



ҚАЗАҚСТАН ҰЛТТЫҚ БАНКІ

ҚАЗАҚСТАН ҰЛТТЫҚ БАНКІНІҢ МОНЕТАРЛЫҚ САЯСАТЫНЫҢ ТРАНСМИССИЯСЫ

**Зерттеулер және статистика департаменті
№2018-2 талдау жазбасы**

Чернявский Денис

Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкінің (бұдан әрі – ҚРҰБ) экономикалық зерттеулері мен талдамалық жазбалары ҚРҰБ зерттеулерінің нәтижелерін, сондай-ақ ҚРҰБ қызметкерлерінің басқа да ғылыми-зерттеу жұмыстарын таратуға арналған. Экономикалық зерттеулер пікірталастарды ынталандыру үшін таратылады. Құжаттағы пікірлер автордың жеке позициясын көрсетеді және ҚРҰБ-нің ресми позициясымен сәйкес келмеуі мүмкін.

Автор зерттеу жүргізгенде көмек көрсеткені және пайдалы түсініктеме бергені үшін Олжас Төлеуовке, Адам Жүзбаевқа, Камила Мекенбаеваға, Нұрғайша Төрехановаға, Виталий Тутушкинге, Бауыржан Шамарға, Олжас Игсатовқа, Рүстем Оразалинге, Нұрлан Оспановқа рахмет айтады.

ҚРҰБ-нің монетарлық саясатының трансмиссиясы
2018 жылғы ақпан

NBRK – AN – 2018 – 2

Мазмұны

| | |
|---|----|
| Монетарлық саясаттың трансмиссиясы..... | 4 |
| ҚР-дағы трансмиссияның эмпириялық жұмыс істеу куәлігі..... | 5 |
| ҚРҰБ-нің негізгі мақсаты және операциялық мақсаты..... | 5 |
| ҚР-дағы негізгі күйзелістер..... | 8 |
| Бір күндік РЕПО мөлшерлемесінің депозиттер мен кредиттер бойынша мөлшерлемелерге әсері..... | 9 |
| Депозиттер бойынша мөлшерлеменің кредиттер бойынша мөлшерлемелерге әсері..... | 10 |
| Кредиттер бойынша мөлшерлеменің берілген кредиттерге ықпалы және кредиттік циклдің экономикалық белсенділікке ықпалы..... | 11 |
| Іскерлік циклдің инфляцияға әсері..... | 15 |
| Бір күндік РЕПО мөлшерлемесінің айырбастау бағамына әсері..... | 16 |
| Айырбастау бағамының экономикалық өсуге әсері..... | 21 |
| Айырбастау бағамының инфляцияға әсері..... | 24 |
| Инфляциялық күтулер, серпіннің және алдағы құрамдастың ықпалы..... | 25 |
| Қорытынды..... | 27 |

1,2-қосымшалар

ҚРҰБ-нің монетарлық саясатының трансмиссиясы

Чернявский Денис¹

Аннотация

Орталық банк ақша-кредит саясаты бойынша болашақ шешімдерге қатысты күтулерге толық сәйкес бола алмайды, бірақ нарыққа қатысушылармен коммуникациялардағы маңызды элементтердің бірі болжамды және ағымдағы ахуалды талдауды көздемейтін күйзелістерге, экономикалық өсуге және тәуекелдерге байланысты саясаттың ықтимал іс-әрекеттерінің транспаренттілігі болып табылады. Бұл талдау жазбасы Ұлттық Банктің (бұдан әрі – ҚРҰБ) әрекеті экономикалық өсуге, айырбастау бағамына, күтулерге және инфляцияға ықпал ету мәнін ашуға бағытталған. Трансмиссиялық тетік серпінді және көп жағдайда оны түсіну жеңіл және эмпириялық куәліктерден басқа экономика үшін өзара байланыстарды сараптама тұрғысынан түсінуге және олардың салыстырмалы түрде маңыздылығына сүйенеді. Көп жағдайда осы талдау жазбасы макроэкономикалық өзара байланысқа сүйенетін болады, олар одан кейін тоқсандық болжамдық моделге (бұдан әрі – ТБМ) имплементацияланады, талдау соңғы жылдардың деректері негізінде эмпириялық бағалауды алуға әрекетпен толықтырылатын болады, мұнда ҚРҰБ еркін өзгермелі айырбастау бағамы режимін инфляциялық таргеттеу режимінің құрамдас элементі ретінде қолданады. Талдау үшін статистикалық базаны жинақтау бұдан әрі монетарлық трансмиссияны және оның жекелеген элементтерін мезо, сол сияқты микро деңгей ретінде талдауға барынша тереңірек жақындауға мүмкіндік береді.

Негізгі сөздер: тоқсандық болжамдық модель, ақша-кредит саясаты

JEL жіктеушісі: E52; E58; D00; E00.

¹ Чернявский Денис – бас маман-талдаушы, Макроэкономикалық болжау және мониторинг басқармасы, Зерттеулер және статистика департаменті, Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі. E-mail: Denis.Chernyavskiy@nationalbank.kz

Монетарлық саясаттың трансмиссиясы

Монетарлық саясаттың трансмиссиясы – бұл орталық банктің (мұнда және бұдан әрі – ОБ) мөлшерлемесінің өзгеруі экономикаға және, түпкі нәтижеде, инфляцияға әсер ететін процесс.

ОБ-тің экономикаға іс-әрекеттер трансмиссиясының процесі серпінді, демек белгілі бір өзара байланыстар бар, олар трансмиссияның нәтижесін түсінуге, сипаттауға және белгілі бір ықтималдылықпен алдын ала айтуға мүмкіндік береді.

Инфляциялық таргеттеу режимі кезіндегі монетарлық саясаттың схемалық трансмиссиясы 1-суретте берілген. Трансмиссияға сәйкес, қысқа мерзімді мөлшерлеме нақты айырбастау бағамына, сол сияқты нақты ұзақ мерзімді мөлшерлемелерге (депозиттер, қаржы құралдары, кредиттер бойынша мөлшерлемелер және т.б.) ықпал етеді. Мысалы, пайыздық мөлшерлеменің өтелмеген басымдығының әсері есебінен қысқа мерзімді кезеңде мөлшерлеменің артуы айырбастау бағамының нығаюына, ал одан кейін оның біртіндеп әлсіреуіне әкеледі. Өз кезегінде, ауысу әсері арқылы инфляция төмендейді, сол себепті онда импортты құрауыш бар. Мөлшерлемелер төмендеген уақытта барлығы керісінше дәлдікпен өтеді.

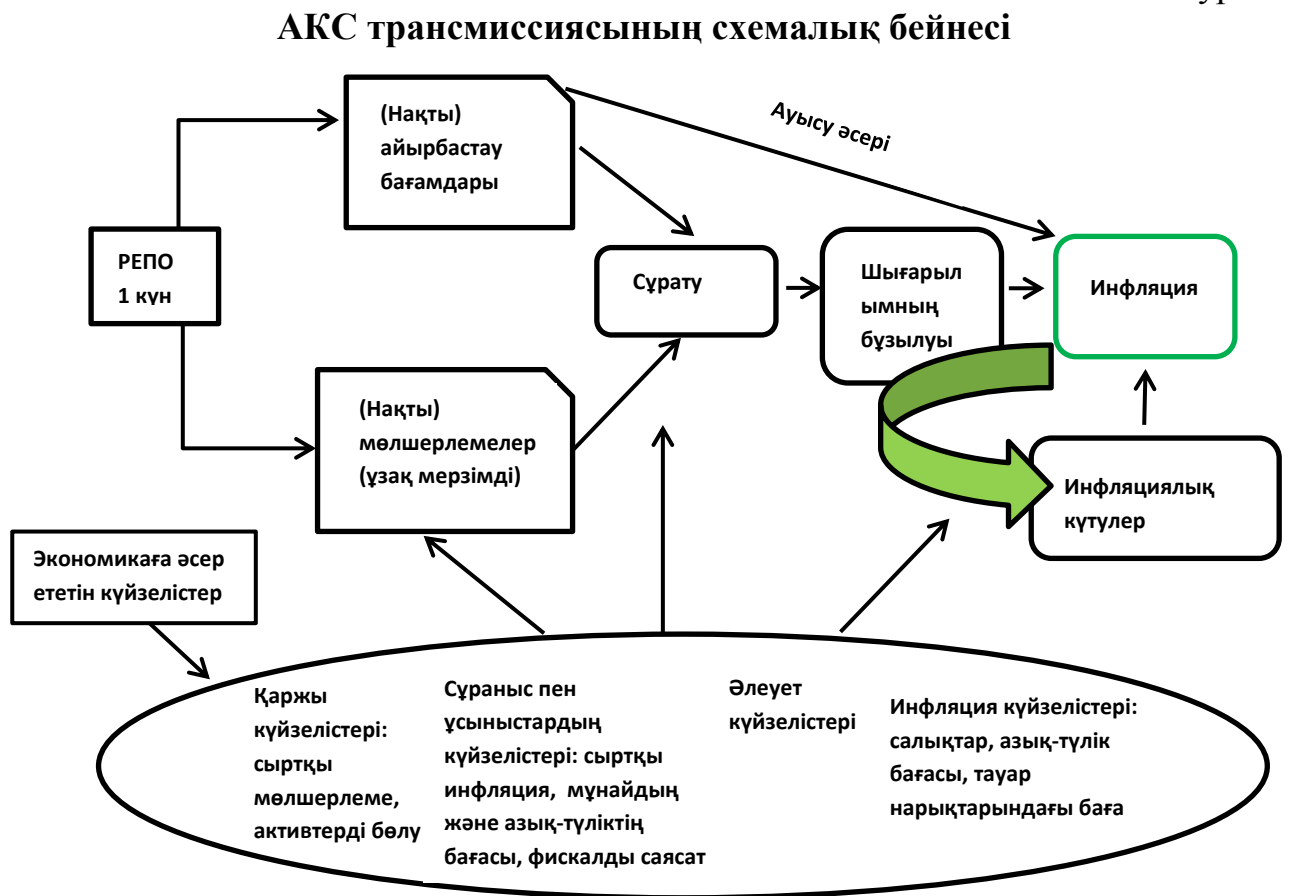
Айырбастау бағамының өзгеруі сұрату көрсеткіштеріне ықпал етеді. Айырбастау бағамын нығайту кезінде төлемге қабілетті сұраныстың өсуі есебінен тұтыну ұлғаяды, оң үзіліс кезінде экономикада инфляциялық қысым пайда болады және инфляция көтеріледі.

