



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ФИНАНСОВ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ ЧЕРЕЗ ПРИЗМУ ИНВЕСТИЦИЙ, КРЕДИТОВ И ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ

Департамент денежно-кредитной политики
Экономическое исследование №2021-8

Оразалин Рустем

Экономические исследования и аналитические записки Национального Банка Республики Казахстан (далее – НБРК) предназначены для распространения результатов исследований НБРК, а также других научно-исследовательских работ сотрудников НБРК. Экономические исследования распространяются для стимулирования дискуссий. Мнения, высказанные в документе, выражают личную позицию автора и могут не совпадать с официальной позицией НБРК.

Оценка влияния финансов на экономический рост через призму инвестиций, кредитов и денежной массы

Ноябрь 2021 года

NBRK – WP – 2021 – 8

Данная публикация подготовлена автором только в исследовательских целях и не несет рекомендательный характер. Автор не несет ответственность за любую интерпретацию и использование результатов исследования, так как они не предназначены для принятия инвестиционных или иных решений.

© Национальный Банк Республики Казахстан

Любое использование материалов допускается только с разрешения автора

Оценка влияния финансов на экономический рост через призму инвестиций, кредитов и денежной массы

Оразалин Рустем¹

Аннотация

В данном исследовании изучается динамика инвестиций в основной капитал, кредитов экономике и денежной массы, а также прямых иностранных инвестиций и их роли в обеспечении экономического роста. Результаты исследования показывают, что до глобального кризиса 2008-2009 годов финансовый цикл был перегрет в условиях неограниченного доступа на внешние рынки капитала и явного проявления признаков «голландской болезни» в экономике. В последующем ребалансировка потоков капитала и завершение сырьевого «суперцикла» повлияли на деловую активность и спрос на заемные ресурсы.

На основе модели Солоу выявлено, что, несмотря на снижение темпов инвестиций, кредитов и в целом денежной массы, вклад финансов в экономический рост повышается. Однако, рост вклада инвестиций в основной капитал не приводит к пропорциональному росту экономики, что указывает на убывающую отдачу инвестиций. Оценки показывают, что основная причина снижения долгосрочного экономического роста заключается не в снижении объемов финансирования экономики, а преимущественно в снижении производительности факторов производства. Было показано, что увеличение инвестиций, кредитов и денежной массы не может поддерживать высокий уровень экономического роста и заменить рост производительности в долгосрочной перспективе.

Ключевые слова: экономический рост, инвестиций, кредиты экономике, монетизация.

Классификация JEL: O11, O16, O41.

¹ Оразалин Рустем – заместитель директора, Департамент денежно-кредитной политики, Национальный Банк Республики Казахстан. E-mail: Orazalin.rz@nationalbank.kz

Содержание

1.	Введение.....	4
2.	Обзор литературы.....	5
3.	Анализ инвестиций, кредитов, денег в экономике.....	7
4.	Оценка вклада финансов в экономический рост.....	11
	4.1. Методология оценки	11
	4.2. Обсуждение результатов.....	13
5.	Системные факторы, сдерживающие рост финансирования экономического роста.....	17
6.	Выводы и рекомендации.....	23
7.	Список литературы.....	26

*«Для Третьей модернизации страны необходимо привлечение **инвестиций в основной капитал** на уровне более **30% к ВВП в год**. В последнее время этот показатель у нас составляет **менее 20%**. Доля **кредитов к ВВП** также остается **низкой – 25%**. Речь идет о **нехватке инвестиций в реальный сектор**. Национальному Банку нужно проявить активность и содействовать экономическому росту. Правительству и Нацбанку поручаю выработать **системные решения по финансированию реального сектора экономики**»
Поручение Н.А. Назарбаева, данное на расширенном заседании
Правительства РК, 30 января 2019 года*

1. Введение

Вхождение Казахстана в тридцатку лидеров к 2050 году требует устойчивого роста экономики (ежегодными) на уровне 5%, что требует поддержания высокого уровня финансирования реального сектора. Однако, инвестиции, кредиты и денежная масса, в целом, имеют тенденцию к снижению в среднесрочной перспективе. В этом контексте целью данного исследования является оценка вклада финансов в экономический рост, а также выявление системных проблем, сдерживающих рост финансирования экономики. Для достижения данной цели поставлены следующие задачи:

1. Обобщение результатов теоретических и эмпирических исследований в области финансового обеспечения экономического роста (результаты приведены в обзоре литературы);

2. Анализ инвестиций, кредитов, денежных средств в экономике Казахстана;

3. Оценка вклада финансов в экономический рост;

4. Выявление системных проблем, сдерживающих рост финансирования экономического роста;

5. Выработка предложений по системному решению проблем финансирования экономики и долгосрочного экономического роста.

Результаты показывают, что роль инвестиций, через которые денежная масса и кредиты формируют валовой внутренний продукт, в обеспечении экономического роста снизилась. Выявлены системные проблемы, сдерживающие рост финансирования экономического роста, связанные с перекосом в структуре кредитов и инвестиций в результате роста неторгуемых секторов экономики.

Выявлено, что с развитием экономики инвестиции дают все меньшую отдачу. Основным источником снижения долгосрочного роста экономики является снижение производительности факторов производства. Для роста производительности важно развитие продуктивного, конкурентоспособного частного сектора.

В первом разделе приведен обзор литературы, где представлены теоретические аспекты взаимодействия финансов и экономического роста. Далее описаны методологические основы исследования и используемые данные. Обсуждение результатов исследования представлено в следующем разделе. В заключительной части сделаны выводы и рекомендации для дальнейших исследований.

2. Обзор литературы

Теория экономического роста берет свое начало с работ Solow (1956), который представил первую и важную неоклассическую модель роста. Неоклассический подход в качестве основных факторов производства, объясняющих долгосрочный экономический рост, рассматривает технический прогресс наряду с трудом и капиталом. Solow (1956) показал, что именно технический прогресс является решающим фактором экономического роста, а не капитал, как было принято до него.

Главное предположение **неоклассической модели роста**, которое в последующем вызвало основную критику, заключалось в том, что технический прогресс является **экзогенным**, тем самым определяемым, в отличие от эндогенных, вне экономической системы или несвязанным с процессами внутри самой моделируемой системы.

Зависимость технического процесса от человеческого капитала, тем самым от объема научных знаний и практического опыта, накопленного в процессе обучения, предопределила поворот к **эндогенным моделям роста**, начавшимся с работ Romer (1990). Согласно **теории эндогенного роста** главный источник долгосрочного экономического роста – технический прогресс – является результатом инвестиций в человеческий капитал, исследований и разработки, которые превращаются в инновации, новые технологии и вносят значимый вклад в экономический рост. В этом заключалось основное отличие двух моделей роста.

За пределами экзогенной и эндогенной теорий роста исследователи обращались к таким факторам роста как **географические, культурные и институциональные условия**. К примеру, наличие *природных ресурсов* или *благоприятных природно-климатических факторов* определяют склонность к быстрому росту экономики при прочих равных условиях. *Культурные и религиозные ценности* определяют предпочтения индивидуумов, влияют на их поведение, что в итоге формирует экономическую активность. Weber (1930), к примеру, отмечал о протестантских истоках капитализма.

