секторлардағы кәсіпорындардың ағымдағы қызметін қаржыландыруға бағытталады, ал инвестициялар өнімді қайта бөлу деңгейін арттыру үшін маңызды машиналар мен жабдықтарды қаржыландыруға саудаланатын секторларға аз жұмсалады.

Сыртқы да, ішкі де инвестицияларда ірі кәсіпорындар мен квазимемлекеттік сектордың басым рөлі нарықтық қаржылық делдалдықты тежеп, экономикалық өсу моделінің қайта құрылуына алып келмейді.

Экономиканың ұзақ мерзімді өсуіне қаржы секторы салымы сапалы өсуі үшін тиімді контрциклді фискалдық қағидаларды енгізу есебінен іскерлік және шикізат циклы арасындағы байланысты әлсірету жолымен макроэкономикалық тұрақтылықты, заңның үстемдігін, салық, инвестициялық заңнаманың болжамдылығын қамтамасыз ету жолымен инвестициялық ахуалды жақсартуды, әртараптандыру бағдарламаларын тиімді іске асыру үшін инвесторлардың құқықтарын қорғауды қамтамасыз ету маңызды, бұл ұзақ мерзімді өсу үшін берік негізді қамтамасыз етеді.

Инвестициялар тарту міндетін шешу үшін 2030 жылға дейінгі ақша-кредит саясатының стратегиясына сәйкес инфляцияны тұрақтандыру және оны төмен деңгейде сақтау қажет. Тиімділікке бағдарланған тікелей шетелдік инвестицияларды тарту және шетелдік инвесторлардың ұстап тұру міндеттерін шешу үшін институционалдық ортаны жетілдіру, инвесторлар үшін салықты басқарудың ашықтығы мен болжамдылығын арттыру,

инвесторлардың құқықтарын қорғау деңгейін арттыру, дауларды шешу тетігін және кәсіпкерлік қызмет саласындағы заңнаманы жетілдіру маңызды. Мемлекет тарапынан институттарды нығайту құрылымын теңдестіре отырып, экономиканы әртараптандыруды жеделдетеді, кредиттік тәуекелдерді төмендетеді және қаржыландыруды тартады.

Бұл зерттеудің маңызды нәтижесі Солоу моделіне негізделген қорытындылар болып табылады, бұл ақша массасы мен кредиттер экономикаға жіберілетін инвестициялардан түсетін кірістің азаюын көрсетті. Экономиканың дамуымен инвестициялар экономикаға қосқан үлесін арттырады, бірақ жыл сайын капиталдың төлем қабілетсіздігіне тұрақты жоғары экономикалық өсуді қамтамасыз етуге сендіре, төмен қайтарымды береді. Ұзақ мерзімді экономикалық өсудің төмендеуі негізінен өндіріс факторларының өнімділігінің төмендеуіне байланысты болды.

Сондықтан жедел әрі орнықты экономикалық өсуді қамтамасыз ету мақсатында өнімділіктің өсуін арттыру өте маңызды. Бұл үшін жеке секторды дамыту, тауарлар нарығының тиімділігін арттыру, бәсекелестікті қарқындату және нарықтық шоғырлануды төмендету арқылы өнімділікті жақсарту қажет. Мемлекеттік қаржыландыруды және экономикаға қатысуды қысқарту, экономикадағы квазимемлекеттік сектордың рөлін қайта қарау арқылы экономикада бәсекелестік үшін қолайлы орта құру маңызды. Ресурстардың, технологиялардың және нарыққа кірудің еркін ағынын қамтамасыз ету үшін тауар нарықтарындағы бәсекелестік саласында ЭЫДҰ стандарттарын енгізу, оңалту/банкроттық рәсімдерін жетілдіру ұсынылады. Бұл экономикалық әртараптандырудың нәтижесінде өнімділіктің өсуін, технологиялық инновацияларды енгізуді жеделдетуге мүмкіндік береді.

Квазимемлекеттік сектор мен нарықты бұрмалайтын құралдар арқылы мемлекеттің экономикалық саясатты іске асыруының сақталып отырған институционалдық негізі бір жағынан өнімділік тұрғысынан ірі, ескі және әлсіз үдемелі кәсіпорындардың үстемдігін, екінші жағынан тиімділігі аз және мемлекетке тәуелді ШОБ секторының қалыптасуын туындатады. Екі жағдайда да қаржы секторына жанама әсер етеді. Бірінші жағдайда өндіруші салалардағы ірі бизнес баламалы, оның ішінде валюталық қорландырумен қаржыландырылады және банктік кредиттеуге аз тәуелді болады. Сонымен бірге, ірі корпоративтік кредиттеу сегментінде квазимемлекеттік сектор жеке қаржыландыруды ығыстырады. ШОБ, өз кезегінде, сапалы трансформациясыз өнімді емес секторға шоғырланған және бюджет қаражатына тәуелділікті күшейтеді, олар болмаған кезде қаржы секторы алдындағы тәуекел-бейіні күрт артады.