Айырбастау бағамының ақша нарығының мөлшерлемесіне ықпалымен қатар депозиттер, қаржы құралдары, кредиттер бойынша мөлшерлемелер әсер етеді және т.б. Базалық мөлшерлеменің көтерілуінен кейін таргеттелетін қысқа мерзімді мөлшерлеме артады, бұл ретте монетарлық талаптарды қатаңдату бойынша талаптар қалыптастырылады, осының салдарынан депозиттер, кредиттер және қаржы құралдары бойынша мөлшерлемелер көтеріледі, сол себепті кәсіпорндар ұлттық кірістілік қисығына әсер етеді. Депозиттер бойынша мөлшерлемелердің өсуі үй шаруашылықтарын жүргізу моделін тұтынушылықтан жинақтыққа қайта жасауға мәжбүр етеді. Тендей түрде, қорландыру құны өскен кезде банктер түпкілікті қарыз алушыларға мөлшерлемелерді көтеруге мәжбүр болады, оның салдары инвестицияларды төмендетуге, тұтынуға және экономикалық белсенділікке әсерін тигізеді, бұл инфляцияның төмендеуіне әкеледі.

Жоғарыда сипатталған инфляцияға ықпал ету арналарымен қатар, инфляциялық күтулер арнасы олардың негізгілерінің біреуі болып табылады, ол инфляцияның өзіне, сол сияқты көзделмеген күйзелістерге байланысты. Инфляциялық күтулерді, өз кезегінде, бейімделген және алдағы деп бөлуге болады. Бейімделген күтулер инфляцияның тарихи тұрғыдан жасалуына орай қалыптасады. Алдағы күтулер жүргізілген экономикалық және монетарлық саясатқа сенім, экономикалық агенттер тарапынан болашақ инфляцияны бағалауға тиімділік сияқты факторлардың ықпалымен қалыптасады. Жүргізілетін саясатқа сенім жоғары және инфляцияның құбылмалылығы аз болған сайын, инфляциядағы алдағы құрауыштың үлесі жоғары болады. Сонымен қатар, экономикалық және монетарлық саясатқа жылдар бойы қол

жеткізетін және жинақталатын сенімнің жоғары деңгейі болған кезде инфляцияны жеңіл басқаруға болады.

1-сурет



Дереккөз: Statistical implication of inflation targeting, IMF, statistic Dept., 2002, page 24

Тұтастай алғанда, трансмиссия арналарының түпкілікті мақсатқа және ОБ-ке сенім деңгейі жоғары болған сайын жоғары инфляциялық күтулердің әсерін атап өтуге болады. Пассивті монетарлық саясат кезінде қатты сандық мақсаттарсыз (инфляция, айырбастау бағамы, ақша массасының өсуі бойынша таргет) экономикалық агенттерде ОБ-тің ішкі және сыртқы экономикалық күйзелістерге ден қоюын түсінбеген кезде инфляция түріндегі номиналдық зәкірі жоқ. Бұл жоспарлау шегінің тарылуына, экономикалық перспективаларға қатысты күтулердің нашарлауына, экономикалық агенттердің ұтымды емес жай-күйінің туындауына әкеледі.

Монетарлық трансмиссияның эмпириялық жұмыс істеу куәлігі ҚРҰБ-нің негізгі мақсаты және операциялық мақсаты

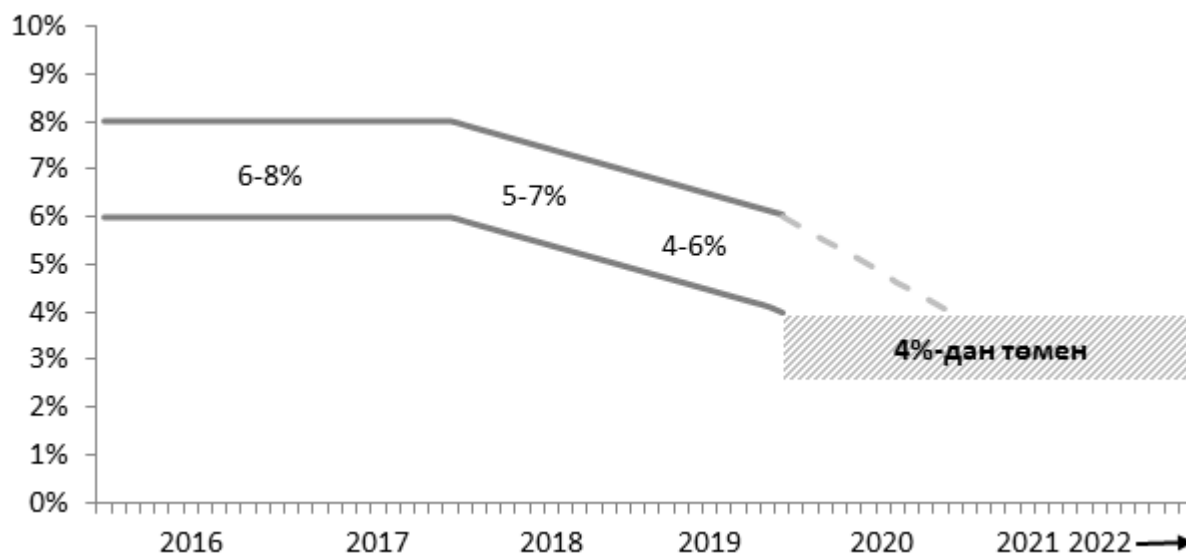
Сипатталған өзара байланыстар барлық елдерде монетарлық саясат жүргізу үшін негіз болып табылады. Сонымен қатар, елдердің экономикалары әр түрлі және фискалды және монетарлық саясат жүргізу тарихы бойынша жинақталған түрлі құрылымға және мемлекеттік институттарға сенім дәрежесіне байланысты үй шаруашылықтарын жүргізу ерекшелігіне ие болып отыр. Осыған байланысты, экономикадағы

сипатталған эмпириялық өзара байланыстарды растауды айқындауға және ҚР-дағы ақша-кредит саясаты трансмиссиясындағы айқындалған ерекшеліктерді анықтауға әрекет жасалды. Түсіндірмелі айнымалылық кезінде тұрақты коэффициенттерді бағалау және табу емес, өзара байланыстардың болуын айқындау мақсат болып табылатындығын атап өткен жөн.

ҚРҰБ-нің негізгі мақсаты инфляцияны нысаналы дәліз шегінде ұстап тұру болып табылады (2-сурет). ҚРҰБ мақсатқа қол жеткізу үшін қолда бар барлық құралдарды пайдаланатын болады. Инфляцияның біртіндеп төмендеуін білдіретін таңдап алған тәсіл, қысқа мерзімді кезеңдегі экономикалық өсуге қатысты барынша жеңілдеу, бірақ инфляциялық күтулерді зәкірлемеу барынша тәуекелді болып табылады.