Но наибольшую популярность приобрел *институциональный фактор* экономического роста. Acemoglu и Robinson (2005) показали, что главным условием долгосрочного роста является **качество институтов**, а не географические условия, при этом даже качество трудовых ресурсов и технологий вторичны. Под институтами можно понимать **правила игры в обществе**, которые формируют взаимодействие экономических агентов, включая *верховенство закона, защиту прав собственности, вход на рынок* и пр. Ярким примером служит корейский эксперимент: после разделения Северной и Южной Кореи в 1948 году первая из них выбрала модель советского социализма без частного права на капитал и землю, последняя – частную собственность и рыночное развитие. К концу 1990-х Южная Корея была одной из «экономического чуда» среди азиатских стран с ВВП н.д.н. по ППС 16 тыс. долл. США. На сегодня ВВП на душу населения по паритету покупательной способности Южной Кореи составляет более 40 тыс. долл. США, а Северной Кореи – менее 2 тыс. долл. США.

В теории роста **финансы** не рассматриваются в качестве фактора роста (Levine, 2004). В сборнике эссе Meier и Seers (1984), содержащем обзор теоретических и эмпирических разработок по экономическому росту, финансы даже не обсуждаются как фактор развития экономики. Lucas (1988) отмечал, что важность финансов преувеличена в профессиональных дискуссиях о детерминантах экономического роста.

Robinson (1952) утверждала, что финансовый сектор следует за развитием в реальном секторе, и что финансы не вызывают экономический рост, а реагируют на изменение спроса со стороны реального сектора.

Напротив, Gerschenkron (1962) утверждал, что развитая финансовая система является важным условием индустриализации. Stiglitz (2010) был убежден, что финансовые рынки вносят значимый вклад в экономический рост.

Несмотря на длящиеся долгие годы в академическом кругу дискуссии о связях между финансами и экономическим ростом, до сих пор нет консенсуса в отношении значимости и направления данной связи.

Обобщая разные взгляды и труды можно условно выделить три основные теории, отличающиеся друг от друга по отношению к вопросу связей финансов и экономического роста:

1. Теория «финансового предложения». Ее сторонники приводят аргументы в пользу существенного влияния уровня финансового развития на рост экономики. McKinnon (1973), Stiglitz (1993) утверждают, что финансовые институты и рынки, предлагая финансовые услуги, формируют предпосылки для роста экономики. Без финансов невозможно достичь роста экономики.

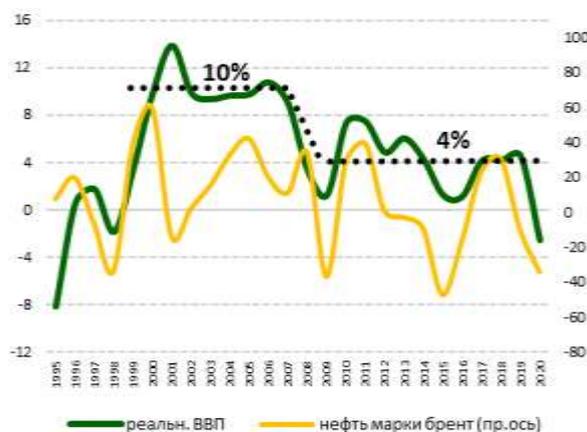
2. Теория «финансового спроса», согласно которой финансовое развитие является следствием событий в реальном секторе и следует за экономическим ростом. Данная гипотеза была выдвинута Robinson (1952). В последующем ее эмпирическое подтверждение нашло отражение в трудах многих исследователей, в том числе Arestis, Demetriades (1997), Guryay и пр. (2007).

3. Теория «двунаправленной причинной связи между финансами и экономическим ростом». Она находится между теориями финансового предложения и спроса. Сторонники данной теории признают взаимное влияние финансового сектора и экономического роста. Greenwood, Smith (1997), а также Demetriades (1996) показывают, что финансовая система может способствовать экономическому росту, в свою очередь, экономический рост предопределяет спрос на финансовые услуги.

3. Анализ инвестиций, кредитов, денежных средств в экономике Казахстана

Темпы экономического роста в Казахстане существенно замедлились после мирового финансового кризиса на фоне почти двукратного падения цен на нефть, которая остается драйвером экономического роста. Долгосрочный экономический рост снизился с 10% (средние темпы роста в 2000-2007 годах) до 4% (средние темпы роста в 2008-2020 годах) (рисунок-1).

Рис-1. Динамика реального ВВП и нефти марки Brent в % г/г



Источник: Бюро национальной статистики АСПиР РК, Федеральный резервный банк Сент-Луиса (США)

Рис-2. Структурный и циклический компоненты экономического роста



Источник: Бюро национальной статистики АСПиР РК, расчеты автора

После «суперцикла» цен на сырье в 2000-х годах, сопровождавшегося циклическим перегревом и сырьевым бумом, темпы роста экономики замедляются как за счет долгосрочных структурных, так и циклических компонентов роста.

«Сланцевая революция» вызвала структурное превышение мирового предложения нефти над спросом и падение цен на нефть на мировых рынках, что привело к структурному сдвигу в экономике Казахстана при сохраняющейся низкой диверсифицированности и снижающейся производительности. Оценка показывает, что структурная компонента ВВП снизилась более чем в 5 раз с начала 2000-х годов (рисунок-2).

Снижение потенциала роста экономики сопровождалось снижением вклада инвестиций в экономический рост. В период до мирового финансового кризиса (в 1997-2007 годы) вклад инвестиций в рост экономики в среднем составлял 3 процентных пункта, при этом в отдельные годы он доходил почти до 9 процентных пунктов (рисунок-3).

После глобального финансового кризиса в 2010-2020 годах вклад инвестиций в рост экономики снизился до 1,2 процентных пункта или в 2,5 раза по сравнению с докризисным периодом (за исключением кризиса 2020 года снижение составило 2,2 раза).

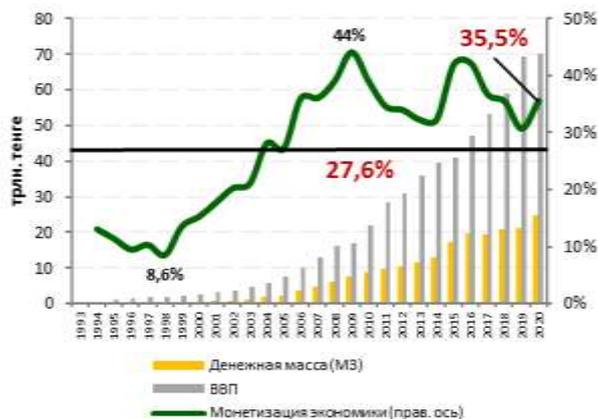


Рост инвестиций в основной капитал в период до кризиса 2008-2009 годов происходил на фоне значительного притока прямых иностранных инвестиций, увеличения внутренних накоплений и роста кредитования (рисунки-4, 5, 6, 7). Этому способствовали положительные изменения внешних факторов, в частности длительный период высоких цен на сырье. Ситуация на мировых финансовых и товарных рынках была стабильная. Ценовая конъюнктура на основные позиции отечественного экспорта складывалась благоприятно. Инвестиционная и кредитная активность отечественных предприятий и банков поддерживалась иностранным капиталом. Благодаря высокой ликвидности мировых рынков капитала, внешние инвестиции стремительно росли (рисунок-7). В результате накопление капитала финансировалось более высокими темпами в 2000-2007 годах.