Осыған байланысты сауда-өнеркәсіп саясатын, сондай-ақ ірі кәсіпорындар мен ШОБ-қа қатысты саясатты қайта қарау маңызды. Мемлекеттің рөлі ойынның түсінікті және тұрақты ережелерін қамтамасыз ету болуы керек. Нарық ойыншылары дамудың бәсекеге қабілетті бағыттарын өздері анықтауы керек. Бұл тәсіл («bottom-up») өміршең тауарлар мен қызметтерді таңдауға мүмкіндік береді. Мемлекет нарықтық қатынастарға өте қажет болған жағдайларда және олқылықтардың орнын толтырғанға дейін

уақытша негізде араласуы керек. Баламалар болмаған жағдайда бизнес бәсекелестік артықшылықты іздестіруде және пайданы барынша көбейту үшін тиімділікті арттыратын болады, бұл олардың кредит қабілеттілігін арттыратын болады, бұл нарықтық жағдайларда қаржы секторы тарапынан қорландырудың өсуіне алып келеді.

Мұндай жағдайда мемлекет нарық тауашасын толығымен босатып, босатылған ресурстарды институттарды күшейтуге және адами капиталды дамытуға бағыттай алады. Институционалдық реформаларды түбегейлі күшейту және заңның үстемдігін қамтамасыз ету, сондай-ақ шикізатқа бағдарланған және мемлекеттік сектор жетекші рөл атқаратын өсудің қазіргі моделінен мемлекеттің экономикадағы рөлін азайту жолымен белсенді, қазіргі заманғы және инновациялық саудаланатын мұнайға жатпайтын сектордың дамуына ықпал ететін модельге көшуге бағытталған адами капиталды арттыруға күш-жігерді басты назарға алу қажет.

Шетелдік инвесторлардың тиімділігіне бағдарланған тікелей шетелдік инвестицияларды тарту және оларды ұстап қалу міндеттерін шешу үшін институционалдық ортаны жетілдіру, инвесторлар үшін және тұтастай алғанда инвестициялық саясат үшін салықтық әкімшілендірудің ашықтығы мен болжамдылығын арттыру, инвесторлардың құқықтарын қорғау деңгейін арттыру, дауларды шешу тетігін және кәсіпкерлік қызмет саласындағы заңнаманы жетілдіру маңызды.

8. Әдебиеттер тізімі

Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J. (2005) *Institution as a fundamental cause of long-run growth*. In: P. Aghion, S. Durlauf (eds.). *Handbook of economic growth*, Volume 1A. Amsterdam: Elsevier.

Arestis, P., Demetriades, P. (1997) *Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence*. *Economic Journal*, vol. 107, issue 442.
A new data set of educational attainment in the world, 1950–2010. National Bureau

Demetriades, P. (1996) *Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries*. *Journal of Development Economics*, vol. 51, issue 2.

Dunning, J. (1993). *Multinational Enterprises and the Global Economy* (Harlow: AddisonWesley).

Gerschenkron, A. (1962) *Economic Backwardness in Historical Perspective - A Book of Essays*. Harvard University Press, Cambridge, MA.

Greenwood, J., Smith, B. (1997) *Financial markets in development, and the development of financial markets*. *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 21, issue 1.

Guryay, E., Safakli, O., Tuzel, B. (2007) *Financial Development and Economic Growth: Evidence from Northern Cyprus*. *International Research Journal of Finance and Economics*, 8(2), 57-62.

Inklaar, R., Timmer, M. (2013) *Capital, labor and TFP in PWT8.0*. Groningen Growth and Development Centre, University of Groningen

Kim, J., Park, J. (2017) *The Role of Total Factor Productivity Growth in Middle-Income Countries*. ADB Economics Working Paper Series, No. 527.

Levine R. (2004) *Finance and growth: theory and evidence*. Working Paper, no 10766. URL: <http://www.nber.org/papers/w10766>.

Lucas, R. (1988) *On the mechanics of economic development*. *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.

McKinnon, R. (1973) *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, Washington, DC.

Mian, A., Sufi, A. (2014) *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again*. University of Chicago Press.

Miller, M. (1998) *Financial markets and economic growth*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11, 8-14.

Revilla, J., Keller, J. (2018) *The Challenge of Economic Diversification amidst Productivity Stagnation*. Country Economic Update, Report #166091

Robinson, J. (1952) *The Rate of Interest and Other Essays*. MacMillan, London.

Romer, P. (1990) *Endogenous technological change*. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5

Schularick, M., Taylor, A. (2012) *Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008*. *American Economic Review*, 102(2), 1029–1061.

Schumpeter, J. (1912) *The Theory of Economic Development* translated by R. Opie. Harvard University Press: Cambridge, MA, 1934.

Solow, R. (1956) *A Contribution to the Theory of Economic Growth*. The Quarterly Journal of Economics, February Vol.70, No.1.

Stiglitz, J. (1993) *Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies*. Occasional papers (International Center for Economic Growth)

Stiglitz, J. (2010) *Financial innovation: Against the motion that financial innovation boosts economic growth*. The Economist, February 23 - March 3