2-сурет

ҚРҰБ-нің алдағы жылдарға арналған нысаналы дәлізінің шекарасы



Дереккөзі: ҚРҰБ-нің ақша-кредит саясатының 2018 жылға арналған негізгі бағыттары

ҚРҰБ-нің ақша-кредит саясатының негізгі құралы базалық мөлшерлеме болып табылады, ол ақша нарығының мөлшерлемесі арқылы депозиттер мен кредиттер бойынша мөлшерлемелерге, сонымен қатар, экономикалық өсуге және инфляцияға әсерін тигізеді.

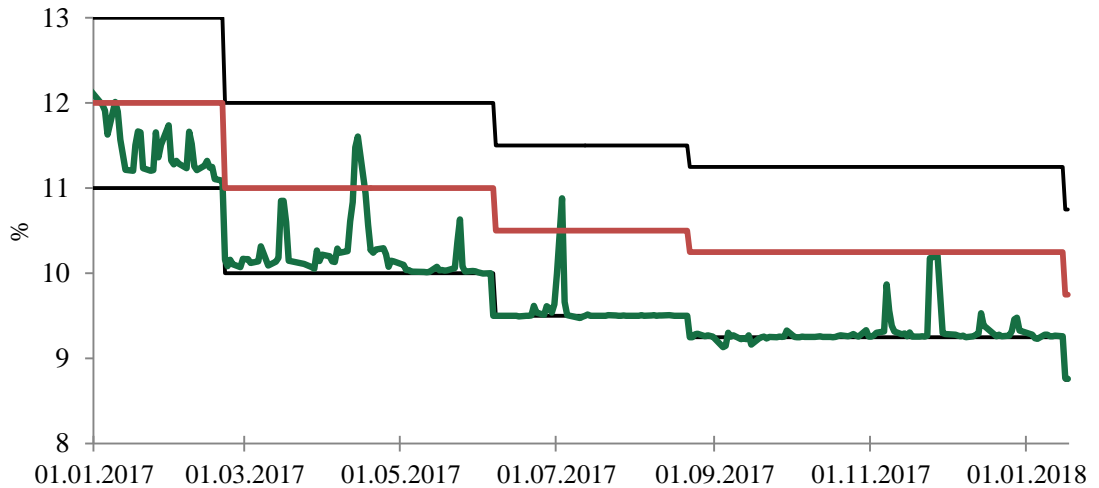
Өз кезегінде, ҚРҰБ операциялық құралдарға² ие болады, олар арқылы ҚРҰБ базалық мөлшерлеме деңгейіне байланысты аралық мақсатты – бір күндік РЕПО мөлшерлемесін бақылайды. Осылайша, базалық мөлшерлемені өзгерте отырып және операциялық құралдармен аралық мақсатқа – бір күндік РЕПО мөлшерлемесіне ықпал ете отырып, ақша нарығының мөлшерлемелері өзгереді (3-сурет). Бір күндік РЕПО мөлшерлемесі ҚРҰБ-нің пайыздық дәлізінің төменгі шегінде (базалық мөлшерлеме +/-1%) тұр, бұл банкаралық нарықтағы артық өтімділікті көрсетеді. Бір күндік РЕПО мөлшерлемесіндегі ауытқуларды және мерзімді құбылыстарды банкаралық банктің жеткілікті емес дамуымен, кепілмен қамтамасыз етудің жеткіліксіздігімен, екінші

² ҚРҰБ-нің операциялық құралдарына қатысты барынша жан-жақты ақпаратты мынадай сілтеме бойынша табуға болады: <http://www.nationalbank.kz/?docid=223&switch=russian>

деңгейдегі банктердегі өтімділікті талдау және болжамдау бойынша қалыптасқан жүйенің болмауымен түсіндіруге болады.

3-сурет

Базалық мөлшерлеменің және РЕПО-ның таргеттелетін мөлшерлемесінің дәлізі



- бір күндік РЕПО мөлшерлемесі
- базалық мөлшерлеме
- дәліз шекарасы

Дереккөз: KASE

Ықпал етудің тағы бір маңызды арнасы бағалы қағаздар нарығында ұзақ мерзімді мөлшерлемелерді және сондай-ақ кірістілік қисығын қалыптастыратын базалық мөлшерлемені өзгерту бойынша күтулер арнасы болып табылады (3-сурет). Мысалы, базалық мөлшерлемені көтеру түрінде монетарлық талаптардың қатаюын күте отырып, нарыққа қатысушылар бағалы қағаздар эмитентінен барынша жоғары кірістілікті және керісінше талап ететін болады.

Қазақстанда ағымдағы сәтте кірістілік қисығы қалыптастырылады. 2017 жылдың басында кірістілік қисығы инвертирлік нысанда болды, сол себепті нарыққа қатысушылар базалық мөлшерлеменің төмендеуі түрінде монетарлық талаптардың жұмсаруын күтті. 2018 жылғы қаңтарда кірістілік қисығымен ахуал өзгерді. Базалық мөлшерлемені төмендету әлеуеті оң нақты пайыздық мөлшерлеменің әлсіз болуына орай шектеулі болғандықтан нарыққа қатысушылар өздерінің күтулерін 2017 жылға қарағанда басқаша жасайды және қисықтық барынша көлбеу түрге ие болады. Бірінші жағынан, бұл ҚРҰБ-нің әрекеттерін түсінудің жақсы дабылы болып табылады, екінші жағынан, қисықтың орташа мерзімді күтулерге қатысты екі ұшты екендігін пайымдай отырып, экономикалық логика бойынша барынша ұзақ мерзімге арналған мөлшерлемелер жоғары болуға тиіс.



Дереккөз: KASE

ҚР-дағы негізгі күйзелістер

Қазақстанда мемлекеттік саясатты жүргізуге төмен сенім экономиканы қысқа мерзімді кредиттеу көлеміне және қаржы жүйесін жоспарлау мен долларландырудың қысқа мерзімді шегіне басымдық беретін валюталық дүрбелеңнің мерзімдік құбылыстарына қосылады.

Қазақстан үшін сауда талаптарының күйзелістері, жекелеген тауар нарықтарындағы ұсыныстардың күйзелістері, азық-түліктің сыртқы күйзелістері және фискалдық саясат күйзелістері барынша өзекті күйзелістер болып табылады.

Біз сауда талаптарының күйзелісін трансмиссияға ықпал ету триггері ретінде білеміз. Мұнай бағасы түскен кезде елге валюталық түсім аз түсе бастайды.

Айырбастау бағамының еркін өзгермелі болуы сауда балансының нашарлауы есебінен теңгенің құнсыздануына әкеледі. Өз кезегінде, ауысу әсері арқылы айырбастау бағамының құнсыздануы инфляциялық күтулердің және инфляцияның көтерілуіне әкеледі. Мұнайдың бағасы құлдыраған кезде Қазақстан экономикасының бизнес циклы сатып алу қабілетінің, инвестициялардың төмендеуі және т.б. есебінен теріс салаға кіреді, бұл сұраныс инфляциясын ұстап тұрады. Сатып алу қабілетінің төмендеуімен қатар бағамның құнсыздануы импорттың қысқаруына әкеледі, бұл түпкілікті нәтижеде төлем балансының көрсеткіштерін теңестіруге мүмкіндік береді. ҚРҰБ-нің ден қоюы, бұл жағдайда, инфляциялық күтулерді төмендету, сол сияқты ұлттық валютамен номинирленген активтердің тартымдылығын сақтау ретінде пайыздық мөлшерлемені көтеру болып табылады. Түпкілікті нәтижеде, трансмиссияға дұрыс ықпал ету есебінен қаржы жүйесін долларландыруды болдырмауға, ұлттық валютаға алыпсатарлық қысымды шектеуге, төлем балансының көрсеткіштерін теңестіруге, халықаралық

резервтерді сақтауға, айырбастау бағамының инфляцияға құнсыздану ықпалын шектеуге және инфляциялық шиыршықты болдырмауға мүмкіндік болады.

Қазақстандағы ұсыныстардың күйзелістері мерзімдік сипатта болады және олар әрқашан ҚРҰБ-нің ден қоюын көздемейді, сол себепті, біріншіден, қысқа мерзімді болып табылады, ал екіншіден, олардың пайда болуын ақша-кредит саясатының шараларымен болдырмау мүмкін болып табылмайды. 2016 жылдың соңында азық-түлік нарығындағы және 2017 жылдың соңында ЖЖМ нарығындағы күйзеліс бұған мысал бола алады.