К 2005 году уровень вложений в основной капитал достиг максимального уровня в 31,9% от ВВП, увеличившись почти втрое с минимального 11% в 1996 году (рисунок-4). Кредиты к ВВП достигли пика 56,5% в 2007 году, увеличившись более чем в 13 раз с 4,3% на момент становления банковской системы в 1997 году (рисунок-5). Рост деловой активности привел к росту спроса на деньги. В структуре внутренних накоплений росли депозиты. Как результат, монетизация экономики росла высокими темпами и достигла пика в 44% в 2009 году (рисунок-6).

Рис-6. Монетизация экономики



Источник: Национальный Банк РК, Бюро национальной статистики АСПиР РК, расчеты автора

Рис-7. Прямые иностранные инвестиции



Источник: Национальный Банк РК, Бюро национальной статистики АСПиР РК, расчеты автора

Доступ банков к кредитам за рубежом в условиях высокой ликвидности внешних рынков капитала способствовал росту потребительской активности в 2000-х годах. Бурными темпами развивалось потребительское и ипотечное кредитование, особенно валютное. Последнее способствовало «буму» на рынке жилищного строительства, который разогревался в условиях ограниченности финансовых инструментов. Свободные средства субъектов экономики направлялись во вложения в недвижимость. В эти годы наблюдались явные признаки перегрева экономики, банковское кредитование в отношении к ВВП увеличилось до рекордных 56,5%.

С началом глобального финансового кризиса и сжатием мирового рынка капитала резко сократились притоки прямых иностранных инвестиций (рисунок-7). Корпоративное кредитование, преимущественно валютное, которое вносило существенный вклад в рост кредитов банков в начале 2000-х годов, значительно снизило свою роль в росте банковского кредитования, в основном за счет снижения валютной части (рисунок-8).

Рис-8. Факторы роста кредитного портфеля банков



Источник: Национальный Банк РК, расчеты автора

По сути банковский сектор в 2000-х годах был перегрет. Рост кредитов, доходивший до 110% указывал на явный «пузырь», который подпитывался аналогичным «пузырем» на рынке недвижимости.

Глобальный финансовый кризис раздул ипотечный «пузырь». Секторы строительства и торговли перестали поддерживать бурный рост кредитования. В последующем рост кредитов замедлился, вернувшись на равновесный уровень. Однако, была накоплена существенная проблема неработающих займов, на решение которой с 2015 по 2019 годы были направлены значительные усилия в рамках повышения устойчивости банковского сектора.

Переток банковской ликвидности в неторгуемые сектора происходил в условиях укрепляющегося обменного курса тенге из-за поступления существенных нефтяных доходов и притока иностранной валюты в 2000-х годах. Увеличивался внутренний спрос в неторгуемом секторе, особенно торговле, строительстве, недвижимости, транспорте, и росли заработные платы и рабочие места в этих секторах. Процветание нефтяного сектора и переток ресурсов в неторгуемые сектора при существенном ослаблении ненефтяных торгуемых отраслей, особенно сельского хозяйства и обрабатывающей промышленности, имеющих экспортный потенциал, указывали на симптомы «голландской болезни».

Усилившиеся перекосы в структуре экономики в пользу неторгуемых секторов с низкой производительностью наряду с возросшей волатильностью макроэкономических параметров повысили неопределенности и риски в экономике, что негативно отразилось на оценке рисков финансовым сектором и динамичности финансирования им экономики.

Как следствие темпы роста вложения инвестиций в основной капитал замедлились на фоне снижения структурной компоненты экономического роста после глобального финансового кризиса. Снижение притока прямых иностранных инвестиций и кредитования только усугубило сжатие валовых вложений в основные фонды. Двухзначный темп роста инвестиций в основной капитал (в среднем 29,2% в 1997-2007 годах) сменился на однозначный, снизившись почти в 6 раз после мирового финансового кризиса (до 5,1% в 2008-2020 годах) (рисунок-9).

Рис-9. Динамика инвестиций в основной капитал



Источник: Бюро национальной статистики АСПиР РК, расчеты автора

Инвестиции в основной капитал к ВВП снизились с пиковой отметки 31,9% в 2005 году до 17,6% в 2020 году (рисунок-4).

В следующем разделе приводится результат оценки вклада финансов в экономический рост на основе модели экономического роста с учетом факторов производства.

4. Оценка вклада финансов в экономический рост

4.1. Методология оценки

В целом в процессе исследования были применены общенаучные методы анализа и синтеза, сочетание которых обеспечивает системный, комплексный подход к исследованию. Анализируется динамика реального ВВП и роль в его росте инвестиций в основной капитал, кредитов экономике, денежных средств в экономике. Упор делается на инвестициях в основной капитал и валовом накоплении основного капитала, поскольку они представляют ключевое звено между всеми финансовыми средствами в экономике и валовым выпуском.

Совокупный объем денежных средств в экономике характеризует широкая денежная масса, часть которой направляется на финансирование экономики в виде кредитов банков. В свою очередь, кредиты реальному сектору направляются для финансирования оборотного или основного капитала. Часть кредитов, направляемых на основной капитал, отражается в инвестициях в основной капитал. Помимо кредитов, в инвестициях в основной капитал учитывается часть прямых иностранных инвестиций, овеществленных в основных средствах. В этой связи преимущественно исследуется динамика инвестиций в основной капитал. Кредиты банков, внешние инвестиции и в целом денежная масса рассматриваются в качестве предпосылки для финансирования инвестиций в основной капитал.

Акцент на основном, нежели оборотном капитале, объясняется тем, что для долгосрочного экономического роста более важным представляется основной капитал, который многократно участвует в производственном процессе (здания и сооружения, машины и оборудования и т.д.), тогда как оборотный капитал используется однократно и полностью потребляется в ходе каждого цикла производства в краткосрочном промежутке времени (сырье, материалы, запасы, денежные средства предприятия и пр.).

Оценка вклада инвестиций в основной капитал в экономический рост осуществлена также в рамках системы национальных счетов. ВВП методом конечного пользования содержит валовое накопление основного капитала, что позволяет оценить прямым образом вклад капитала в экономический рост. Кроме того, имеются широко распространенные альтернативные инструменты анализа, позволяющие разложить экономический рост по факторам производства (капитал, труд, производительность факторов производства).

Разложение экономического роста по факторам производства осуществлялось путем построения модели роста Солоу, базирующейся на производственной функции Кобба-Дугласа с учетом технического прогресса, капитала и труда:

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

где Y – валовый внутренний продукт, A – совокупная факторная производительность (технический прогресс, определяемый как остаток

Солоу), K - капитал, L – труд, α - коэффициент эластичности по капиталу (доля капитала в совокупном продукте, K/Y), $(1-\alpha)$ - коэффициент эластичности по труду (доля труда в совокупном продукте, L/Y), t означает момент времени. Производственная функция обладает свойством постоянной отдачи от масштаба, следовательно $\alpha + (1-\alpha) = 1$, $0 < \alpha < 1$.

Оценка капитала осуществляется стандартным способом по методу непрерывной инвентаризации (perpetual inventory method):

$$K_t = (1 - \delta)K_{t-1} + I_t \quad (2)$$

где K - запас капитала, I – инвестиции в основной капитал, δ – норма амортизации.