Күйзелістің бәрі ҚРҰБ-нің монетарлық саясатының ықпалын міндетті түрде басшылыққа алмайды және тұтастай алғанда күйзелістің құрылымы мен ұзақтығының маңызы зор. Экономика барынша дамыған сайын, ол күйзелістерге аз ұшырайды және оларды тез баса алады және жаңа шындыққа бейімделеді. Ашық дамуы аз экономикаға түрлі күйзелістер тән, сол себепті дамымаған институционалдық орта төменгі диверсификация аясында әлемдік экономикадағы ішкі ықпалға, сол сияқты ауытқуларға ұшырауға себепші болды.

Бір күндік РЕПО мөлшерлемесінің депозиттер мен кредиттер бойынша мөлшерлемелерге әсері

Бір күндік РЕПО мөлшерлемесінің депозиттер мен кредиттер бойынша мөлшерлемелермен өзара байланысын талдау үшін 2016 жылдан 2017 жыл аралығы таңдап алынды. Аталған таңдау бірнеше аспектілермен шартталады. Біріншіден, бұл кезеңде өзгермелі айырбастау бағамы жағдайында ҚРҰБ-ның пайыздық мөлшерлемесі қалыптаса бастады. Бір күндік РЕПО мөлшерлемесі ҚРҰБ-ның аралық мақсаты болды. Екіншіден, 2009-2014 жылдары ҚРҰБ теңгенің басқарылатын өзгермелі айырбастау бағамы режимін ұстанды, бұл ретте нақты пайыздық мөлшерлеме теріс болды. Салдарынан, банктер өз саясатын басым жағдайда валюта нарығындағы ахуалға байланысты қалыптастырды.

Бір күндік РЕПО мөлшерлемесінің депозиттер мен кредиттер бойынша мөлшерлемелерге әсерін талдау кезінде депозиттік базаны қалыптастыруда соңғы үрдістерді көрсету тұрғысынан неғұрлым репрезентативті болып табылатын резиденттер депозиттерінің статистикасы қолданылады. Байқаудың ерекшелігі 2016-2017 жылдары депозиттік база құрылымдық тұрғыдан өзгерді. Мысалы, 2016 жылы депозиттік ұйымдардағы ұлттық валютадағы депозиттердің орташа үлесі жалпы депозиттердің 39%-ын құрады, ал 2017 жылы ол 51%-ға дейін ұлғайды. Осылайша, долларсыздандыру пайыздық саясатты жүргізуге қатысты дұрыс амалдың қолданылғанын көрсетеді, алайда, екінші жағынан, ҚРҰБ-ның пайыздық саясатының депозиттік базаға әсерінің шектеулі екенін көрсетеді.

Салымдарды теңгемен салу жағына басымдық беру тартылған депозиттер статистикасында да байқалды³. 2016 жылдан 2017 жыл аралығында теңгемен салымдардың орташа үлесі тартудың жалпы көлеміне

³ Мұнда және бұдан әрі өзгесі көрсетілмесе, резиденттердің тартылған депозиттерінің талдауы келтірілген.

қарағанда 72%-дан (орташа есеппен 2016 жылы) 86%-ға (орташа есеппен 2017 жылы) дейін ұлғайды. 1-қосымшаның 1-суретіне сәйкес ұлттық валютамен депозиттердің банктік жүйе депозиттерімен салыстырғанда 79%-ды құрады (2016 жылдан 2017 жыл аралығында). Осылайша, ҚРҰБ-ның әсер ету арнасы артты. Негізгі трансмиссия заңды тұлғалардың ұлттық валютамен депозиттері арқылы өтті, олар ұлттық валютамен депозиттердің жалпы көлемінің 90%-ын құрады. Заңды тұлғалардың ұлттық валютамен депозиттерінің негізгі үлесін мерзімді депозиттер құрайды (99%). Өз кезегінде, мерзімді депозиттердің негізін 1 айға дейінгі мерзімді депозиттер құрайды. Осылайша, арнаның құрылымы мынадай болып келеді. ҚРҰБ зерттелген кезең ішінде заңды тұлғалардың ұлттық валютамен депозиттеріне, атап айтқанда, 1 айға дейінгі мерзімді депозиттерге әсер ете алды.

Жорамалымызды бір күндік РЕПО мөлшерлемесі мен тартылған депозиттер бойынша мөлшерлемелер арасындағы өзара байланысты көрсететін шашыраңқы диаграмманың мысалында қарастырайық (1-қосымшаның 2-суреті). Базалық мөлшерлеменің азаюы жағына, және салдарынан бір күндік РЕПО мөлшерлемесінің азаюынан болған өзгерістер ұлттық валютамен депозиттер бойынша мөлшерлемелердің тиісті өзгеруіне, атап айтқанда, заңды тұлғалардың 1 айдан 3 айға дейінгі мерзімді депозиттері бойынша мөлшерлемелердің өзгеруіне әкеліп соқты. Өз кезегінде, базалық мөлшерлеменің өзгеруі жеке тұлғалардың ұлттық валютамен мерзімді депозиттерінің мөлшерлемелеріне тиісті әсерін тигізбеді. Көп жағдайда заңды тұлғалардың ұлттық валютамен депозиттері бойынша мөлшерлемелердің мұндай икемсіздігі ҚДКҚ-ның депозиттері бойынша ұсынылып отырған мөлшерлеменен түсіндіріледі⁴.

Осылайша, біз ұлттық валютамен депозиттердің қандай бөлігіне ҚРҰБ-ның әсер еткенін және әсер ете алатынын анықтадық.

Депозиттер бойынша мөлшерлеменің кредиттер бойынша мөлшерлемелерге әсері

Трансмиссияның маңызды аспекті оның депозиттер бойынша мөлшерлемелер арқылы түпкі қарыз алушыларға мөлшерлемелерге әсердің беру, және салдарынан экономиканың бизнес цикліне әсер ете алу қабілеттілігі болып табылады.

Ұлттық валютамен берілген кредиттердің жалпы кредиттермен салыстырғандағы үлесі орташа есеппен 2016-2017 жылдары 83%-ды (2-қосымшаның 1-суреті) құрады. Осылайша, экономиканы кредиттеу негізінен теңгемен болды және логика бойынша көп жағдайда банк секторын қорландыру құнының өзгеруінің себебін түсіндіреді.

Шашыраңқы диаграммаға сәйкес (2-қосымшаның 2-суреті) берілген кредиттер бойынша мөлшерлемелер мен ұлттық валютамен тартылған депозиттер арасында өзара байланыс байқалады. Негізінен, ұлттық валютамен депозиттердің мөлшерлемесіне заңды тұлғаларға берілген қысқа

⁴ Қордың Директорлар кеңесінің (31.10.2017ж. №12 хаттамасы) шешіміне сәйкес жеке тұлғалардың жаңадан тартылған депозиттері бойынша сыйақылардың ең жоғары мөлшерлемелері мынадай мөлшерлерде белгіленген: теңгедегі депозиттер үшін 14% және шетел валютасымен депозиттер үшін 1%.

мерзімді кредиттер бойынша мөлшерлеме байланысты болады. Берілген ұзақ мерзімді кредиттер бойынша мөлшерлемелер мен ұлттық валютамен депозиттер бойынша мөлшерлемелер арасында байланыс байқалмайды. Бұл ретте, ұлттық валютамен қысқа мерзімді кредиттер бойынша мөлшерлемелерге 1 айдан 3 айға дейінгі заңды тұлғалардың мерзімді тартылған депозиттері бойынша мөлшерлемелері әсер етеді. Жеке тұлғалардың тартылған депозиттері бойынша мөлшерлемелері мен берілген кредиттер арасында байланыс байқалмайды.

Алынған нәтижелерге сүйене келе, біз бір күндік РЕПО мөлшерлемесінің қабылданған депозиттер мен кредиттер бойынша мөлшерлемелерге әсеріне қатысты келесі түсініктеме аламыз. РЕПО мөлшерлемесіне әсер ете отырып, ҚРҰБ ұлттық валютамен тартылған депозиттерге 81% (заңды тұлғалардың 1 айға дейінгі депозиттерінің ұлттық валютамен депозиттерге қарағандағы орташа үлесі), яғни ұлттық валютамен қорланудың басым бөлігіне әсер етті. Байланыс тізбекті болып келеді, және базалық мөлшерлеменің төмендеуінен кейін РЕПО мөлшерлемесі және заңды тұлғалардың 1 айға дейінгі теңгемен тартылған депозиттері бойынша мөлшерлемелер де төмендеді.