Начальный капитал K_0 определен как произведение валового внутреннего продукта в начальном году (Y_0 в 1990 году) и соотношения капитала к выпуску ($k = K/Y$) согласно подходу Inklaar и Timmer (2013):

$$K_0 = Y_0 \times k \quad (3)$$

Для выделения роли фактора труда в декомпозиции экономического роста используется следующая формула:

$$L = E \times hc = E \times e^{\Phi(s)} \quad (4)$$

где E – это количество населения в трудоспособном возрасте (15–64 года), hc – средний уровень человеческого капитала, который рассчитывается как функция средней продолжительности обучения s^2 .

Норма амортизации основного капитала в разрезе классов активов, доля труда в совокупном продукте были рассчитаны с учетом предположений, закладываемых в Inklaar и Timmer (2013), Varro и Lee (2010).

Логарифмирование уравнения (1) позволило получить линейную форму производственной функции:

$$\log Y_t = \log A_t + \alpha \cdot \log K_t + (1-\alpha) \cdot \log L_t \quad (5)$$

Продифференцировав уравнение (5), получен прирост факторов производства и выпуска, тем самым экономический рост разложен по факторам производства:

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

Для выделения долгосрочных трендов и циклов из экономических временных рядов использованы статистические методы сглаживания временного ряда. Для оценки необходимого темпа роста инвестиций при заданном уровне ВВП применена множественная регрессионная модель на основе метода наименьших квадратов.

² Определена как произведение доли населения старше 15 лет и длительности образования.

4.2. Обсуждение результатов

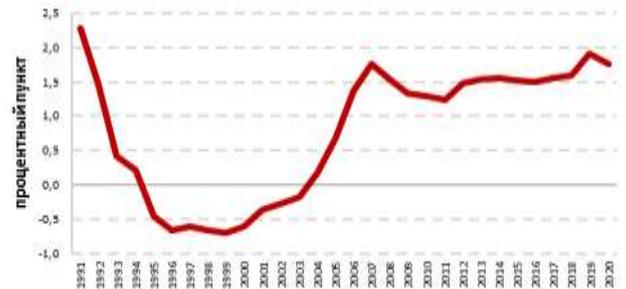
Декомпозиция экономического роста по факторам производства на основе модели роста Солоу показывает, что вклад инвестиций в экономический рост, резко восстановившись в начале 2000-х годов после провала в 1990-х годах, растет очень слабо (рисунки 10 и 11). Однако, несмотря на восстановительный рост вклада капитала, экономический рост складывается на более низком уровне. Замедление экономического роста при нарастающем вкладе капитала указывает убывающую отдачу от инвестиций.

Рис-10. Декомпозиция экономического роста по факторам производства



Источник: Национальный Банк РК, Бюро национальной статистики АСПиР РК, МВФ, ВБ, ОЭСР, ООН, расчеты автора

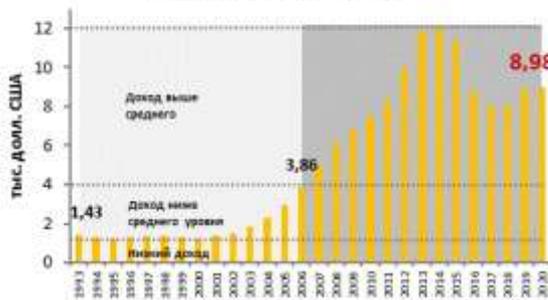
Рис-11. Динамика вклада валового накопления капитала в рост экономики



Источник: Национальный Банк РК, Бюро национальной статистики АСПиР РК, МВФ, ВБ, ОЭСР, ООН, расчеты автора

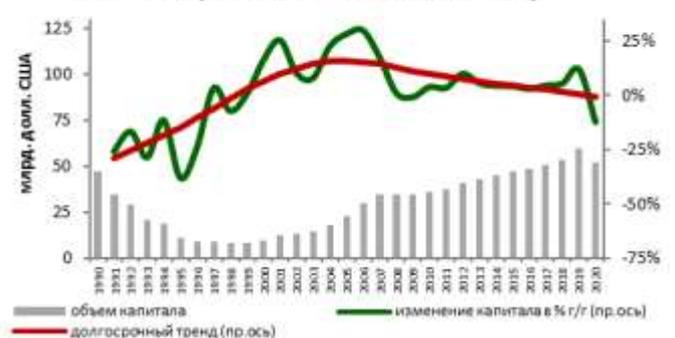
В 1990-х происходили масштабные реформы, коснувшиеся практически все области жизнедеятельности, а также переход на рыночную экономику, которые заложили основу для дальнейшего роста. В начале 2000-х годов поддержку оказали высокие цены на экспортируемое сырье и приток инвестиций, что способствовало подъему экономики и вхождению страны к группе стран с доходом выше среднего уровня с 2006 года (рисунок-12).

Рис-12. Подушевой валовой национальный доход



Источник: Всемирный Банк

Рис-13. Валовое накопление основного капитала (в постоянных ценах 2010г.)



Источник: БНС АСПиР РК, расчеты автора

Бурный период экономического роста сопровождался накоплением основного капитала, который достиг рекордного роста в 29,7% в 2006 году. Несмотря на превышение абсолютных значений накопленного капитала 17 трлн. тенге в 2020 году, динамика валового накопления основного капитала после 2006 года сбавила обороты, ее долгосрочный тренд стремится к нулю (рисунок-13).

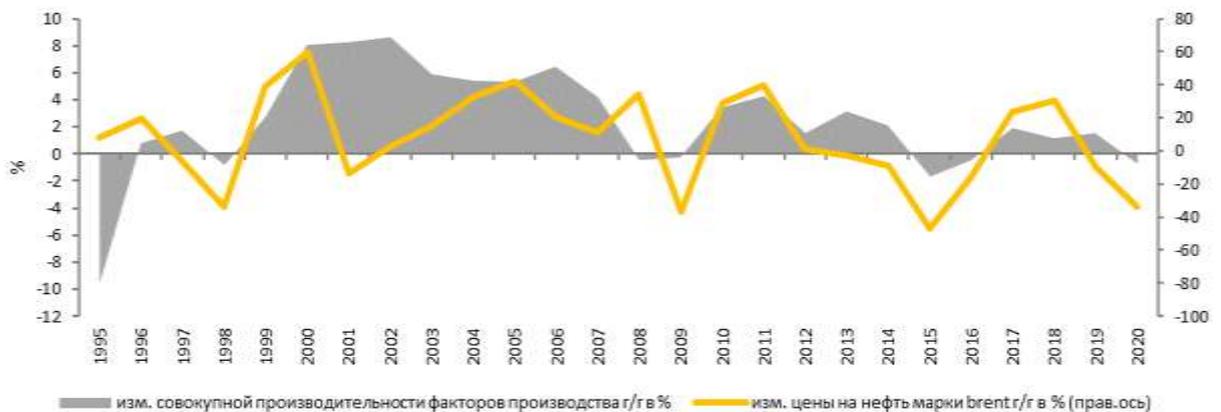
Ослабление динамики накопления капитала с достижением Казахстана уровня группы стран доходом выше среднего также указывает на снижение предельной отдачи с капитала. С развитием экономики и накоплением капитала каждый вложенный тенге на инвестицию в инфраструктуру и капитальные блага приносят все меньше отдачи.

Основной причиной снижения долгосрочного экономического роста является снижение производительности факторов производства. В начале 1990-х годов рост производительности происходил за счет масштабных рыночных реформ, широкой приватизации, либерализации экономики и привлечения внешних инвестиций, формирования финансового рынка.

Именно в начале становления страны производительность внесла значимый эффект на рост за счет структурных реформ и увеличения эффективности перераспределения ресурсов.

Отчасти качество роста производительности было мнимым и связано с нефтяным циклом. Сырьевой «суперцикл» в начале 2000-х годов в условиях обострения «голландской болезни» вызвал рост всего совокупного спроса через неторгуемый сектор. Как следствие увеличивался совокупный объем производства, что в пересчете на единицу труда приводило к росту производительности. В последующем с завершением периода высоких сырьевых цен, производительность снижается. В итоге, в фазе роста нефтяных цен производительность растет, в фазе снижения – сокращается (рисунок-14).

Рис-14. Совокупная производительность факторов производства и цена на нефть марки Brent



Источник: Национальный Банк РК, Бюро национальной статистики АСПИР РК, МВФ, ВБ, ОЭСР, ООН, Федеральный резервный банк Сент-Луиса (США), расчеты автора

Попытки диверсификации структуры экономики и отвязаться от сырьевого цикла не дают желаемого результата, несмотря на прилагаемые усилия с начала 2000-х годов, реализацию государственных программ с внушительным объемом их бюджета, начиная от Стратегии индустриально-инновационного развития Республики Казахстан на 2003-2015 годы.

Учитывая возможность получения отдачи от инвестиционного проекта в среднем за 5 лет, преобразование в страну с высоким доходом замедлилось,

что связано со слабостью институтов и отсутствием перехода к новой модели экономического роста.

Именно застревание на этапе достижения уровня стран со средним доходом и невозможность перешагнуть дальше принято считать признаком «ловушки среднего дохода» («middle income trap»). После устранения первичных причин неэффективности в перераспределении факторов производства путем перехода от плановой к рыночной экономике, достигнув базового уровня образования, урбанизации и промышленного развития Казахстан также испытывает проблемы «ловушки среднего дохода».

Мировой опыт показывает, что производительность факторов производства имеет более важное значение в переходе страны не с низкого к среднему уровню дохода, а именно на этапе перехода со среднего к высокому (Kim, Park, 2017). Индустриализация за счет дешевой рабочей силы, импорт существующих технологий, формирование базового образования на начальных этапах догоняющего развития или в переходе от низкого к среднему уровню развития должны быть усилены на следующем этапе повышением добавленной стоимости и наращиванием человеческого капитала для повышения уровня сложности экономики, увеличением НИОКР, инновации и навыков для их роста.

В условиях Казахстана с учетом амбициозной задачи по вхождению в тридцатку лидеров к 2050 году повышение производительности особенно актуально, без чего достижение цели потребует огромных финансовых вложений. Оценки на основе множественной регрессионной модели методом наименьших квадратов³ показывают, что при прочих равных условиях инвестиции должны расти темпами (на уровне 11%) почти в 2 раза выше исторических средних значений (около 6% в среднем за 1995-2020 годы). По оценке Всемирного Банка, для вхождения в тридцатку развитых стран при прочих равных инвестиции в Казахстане необходимо нарастить до более 60% от ВВП (Revilla, Keller, 2018). Учитывая исторически среднее значение инвестиций в основной капитал на уровне 22% от ВВП и пик в период бума 32% от ВВП в 2005 году, достижение 60%-ного уровня инвестиции к ВВП потребует колоссальных усилий.

В этой связи важным считается делать упор на повышение качественного роста производительности экономики. Для качественного повышения производительности факторов производства в Казахстане автоматизации операционных процессов и их цифровизации, а также внедрение новых технологии недостаточно. Важно решение фундаментальных проблем, которые ограничивают развитие частного сектора и сдерживают рост производительности путем усиления институтов, повышения эффективности рынка товаров, интенсификации конкуренции и

³ В качестве зависимой переменной использован индекс физического объема валового внутреннего продукта в постоянных ценах в % год-к-году, независимые переменные - индекс физического объема компонентов валового внутреннего продукта методом конечного использования (расходы на конечное потребление, валовое накопление, экспорт и импорт товаров и услуг) в % год-к-году. Целевой уровень роста экономики составляет около 5% в год согласно Концепции по вхождению Казахстана в число 30 самых развитых государств мира.

снижения рыночной концентрации. Слабость и неэффективность товарных рынков подтверждаются международными рейтингами.

Существенный вклад в экономический рост продолжают оказывать крупные государственные предприятия. Участие государства в экономике расширилось по мере развития квазигосударственного сектора, что привело к замедлению дальнейшего перехода к рыночной экономике. Частный сектор не достиг полноценного развития.

Обзор ОЭСР по товарному рынку Казахстана показывает, что квазигосударственный сектор в экономике Казахстана представлен больше, чем в любой из стран ОЭСР. На рынках, особенно в сетевых секторах (информационно-коммуникационные технологии, транспорт, в т.ч. транспортировка нефтепродуктов и газа, энергоснабжение, водоснабжение, водоотведение и пр.), доминируют крупные предприятия, в частности квазигосударственные, где управление предприятиями слабое. По данным Всемирного банка, старые предприятия, которые доминируют на рынках, значительно уступают в росте производительности вновь создаваемым малым предприятиям.

С увеличением влияния государства на экономику искажаются рыночные механизмы. Монополия в сетевых отраслях, которые оказывают существенное влияние на развитие других отраслей экономики и жизнеобеспечения населения, а также несовершенство тарифной политики приводят к неконкурентным ценам и производственным квотам, отрицательно сказывающимся на общей конкурентоспособности экономики.

Значимое присутствие государственных предприятий и квазигосударственного сектора в экономике, которое измеряется непропорционально высоким выпуском и вкладом в экономику по сравнению с частными предприятиями порождает неэффективное формирование цен и производства, основанного на субсидиях и других искажениях, которые, в свою очередь, подавляют частный сектор.

Квазигосударственный сектор превратился в мощный инструмент государственной политики экономического развития, способный оказывать влияние на политику и конкуренцию развития как в отдельных отраслях, так и во всей экономике. Предприятия с доминирующим положением на рынке получают дополнительное преимущество в виде доступа к льготному финансированию из бюджета и защиты от банкротства через получение финансовой помощи. В свою очередь, это оказывает пагубное влияние на конкуренцию во внутреннем рынке.

Искажение рыночных механизмов препятствуют эффективному и справедливому распределению ресурсов, их перенаправлению продуктивным предприятиям. Подрываются усилия по диверсификации экономики и повышению производительности факторов производства.

ОЭСР и Всемирный банк также отмечают высокие барьеры для входа на рынок новых игроков, особенно в сетевых секторах. Казахстанским предприятиям легче зайти на рынок в секторах с низкой добавленной стоимостью. Это объясняет причину роста неторгуемого сектора с низкой

производительностью в условиях перекосов в структуре экономики. В секторах с высокой добавленной стоимостью барьеры при ведении бизнеса выше.