Заңды тұлғалардың 1 айға дейінгі және 1 айдан 3 айға дейінгі депозиттері бойынша төмендейтін мөлшерлемелері 2016-2017 жылдарда үлесі ұлттық валютамен кредиттердің 55%-ын құраған заңды тұлғаларға ұлттық валютамен берілген қысқа мерзімді кредиттер бойынша мөлшерлеменің төмендеуіне әсер етті. Осылайша, зерттелген кезең ішінде Ұлттық Банк ұлттық валютамен тартылған депозиттердің 81%-ының құнына әсер ету арқылы ұлттық валютамен берілген кредиттердің 55%-ының құнына әсер етті, бұл ретте әсер ету қорландыру мен кредиттеудің қысқа мерзімді базасына ғана жүреді.

Кредиттер бойынша мөлшерлеменің берілген кредиттерге әсері және кредиттік циклдің экономикалық белсенділікке әсері

Заңды тұлғалардың қысқа мерзімді кредиттер бойынша мөлшерлемелері серпінінің заңды тұлғаларға қайтадан берілген кредиттердің көлеміне әсерін бағалау үшін өзара байланысты сырт көзбен анықтап көрелік.

Белгіленген валюта бағамы режимі кезінде кредиттер бойынша мөлшерлемені төмендету кредиттеудің өсуімен қоса жүрген (4-сурет). Дегенмен де, 2012 жылдан 2014 жылғы қыркүйек аралығында мөлшерлеменің орташа мөлшерленген мәні 10-11% шектерде ауытқып тұрды, бұл ретте кредиттеудің ай сайынғы көлемдері бір деңгейде қалған. 2014 жылдың соңында және 2016 жылдың басында кредиттеу көлемдерінің күрт өсуі экономиканың нақты секторын мемлекет тарапынан қолдау шараларымен түсіндіріледі. Инфляциялық таргеттеу режимінде базалық мөлшерлемені біртіндеп төмендетуден кейін кредиттеу бойынша мөлшерлемелер төмендей бастады, және 2017 жылдың басынан бастап кредиттеу көлемі өсе бастады.

2014 жылы шағын және орта бизнесті (бұл жерде және бұдан әрі – ШОБ) қолдауға бағытталған нысаналы трансферттің бөлігі 100 млрд. теңге құрады. 2015 жылы ШОБ-ты қолдауға 107,2 млрд. теңге бөлінді. 2016 жылы ШОБ-ты қолдауға жататын нысаналы трансферт қаражаттары бөлінген жоқ⁵. 2017 жылы жалпы нысаналы трансферт 1,5 трлн. теңгені құрады, оның 28,6 млрд. теңгеге жуығы кәсіпкерлікті қолдауға бөлінді⁶. 2018 жылға нысаналы трансферттер көзделмеген. Дегенмен де, экономиканы мемлекеттік қолдау қарқынының төмендеуі кредиттер бойынша мөлшерлеменің төмендеуімен қатар жүреді, бұл кредиттеу көлемдерінің біртіндеп өсуінің себебімен шартталған. Экономиканы нысаналы трансферттер арқылы қолдаудың нақты серпінін және мөлшерлемені төмендетуден түсетін нәтижені анықтау мүмкін емес.

4-сурет. Заңды тұлғалардың қысқа мерзімді кредиттері бойынша мөлшерлемелер және көлемдер



Дереккөз: ҚРҰБ, автордың есебі

Заңды тұлғаларға ұлттық валютада берілген қысқа мерзімді кредиттердің Қазақстандағы экономикалық өсуге және бизнес циклге әсерін бағалау үшін қысқа мерзімді экономикалық индикатор (мұнда және бұдан әрі – ҚЭИ) қолданылды, ол Қазақстанның Ұлттық экономика министрлігінің Статистика комитетіне сәйкес экономиканың даму тенденцияларын және ауыл шаруашылығы, өнеркәсіп, құрылыс, сауда, көлік және байланыс сияқты

⁵ «Қазақстан Республикасы Президентінің «Қазақстан Республикасының Ұлттық қорынан 2015 жылға арналған нысаналы трансферт бөлу туралы» 2014 жылғы 17 қарашадағы № 956 және «Қазақстан Республикасының Ұлттық қорынан 2015 - 2016 жылдарға арналған нысаналы трансферттер бөлу туралы» 2014 жылғы 17 қарашадағы № 957 жарлықтарына өзгерістер енгізу туралы» Қазақстан Республикасы Президентінің Жарлығы

⁶ Қазақстан Республикасы Ұлттық қорын басқару жөніндегі кеңесі отырысының 2016 жылғы 13 қыркүйектегі №01-9,4 хаттамасына өзгерістер енгізу туралы.

негізгі салалары бойынша шығарылым индекстерінің өзгеруіне негізделеді. Мұндай салалардың ІЖӨ көлеміндегі үлесі 63-64%-ды құрайды.

5-суретте ҚЭИ млрд. теңгемен, сондай-ақ заңды тұлғаларға қысқа мерзімді кредиттер ұлттық валютада көрсетілген. Көрсеткіштердің екеуі де салыстырылатын шкалаға келтіру үшін логарифмделген, сондай-ақ Ходрик-Прескотты $\lambda=2$ және маусымдықтан филтреден өткізу арқылы шулардан арылған. ҚЭИ өсуі заңды тұлғаларға ұлттық валютада берілген қысқа мерзімді кредиттердің өсуімен қатар жүрді. Бұл ретте, ара қатыстылық 81%-ды құрады.

5-сурет.

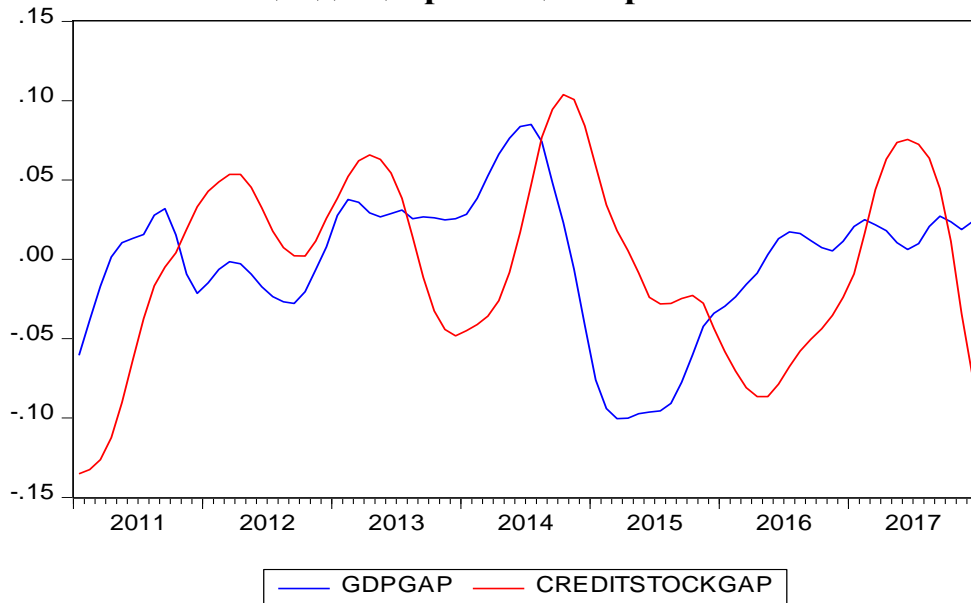
Заңды тұлғаларға ұлттық валютада берілген қысқа мерзімді кредиттер млн. теңгемен және ҚЭИ млрд. теңгемен



Дереккөз: ҰЭМ СК және ҚРҰБ, автор жасаған

Кредиттік белсенділіктің экономикалық өсуге өзара әсерін растау үшін кредиттерді қорлар тұрғысынан қарап көрелік. Әсер етудің негізгі арнасы 2015-2017 жылдары заңды тұлғаларға ұлттық валютада берілген қысқа мерзімді кредиттерге жинақталғанын есепке ала отырып, аталған кредиттердің көлемдерін кезеңнің соңына қарастыратын боламыз, бұл ретте шулардан ұқсас тәсіл арқылы тазалау процесін жасаймыз. 6-суретте келтірілген көрсеткіштердің алшақтығы стандартты айлық $\lambda=14400$ Ходрик-Прескот сүзгісін қолданумен жүргізілді. Осылайша, біз екі айырма алып отырмыз. Заңды тұлғаларға қысқа мерзімді кредиттер қалдықтарының айырмасы және ҚЭИ көрсеткіші арқылы аппроксимирлендірілген ІЖӨ-нің айырмасы (6-сурет). Байланыс бар, алайда ол белгілі лагпен өтеді. 4- лаг жағдайында кредиттер айырмасының көрсеткіштері аппроксимирлендірілген ІЖӨ айырмасының себебі болып табылады (2-қосымшаның 1-кестесі). Осылайша, кредиттер айырмасы өзінің әлеуетті деңгейінен 4 айдан кейін асып түсуі ІЖӨ-нің оң айырмасымен қатар жүреді.