Решение данных фундаментальных основ конкуренции, которые являются важными составляющими роста инновации и производительности, а также повышение качества человеческого капитала и институтов являются необходимыми условиями структурных изменений, которые приведут к качественному устойчивому долгосрочному росту экономики.

Качественное улучшение состояния частного сектора и повышение его конкурентоспособности заложит основу для повышения его привлекательности для финансового сектора и роста рыночного финансирования экономики.

5. Системные факторы, сдерживающие финансирование экономики

Структурные факторы играют ключевую роль в финансировании экономики. Слабые результаты диверсификации экономики приводят к сохранению неэффективности частного сектора и, соответственно, высоких кредитных рисков в экономике.

За последние годы банковский сектор значительно повысил финансовую устойчивость. Качество ссудного портфеля банков улучшилось, осуществлена докапитализация банков акционерами и в рамках Программы повышения устойчивости финансового сектора.

Несмотря на улучшение качества ссудного портфеля БВУ, уровень кредитного риска заемщиков реального сектора сохраняется высоким, что представляет из себя важный источник уязвимости для банковского сектора.

Со стороны банков снижение кредитного риска происходило за счет сокращения объема займов с высоким риском невозврата и улучшения качества кредитных решений. В процессе оздоровления банков с 2016 по 2020 год были списаны неработающие кредиты на сумму более 6 трлн. тенге.

Однако, проблемные займы прошлых лет все еще сохраняются в корпоративном портфеле. Кредитный риск корпоративного портфеля продолжает оставаться высоким, несмотря на снижение доли проблемных займов до 21,2% в 2020 году, учитывающих сомнительные (снижение с 17,8% до 12,6%). Причинами могут быть недостаточность капитала для признания убытков по этим займам и/или наличие правовых ограничений по взысканию залога.

Неработающие займы не представляют риска при наличии полного покрытия убытков за счет провизий. Однако, уровень провизирования ссудного портфеля БВУ (11,6%) остается недостаточным для полноценного покрытия ожидаемых кредитных убытков. В условиях низкой ответственности за предоставление отчетности и отсутствия достаточного капитала для полного признания убытков очень часто банки создают провизии, которых в действительности недостаточно для покрытия рисков по таким кредитам.

Ухудшение качества займов в предыдущие периоды стало отражением проблем как на стороне заемщиков из-за снижения платежеспособности, так и на стороне банков – в части низкой эффективности систем управления рисками и внутреннего контроля.

Слабость в банковском секторе зачастую требовала поддержку со стороны государства и сдерживает значительное повышение кредитных рейтингов со стороны международных агентств.

Для роста кредитования важно снятие барьера в виде закредитованности предприятий реального сектора, которая усугубляет проблему кредитных рисков для БВУ. В 2020 году 42% банковской задолженности крупных и средних предприятий приходится на недокапитализированные предприятия. 27% малых предприятий несостоятельны и на их балансе сосредоточены 56% банковской задолженности малых предприятий.

Большинство предприятий реального сектора остро нуждаются в наращивании собственного капитала, имеют высокую долговую нагрузку, низкий уровень ликвидности и доходности от инвестиций. Устойчивое решение данной системной проблемы требует создания условий для эффективного оздоровления предприятий реального сектора. Требуется устранение недостатков бизнес-среды в области корпоративного банкротства и развитие институтов корпоративной несостоятельности, создание условий для ее эффективного урегулирования.

После решения вопросов кредитных рисков, как со стороны финансового, так и реального секторов, важно решение задачи по усилению фондирования банков.

Несмотря на достаточность денежного предложения и его адекватный рост, соответствующий темпам развития экономики, основная составляющая денежной массы (89,1% на конец 2020 года) – депозиты, которые после мирового финансового кризиса являются основной базой фондирования банков – характеризуется относительно высоким уровнем долларизации (рисунок-15).



Источник: Национальный Банк РК, расчеты автора

Открытость, либеральность, экспортоориентированность и импортозависимость экономики порождает спрос на валюту, как следствие, естественно иметь определенный уровень долларизации. Несмотря на

сокращение долларизации депозитов до 37,3% в 2020 году, имеется потенциал дальнейшего ее снижения через повышение доверия к тенговым активам путем стабилизации инфляции и повышения устойчивости обменного курса к внешним шокам за счет диверсификации структуры экономики. Стабилизация инфляции, снижение кредитных рисков наряду с устранением дисбалансов в экономике будут способствовать смягчению денежно-кредитных условий, что окажет положительный эффект на экономический рост.

подавляющее большинство хозяйствующих субъектов получает доходы в национальной валюте, а валютное заимствование для них ограничено. В этой связи значительная часть денежной массы не направляется на тенговое финансирование экономики. Помимо высокой долларизации, депозитной базе фондирования присуща нестабильность по сравнению с внешними заимствованиями и облигациями, на которые банки полагались до глобального финансового кризиса. В Казахстане депозитное фондирование еще нестабильное из-за специфики рынка, связанной с доминированием вкладов без штрафных санкции за досрочное изъятие. Это оказывает сдерживающее влияние на трансформацию депозитов в долгосрочные кредиты. Нестабильная и долларизованная база фондирования оказывает сильное влияние на кредитование.

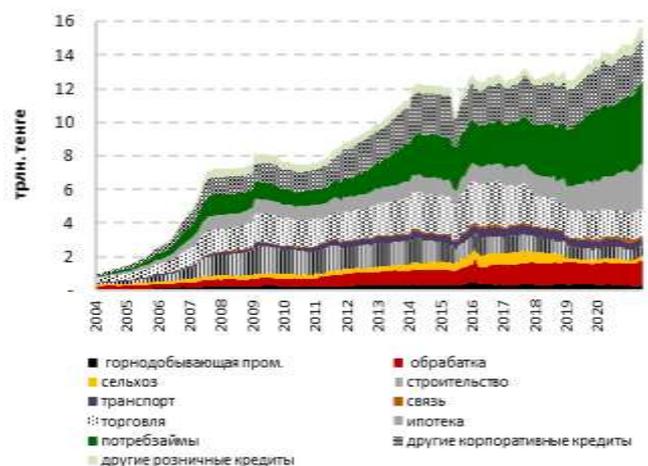
Кредиты, сформированные за счет нестабильной базы фондирования, направляются преимущественно на краткосрочное финансирование и оборотного капитала, нежели основного капитала (рисунок-16), в отраслевом разрезе – сферы торговли и потребительского сектора (рисунок-17).

Рис-16. Цель бизнеса в получении новых кредитов



Источник: Национальный Банк РК

Рис-17. Структура кредитного портфеля



Источник: Национальный Банк РК

Реальный сектор, в частности нефтегазовой торговый сектор (обрабатывающая промышленность, сельское хозяйство), получал 13% от всех кредитов экономике в среднем за 2004-2020 годы (19% корпоративных кредитов) (рисунок-17). Банки в основном финансируют отрасли, которые дают быструю отдачу в коротком периоде и высокомаржинальны – неторгуемые сектора (торговля, строительство, операций с недвижимостью,

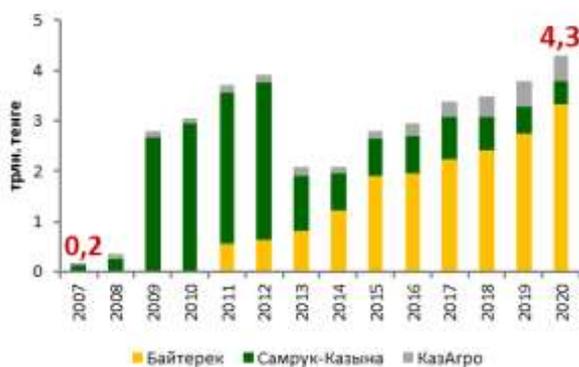
транспорт, связь, непроеизводственная сфера), доля которых составляет в среднем 49% за 2004-2020 годы (доля в корпоративном кредитном портфеле – 73%), и в розничном сегменте в основном потребительский сектор с долей 18% (доля в розничных кредитах – 54%).