ҚЭИ мен заңды тұлғаларға ұлттық валютада қысқа мерзімді кредиттер қалдықтарының айырмасы



Мұнда, CREDITSTOCKGAP – заңды тұлғалардың ұлттық валютадағы қысқа мерзімді кредиттер бойынша қалдықтарының әлеуетіне % -бен, млн. теңгемен айырмасы
GDPGAP – ҚЭИ компоненттері сомасының әлеуетіне % -бен млрд. теңгемен айырмасы.
Дереккөз: ҚРҰБ, автордың есептеулері

Сондай-ақ, ұлттық валютада қысқа мерзімді кредиттер бойынша қалдықтардың өсу қарқынының ж/ж. ҚЭИ өсуінің нақты қарқынымен салыстырғанда өткен жылдың тиісті айына сәйкес келетін айдағы серпінін қарастырайық.

7-суреттен кредиттердің жылдық өсу қарқыны ҚЭИ ұқсас өсу қарқынымен қатар жүретінін көруге болады.

ҚЭИ мен заңды тұлғаларға ұлттық валютада қысқа мерзімді кредиттер қалдықтарының айырмасы



Дереккөз: ҚРҰБ, автордың есептеулері

Қорыта келе, келесі тұжырымдар жасауға болады. Жаңадан берілген кредиттер ҚЭИ-дің көлемімен айтарлықтай өзара байланыста болады. Заңды тұлғаларға ұлттық валютада берілген қысқа мерзімді кредиттердің қалдықтары бойынша кредиттік цикл Қазақстан экономикасының іскерлік циклімен өзара байланысты. Бұл ретте, кредиттердің экономикаға және экономикалық циклге өзара әсері дәлелді.

Іскерлік циклдің инфляцияға әсері

Сипатталған трансмиссияға сәйкес ҚРҰБ экономикадағы сұранысқа әсер ету құралдарына ие және іскерлік цикл, өз кезегінде, іскерлік циклдің фазасы монетарлық трансмиссия түпкі мақсаты болып табылатын инфляциялық процестерге де белгілі бір әсер етеді.

Инфляцияны қысқа мерзімді кезеңге талдау және болжау үшін (+2 тоқсанға алға) ҚРҰБ-та инфляцияны селективті – қиыстырылған болжау жүйесі (SSCIF) пайдаланылады. Біз Қазақстандағы іскерлік циклдің аппроксимациясы бола алатын түсіндіретін айнымалыны табу үшін аталған жүйенің құрылымын қарастырамыз.

«Селективті – қиыстырылған болжау жүйесіне (SSCIF) сәйкес: құрылымдық күйзеліс жағдайларында тұтынушы бағаларының серпінін болжаудың ұтымды техникасын таңдау (Қазақстанның мысалында), ҚРҰБ қолданатын SSCIF тұтыну бағасының индексінің (бұдан ТБИ) көрсеткішімен берілген Қазақстандағы инфляцияның серпінін модельдейді. Бұл ретте, ТБИ мақсаттар бойынша жеке тұтыну жіктеушісіне сәйкес өздерінің дезагрегирлендірілген көрсеткіштерінің серпініне байланысты модельдеу және болжау жүргізіледі. Басқа сөзбен айтқанда, SSCIF-те тәуелді айнымалы модельдер ретінде жиынтығында Қазақстандағы ТБИ-ды құрайтын тауарлар және қызметтер топтарына бағалардың 66 субиндексі қолданылады. Бұл ретте, тұтыну бағалары мен қызметтерге бағалардың аталған 66 субиндексінің серпінін түсіндіретін экзогендік факторлар ретінде шет ел валюталарына теңгенің айырбастау бағамдарының, Ресейдегі инфляцияның, Қазақстанның өнеркәсібі саласындағы бағалардың, Қазақстандағы теңгемен ақша массасы және нақты ақшалай кірістердің, сондай-ақ бидай мен мұнайға әлемдік бағалардың көрсеткіштері берілген⁷.

Өз кезегінде, іскерлік циклдің инфляцияға әсеріне қатысты біздің тұжырымымызды растау үшін біз теңгемен ақша массасын таңдауға (себебі, ол іскерлік циклдің прокси көрсеткіші бола алады), нәтижелерді салыстыра отырып, берілген көрсеткіштің циклдері мен өсу фазаларын бөліп көрсете, және Қазақстандағы іскерлік циклдің бағалауларымен салыстыра аламыз.

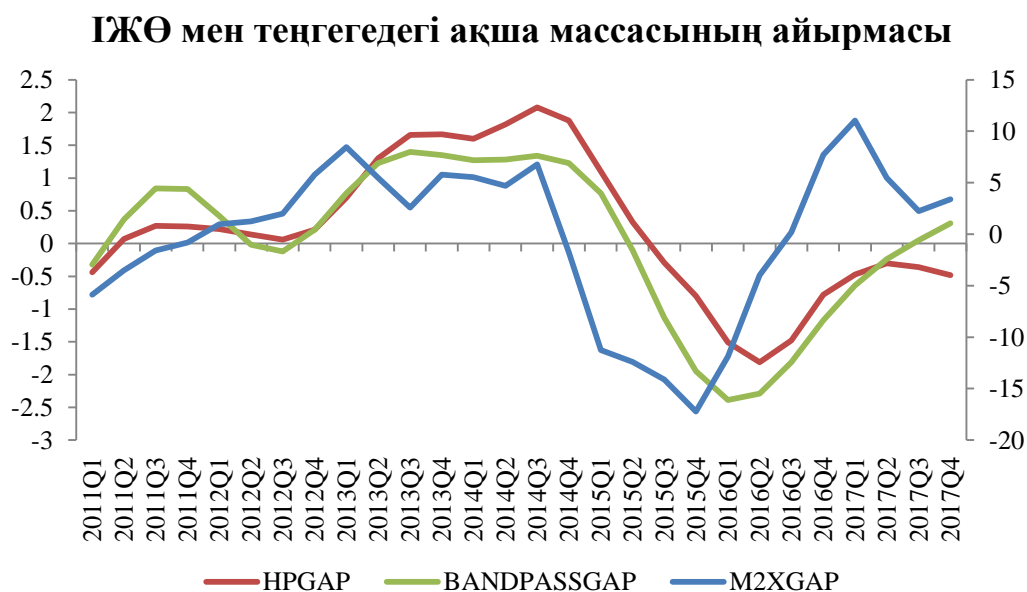
Шығарылымның ажырауын анықтау үшін біз әртүрлі екі сүзгіні аламыз: Ходриа-Прескотты және жолақ-өткізуші фильтр (Band-pass). Шығарылымның ажырауын тоқсандық кезеңділігі бар нақты ІЖӨ-ға байланысты анықтайтын болғандықтан, теңгемен ақша массасының

⁷ Экономикалық зерттеу №2017-9 Төлеуов Олжас (АЖД бас маман-талдаушысы). Сілтеме: http://www.nationalbank.kz/cont/NBRK-WP-2017-9-SSCIF_ru1.pdf. 21-22 бет

ажырауы⁸ орташа мәнге келтіру арқылы тоқсанға аударамыз және трендті бөлу алу үшін Ходрик-Прескот сүзгісін қолданамыз.

8-суретте берілген сүзгіден алынған нәтижелер теңгедегі ақша массасы циклдерінің Қазақстанның бизнес-циклдерімен үйлесетінін куәландырады. Ақша массасына ықпал ете отырып, ҚРҰБ бизнес циклдерді деңгейлестіріп, сол арқылы сұраныстың инфляцияға әсер етуін жүзеге асыра алады.