В структуре вновь выдаваемых кредитов бизнесу исторически доминируют кредиты для приобретения оборотных средств, на долю которых в среднем за 2003-2020 годы приходится 74% против 5% кредитов на цели приобретения основных фондов. Это показывает, что исторически вклад банков в долгосрочный рост экономики был низкий. По сути перегрев кредитного цикла в период бума в начале 2000-х годов лишь усиливал циклические колебания экономического роста.

Для долгосрочного роста экономики важно финансирование основного капитала, однако оно относится к капиталоемкому долгосрочному вложению, стоимость которого выше. Кроме того, часто бизнес-модель предприятий не позволяет обеспечить денежный поток, достаточный для обслуживания долга, отсутствует залоговое обеспечение, покрывающее стоимость кредита. В силу этих факторов доминирует спрос на кредиты со стороны неторгуемых отраслей предприятия, которые в основном кредитуются в банках для пополнения оборотных средств.

В свою очередь, промышленные предприятия менее зависимы от банковского кредита, что объясняется доминированием в их капитале государства, которое оказывает им поддержку, финансируя их напрямую или через квазигосударственный сектор (рисунок-18). Наиболее рентабельные крупные промышленные предприятия за счет рейтингов, близких к суверенным, финансируются за рубежом.

Рис-18. Кредиты, выданные Самрук-Казына, Байтерек и КазАгро



Источник: консолидированная финансовая отчетность ФНБ «Самрук-Казына», НУХ «Байтерек», НУХ «КазАгро»

Рис-19. Источники финансирования инвестиции в основной капитал



Источник: Бюро национальной статистики АСПиР РК

Рост экономики остается зависимым от крупных промышленных предприятий, преимущественно функционирующих в добывающих секторах (нефтегазовый и горно-металлургический сектора), которые являются капиталоемкими отраслями. Значительная доля вложений в основной капитал инвестируется именно в этих отраслях за счет собственных средств

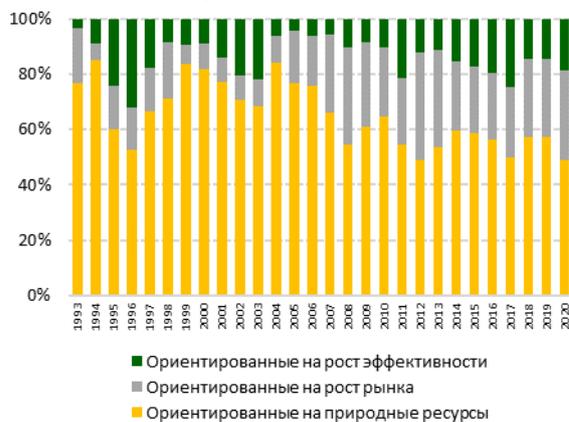
предприятий, которые зачастую включают средства материнских квазигосударственных структур (рисунок-19).

Квазигосударственный сектор, сформированный за последние десятилетия, замещает рыночное финансирование. Займы клиентам ФНБ «Самрук-Казына», НУХ «Байтерек» и НУХ «КазАгро» на конец 2020 года достигли 4,3 трлн. тенге, увеличившись в 22 раза со 174 млрд. тенге в 2007 году (рисунок-18). Портфель займов квазигосударственного сектора достиг уровня сопоставимого 29% от всего кредитного портфеля банков или 60% корпоративных кредитов.

В этих условиях с учетом, с одной стороны, направления кредитов на текущие нужды реального сектора (оборотные средства), а с другой стороны, сохраняющейся структуры экономики с доминирующим добывающим сектором, независимым от займов банков, а также конкурирующим с рынком квазигосударственными организациями, банковское кредитование ограничено в обеспечении долгосрочного качественного роста экономики.

Квазигосударственный сектор и крупные предприятия привлекают значительные объемы прямых иностранных инвестиций. Однако, в их структуре доминируют инвестиции, ориентированные на природные ресурсы (в среднем 65% за период с 1993 по 2020 годы), в частности ориентированные на сектор горнодобывающей промышленности и разработки карьеров, а также связанные с ними геологоразведочные услуги (рисунок-20).

Рис-20. Структура прямых иностранных инвестиций*



Источник: Национальный Банк РК, расчеты автора

*Подход ВБ классификации ПИИ по мотивам инвесторов на основе Dunning (1993)

Рис-21. Реинвестированные доходы инвесторов**



Источник: Национальный Банк РК, расчеты автора

** Доля иностранных прямых инвесторов в нераспределенной прибыли (убытке) казахстанских предприятий прямого инвестирования

В неторгуемые сектора, преимущественно сферу услуг (торговля, транспорт, финансы, связь), привлекаются инвестиции с целью увеличения доли на рынке, доля которых составляет около 1/5 часть от всех инвестиций.

Вложения в торгуемые нефтяные сектора (обрабатывающая промышленность и сельское хозяйство в первую очередь) относятся к инвестициям, ориентированным на рост эффективности экономики. Такие сектора получают в среднем всего 14% (в среднем за период 1993-2020

годов). Металлообрабатывающая промышленность является основным получателем таких инвестиций.

Историческое преобладание прямых иностранных инвестиций, ориентированных на ресурсы в добывающих отраслях не способствует диверсификации экономики. Более того, привлекаемые иностранные прямые инвестиции в Казахстане не удерживаются для целей продуктивной экспансии, что показывает низкий уровень реинвестированного дохода (рисунок-21). Доля реинвестированного дохода от общего притока прямых иностранных инвестиций в среднем за 2000-2020 годы составила 14,4%, тогда как в других странах с переходной экономикой она составляет от $\frac{1}{4}$ до $\frac{1}{3}$ притока прямых иностранных инвестиций. Высокая репатриация прибыли сигнализирует о состоянии инвестиционного климата и его недостаточной привлекательности, что не стимулирует инвесторов продолжать деятельность и расширять присутствие в стране.

По направлениям вложения в структуре прямых иностранных инвестиций преобладают инструменты участия в капитале. В этой связи привлекаемые иностранные прямые инвестиции отражаются как собственные средства предприятий в источниках финансирования инвестиций в основной капитал. Это объясняет рост инвестиций в основной капитал за счет собственных средств. В то же время наблюдается снижение доли заемных средств нерезидентов в источниках финансирования основного капитала с максимального 37% в 2009 году до 2,8% в 2020 году (рисунок-19).

В структуре внутренних инвестиций в основной капитал доминируют сырьевой и неторгуемый сектор с долей 86,6% на конец 2020 года (из них 32,2% – горнодобывающая промышленность, 38,2% – услуги). В обрабатывающую промышленность и сельское хозяйство направляются всего 13,4% инвестиций в основной капитал (8,8% – обрабатывающая промышленность, 4,6% – сельское хозяйство) (рисунок-22).