8-сурет



Мұнда HPGAP – Ходрик-Прескот сүзгісін шамаға %-бен қолданумен, ІЖӨ айырмасы
 Bandpassgap – bandpass сүзгісін шамаға %-бен қолданумен, ІЖӨ айырмасы
 M2XGAP – Ходрик-Прескот сүзгісін шамаға %-бен қолданумен, теңгедегі ақша массасының айырмасы
 Дерекөзі: ҚРҰБ, автордың есептері

Бір күндік Репо мөлшерлемесінің айырбастау бағамына әсері

Қазақстанда айырбастау бағамының қалыптасуы күрделі және қысқа мерзімді факторлардың ықпалынан болады. Күрделі факторларға ағымдағы шотпен, экономиканы түрлендіру деңгейімен, сауда жағдайларының көрсеткіштерімен болған жағдайды, сауда әріптестері елдерінің ахуалын⁹ жатқызуға болады. Қысқа мерзімді факторларға ҚРҰБ жүргізетін саясатқа сенбеушіліктен орын алған девальвациялық болжамдардың таралуын, мезгілдік факторларды (салық кезеңі, демалыс және т.б.) жатқызуға болады.

Мұнай бағасының түсуінен, соған орай сауда жағдайларының нашарлауынан орын алған қолайсыз күрделі факторлар ағымдағы шот тапшылығының өсуіне әкеп соқты. 2014 жылдан бастап 2015 жылға дейінгі аралықта белгіленген теңге бағамы болғандықтан, бұл күрделі алғышарттарға сәйкес айырбастау бағамын түзетуге мүмкіндік бермеді.

⁸ Ақша массасы $M-0$ + ұлттық валютамен депозиттер ақша агрегаты ретінде есептеледі, осылайша масса екінші деңгейдегі банктер пассивтерінің жоғары долларлануына байланысты айырбастау бағамының өзгеруінің әсерінен тазарады.

⁹ Айырбастау бағамының қалыптасуына және оны ТБҰ-ге енгізуге әсер ететін факторларға қатысты толығырақ ақпарат «ТБҰ-ге ақша кредит саясаты қағидаларын енгізу» мақаласында (Ақша және кредит Н.С. Мұқанов, Д.О. Чернявский №5 2015) жарияланған.

Сілтеме: http://cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/cherniavskiy_05_17.pdf.

Нақты тиімді айырбастау бағамының өзінің теңбе-тең күйіне қатысты қайта бағалануынан Қазақстан экспорты экономикалық құрылым ретінде түсіп кетті, бұл ретте импорт тауарларының арзандауына байланысты импорт ұлғайды. 2016 жылы еркін өзгермелі айырбастау бағамына өту нәтижесінде және мұнай бағасының тұрақтануы ағымдағы шот тапшылығының өріс алуы тоқтаған кезде көрініс тауып, экспорттық кірістің, тікелей шетелдік инвестициялардың өсуі және импорттың қысқаруы аясында ол жақсара бастады. Осылайша, күрделі экономикалық факторлар негізінде төлем балансы көрсеткіштерінің жақсарта отырып, нақты тиімді айырбастау бағамы өзгерді (9-сурет).



Дереккөзі: ҚРҰБ

ҚРҰБ пайыздық саясатының айырбастау бағамына әсерінің шектеулі сипаты бар. Пайыздық мөлшерлемелердің өтелмеген паритеті теориясына сәйкес (1-формула) валюта нарығындағы арбитраж мүмкіндігі ұлттық және шетел валютасына номинирленген инвестициялардың болжамды кірістілігі бірдей болатын деңгейге дейін айырбастау бағамын жылжытатын болады, мұнда тек тәуекел сыйлықақысында ғана айырма болады. Егер пайыздық мөлшерлемелер дифференциалы ұлттық валютаның болжамды құнсыздануынан жоғары болатын болса, арбитраж күтілетін кірістілік¹⁰ теңестірілгенге дейін шетел валютасына қатысты ұлттық валютаны нығайтатын болады.

$$1\text{-формула} \quad e_t = E_t(e_{t+k}) + k_i - k_{it}^* + p_{it}$$

e_t – KZT/USD номиналды айырбастау бағамының \log ;

$E_t(e_{t+k})$ – $t+k$ кезеңінде бағамның өзгеруіне қатысты t кезеңінде нарыққа қатысушылардың күтулері;

¹⁰ Пайыздық мөлшерлеменің өтелмеген паритеті теориясымен толығырақ https://www.frbsf.org/economic-research/files/93-2_3-16.pdf сілтемесі бойынша танысуға болады.

k_i – ел ішіндегі пайыздық мөлшерлеме;

k_i^* – сыртқы пайыздық мөлшерлеме;

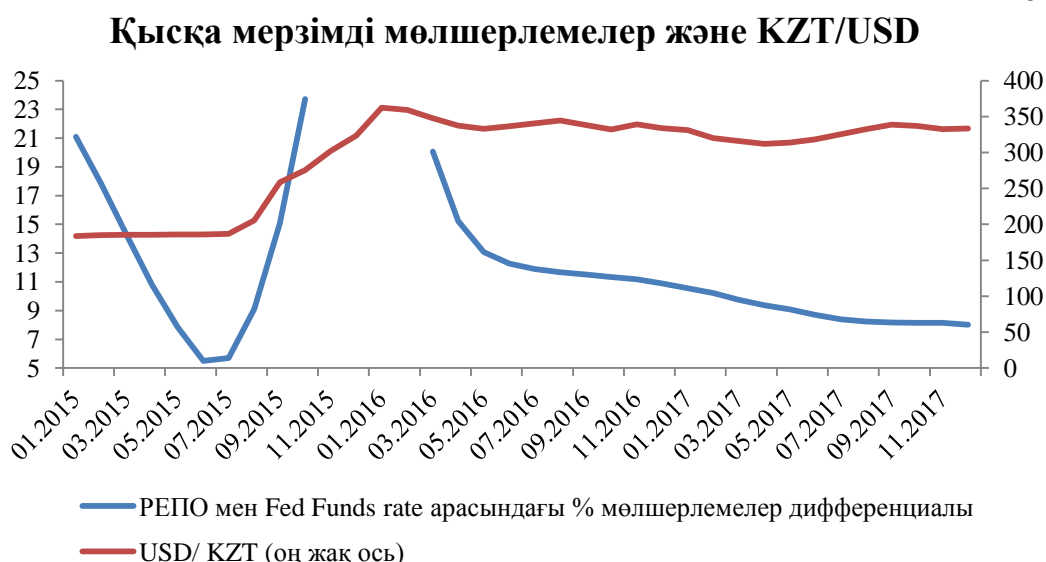
r_{pi} – сыйлықақы тәуекелі.

Ескерту: бұл формула өтеу үшін бірдей кірістілігі бар құралдар мөлшерлемесін білдіреді.

Осылайша, эмпирикалық байланысты анықтау үшін бір күндік РЕПО мөлшерлемесінің өзгеруінен айырбастау бағамының өзгеретінін не өзгермейтінін анықтау қажет. Өкінішке орай, осы өзара байланысты талдау үшін еркін өзгермелі айырбастау бағамы болған кезде арбитраж мүмкіндігінің бар екеніне сенімді болған жағдайда РЕПО мөлшерлемесінің көтерілу циклы үшін де, оның төмендеу циклы үшін де іріктеме болу қажет. Пайыздық мөлшерлеменің өтелмеген паритеті алғышарттының орындалуын бағалаудағы қосымша проблеманы толыққанды тұжырымдарға кедергі келтіретін қосымша шу жасайтын ҚРҰБ интервенциялары да кедергі келтіреді.

РЕПО мөлшерлемесінің 2016 жылғы наурызда 20,4%-дан 2017 жылғы желтоқсанда 9,3%-ға дейін төмендеуі АҚШ долларына қатысты теңге бағамына айтарлықтай әсер етпеді (мұнда және бұдан әрі – Пайыздық мөлшерлеме дифференциалы мен USD/KZT орташаландырылған мәні). Осы кезеңдегі айырбастау бағамы 4%-ға бекіді. Өз кезегінде РЕПО мөлшерлемесінің төмендеуі күтілетін кірістілікті теңестіру үшін айырбастау бағамының құнсыздануына әкеп соғуы тиіс еді (10-сурет).