Источник: Бюро национальной статистики АСПиР РК



Источник: Бюро национальной статистики АСПиР РК

Низкая доля инвестиций в основной капитал в нефтяной торгуемый сектор сдерживает диверсификацию экономики. Технологическая структура инвестиций в основной капитал показывает, что инвестиции

преимущественно направляются на строительство и капитальный ремонт зданий и сооружений (56% на конец 2020 года). Доля инвестиций в машины, инструменты и оборудования составила 26% (рисунок-23). Для диверсификации экономики и развития перерабатывающих отраслей важен именно данный класс инвестиций.

С учетом выявленных системных факторов, влияющих на финансирование экономики, вывод и предложения по решению вопросов фондирования и экономического роста приведены в следующем разделе.

6. Выводы и рекомендации

Анализ динамики инвестиций в основной капитал, кредитов экономике и в целом денежной массы, а также внешних инвестиций показывает, что роль финансов в экономике до кризиса 2008-2009 годов была переоценена в условиях заимствования на внешних рынках капитала, перегрева экономики и обострения «голландской болезни».

Завершение сырьевого «суперцикла» при неполном структурном преобразовании экономики сильно отразилось на балансе и готовности финансового сектора фонтировать реальный сектор. Это усугубилось расширением участия государства в экономике путем увеличения масштаба квазигосударственного сектора, количества и бюджета программ развития отраслей и предпринимательства, что замедлило полный переход на рыночную модель роста.

Сохраняющиеся перекосы в экономике и системные проблемы сдерживают рост финансирования экономики. Структура кредитов, а также внешних и внутренних инвестиций отражает преобладающее развитие добывающих и неторгуемых секторов, которые подавляют рост неторгуемых отраслей, в частности обрабатывающей промышленности и сельского хозяйства, сигнализируя о сохраняющемся присутствии «голландской болезни» в экономике.

Слабый прогресс в диверсификации структуры экономики предопределяет сырьевой характер обменного курса, делая его волатильным, сдерживая дедолларизацию базы фондирования. Это в купе с перекосами в структуре экономики, которые делают волатильными макроэкономические параметры, сдерживают вложения на длинный срок, что приводит к доминированию краткосрочных кредитов.

Кредиты направляются преимущественно на финансирование текущей деятельности предприятий в неторгуемых секторах, а инвестиции мало направляются в торгуемые сектора на финансирование машин и оборудования, важных для повышения уровней передела продукции.

Как во внешних, так и внутренних инвестициях доминирующая роль крупных предприятий и квазигосударственного сектора не приводит к преобразованию модели экономического роста, сдерживая рыночное финансовое посредничество.

Для качественного роста вклада финансового сектора в долгосрочный рост экономики важно обеспечить макроэкономическую стабильность путем

ослабления связи между деловым и сырьевым циклом за счет внедрения эффективных контрциклических фискальных правил, улучшение инвестиционного климата путем обеспечения верховенства закона, предсказуемости налогового, инвестиционного законодательства, защиты прав инвесторов для эффективной реализации программ диверсификации, что обеспечит прочную основу для долгосрочного роста.

Для решения задачи привлечения инвестиций необходима стабилизация инфляции и сохранение ее на низком уровне в соответствии со Стратегией денежно-кредитной политики до 2030 года. В целях привлечения прямых иностранных инвестиций, ориентированных на эффективность, и удержания иностранных инвесторов важно совершенствование институциональной среды, повышение прозрачности и предсказуемости налогового администрирования для инвесторов, повышение уровня защиты прав инвесторов, совершенствование механизма разрешения споров и законодательства в сфере предпринимательской деятельности. Укрепление институтов со стороны государства ускорит диверсификацию экономики, сбалансировав ее структуру, снизит кредитные риски и привлечет финансирование.

Важным результатом данного исследования являются выводы на основе модели Солоу, которая показала убывающую отдачу от инвестиций, через которые денежная масса и кредиты направляются в экономику. С развитием экономики инвестиции увеличивают вклад в экономику, но дают все более низкую отдачу, с каждым годом все больше убеждая в несостоятельности капитала обеспечить устойчивый высокий экономический рост. Снижение долгосрочного экономического роста произошло преимущественно из-за снижения производительности факторов производства.

Поэтому принципиально важно повышение роста производительности в целях обеспечения ускоренного и устойчивого экономического роста. Для этого нужно развитие частного сектора, улучшение производительности путем повышения эффективности рынка товаров, интенсификации конкуренции и снижения рыночной концентрации. Важно создание благоприятной для конкуренции среды в экономике путем сокращения государственного финансирования и участия в экономике, пересмотра роли квазигосударственного сектора в экономике. Предлагается внедрение стандартов ОЭСР в области конкуренции на товарных рынках для обеспечения свободного потока ресурсов, технологий и входа на рынок, совершенствование процедур реабилитации/банкротства. Это позволит ускорить рост производительности, внедрение технологических инноваций, как следствие экономической диверсификации.

Сохраняющаяся институциональная основа реализации экономической политики государством через квазигосударственный сектор и инструменты, искажающие рынок, порождают доминирование крупных, старых и слабо прогрессирующих в плане производительности предприятий с одной стороны, а также малоэффективный и зависимый от государства сектор МСБ

– с другой. В обоих случаях оказывается побочный эффект на финансовый сектор. В первом случае крупный бизнес в добывающих отраслях финансируется альтернативным, в т.ч. валютным фондированием и становится менее зависимым от банковского кредитования. Вместе с тем в сегменте крупного корпоративного кредитования квазигосударственный сектор вытесняет частное финансирование. МСБ, в свою очередь, без качественной трансформации сконцентрирован на непродуктивном секторе и усиливает зависимость от бюджетных средств, при отсутствии которых резко повышается риск-профиль перед финансовым сектором.

В этой связи важно пересмотреть торгово-промышленную политику, а также политику в отношении крупных предприятий и МСБ. Роль государства должна заключаться в обеспечении понятных и постоянных правил игры. Рыночные игроки сами должны определять конкурентоспособные направления для развития. Такой подход («bottom-up») позволит отбирать жизнеспособные товары и услуги. Государство должно вовлекаться в рыночные отношения в крайне необходимых случаях провала рынка и на временной основе до восполнения пробелов. При отсутствии альтернатив бизнес будет в поиске конкурентного преимущества и для максимизации прибыли повышать эффективность, что будет улучшать их кредитоспособность, которая приведет к росту фондирования со стороны финансового сектора на рыночных условиях.

В таком случае государство, полностью освободив нишу рынка, может перенаправить высвобождаемые ресурсы на усиление институтов и развитие человеческого капитала. Первостепенным должно быть кардинальное усиление институциональных реформ и обеспечение верховенства закона, а также акцентирование усилий на повышении человеческого капитала, направленного на переход от существующей модели роста, которая ориентирована на сырье, и ведущую роль в которой играет государственный сектор, к модели, способствующей развитию активного, современного и инновационного торгуемого нефтяного сектора путем уменьшения роли государства в экономике.

8. Список литературы

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.

Barro, R., Lee J. (2010) *A new data set of educational attainment in the world, 1950–2010*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 15902

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