10-сурет



Дереккөзі: ҚРҰБ

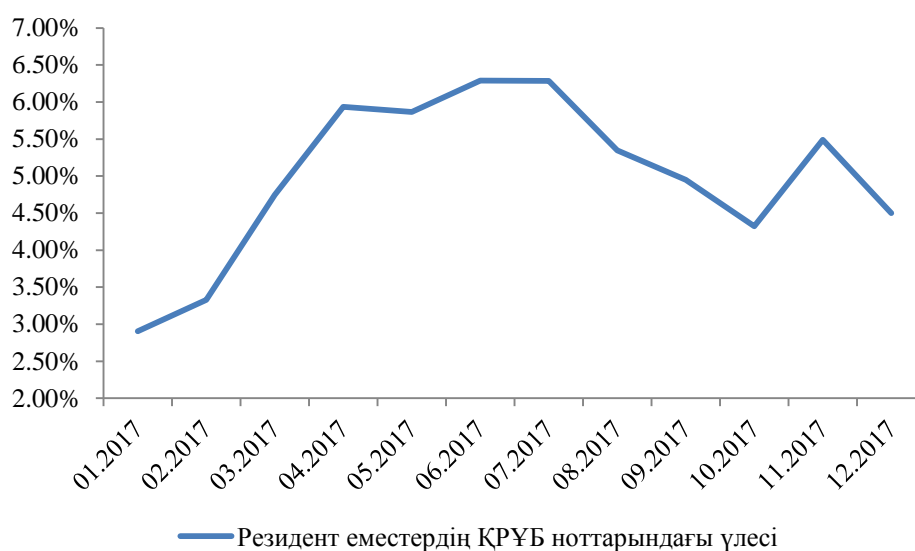
Көбінде осы KZT/USD айырбастау бағамының өзгеру ікемсіздігі арбитражды жүзеге асыруға мүмкіндік бермейтін капитал ұтқырлығының төмен болуымен түсіндіріледі. Бейрезидент - ҚРҰБ ноттарын ұстаушылардың ноттардың жалпы шығарылымындағы үлесі капитал ұтқырлығының прокси көрсеткіші болуы мүмкін.

2017 жылы бейрезиденттер белсенді түрде ҚРҰБ құралдарына қаражат сала бастады (11-сурет). Көбінде бұл орташа мәні 2017 жылы шамамен 8,9%-ды құраған сыртқы және ішкі мөлшерлеменің дифференциалы шеңберінде

2017 жылдың бірінші жартысында KZT/USD айырбастау бағамының нығаюымен түсіндірілді. Оның үстіне, 2017 жылдың екінші жартысында айырбастау бағамының құнсыздануы бойынша маңызсыз алғышарттардан сыртқы инвесторлар саябырлап, үлесі қысқара бастады. Осылайша, арбитраж бойынша арна бар, бірақ оның нығаюына маңызды факторлар да, маңызы жоқ факторлар да кедергі жасауы мүмкін.

11-сурет

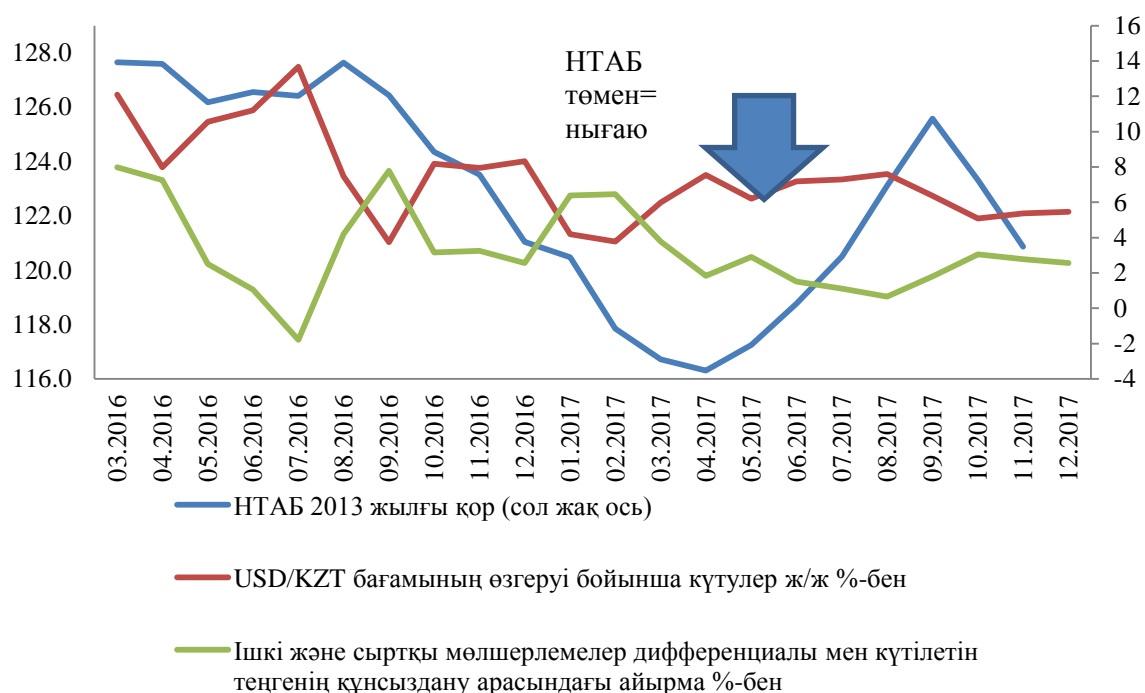
ҚРҰБ ноттарындағы резидент еместердің үлесі



Дереккөз: ҚРҰБ

Жоғары инфляция шеңберінде номиналды айырбастау бағамының салыстырмалы тұрақтылығы сауда әріптестері елдерімен салыстырғанда НТАБ-ның нақты нығаюына әкелді. Бірақ егер пайыздық мөлшерлеменің өтелмеген паритеті теориясына сүйенетін болсақ, бағам құнсыздануға тиіс еді. НТАБ тіпті 2017 жылғы сәуірде де нығая түсті, бұл ретте ішкі және сыртқы инфляция дифференциалы салыстырмалы түрде тұрақты болып қалды. Сәйкесінше, бағамның нақты нығаюы инфляциялық процестерге емес, ең алдымен оның номиналды нығаюына байланысты болды. Айырбастау бағамының өзгеруі бойынша күтулер 2017 жылы 6% болғанын ескерген жөн, бұл ретте ішкі және сыртқы мөлшерлеме дифференциалының орташа көлемі 8,9% болды, сәйкесінше арбитраж үшін терезе бүкіл 2017 жыл бойында қалып қойды. Сонымен қатар, 1 жыл бұрын USD/KZT бағамына/USD/KZT нақты мәніне NDF ретінде есептелген девальвациялық күтулер индикаторының реперзентативтілігі 2017 жылдың бірінші жартысында ҚРҰБ ноттарына резидент еместердің өсіп келе жатқан сұранысы бойынша қандай да бір күмән туғызады. Осылайша, бағам икемділігінің төмен болуын және пайыздық мөлшерлемелердің өтелмеген паритетінің айқындамасы бойынша номиналды айырбастау бағамы мен НТАБ-ның негізсіз қозғалысын инвесторлардың барлық маңызды сипаттамаларға қатысты айырбастау бағамының жете бағаланбауына сенімді болуынан деп түсіндіруге болады.

Пайыздық мөлшерлемелердің өтелмеген паритетін талдау



Дереккөз: Thomson Reuters, ҚРҰБ, автордың есептері

Тиісінше базалық мөлшерлеме өзгерісінің USD/KZT айырбастау бағамына әсер етуіне қатысты мынадай тұжырымдар жасауға болады. Айырбастау бағамы пайыздық мөлшерлемелердің өтелмеген паритетіне қарағанда маңызды және маңызды емес факторлардың ықпалына көбірек ұшырайды. Девальвациялық болжамдарды есепке алған күннің өзінде арбитражды жүзеге асыру үшін мүмкіндік бүкіл 2017 жыл бойында болды. Резиденттер тарапынан ҚРҰБ құралдарына деген сұраныс арбитраж бойынша операциялар жүргізуге деген қызығушылықты көрсетеді, демек базалық мөлшерлеме өзгерісінің әсер ету арнасы әлсіз болса да бар. Теңге бағамы өзгеруінің күрделі сипаты көбірек болған сайын, базалық мөлшерлеме өзгерісінің айырбастау бағамына әсері жоғары болады.

ҚРҰБ-тың Clearstream Banking S.A. Luxembourg (Clearstream) сауда сервисінің жеткізушісімен бірлесіп Қазақстан Республикасының мемлекеттік бағалы қағаздарын, оның ішінде ҚРҰБ-тың қысқа мерзімді ноттарын Clearstream жүйесіндегі бағалы қағаздар тізіміне қосу жөніндегі жобаны іске асыруға кіріскенін ескерген жөн.

Жобада Қазақстан нарығымен байланыс арнасын ретке келтіру жөніндегі іс-шараларды өткізу көзделген. Бірлескен жобаны іске асыру Қазақстан заңнамасының шеңберінде теңгемен шығарылған барлық мемлекеттік бағалы қағаздар бойынша есеп айырысуларды Clearstream халықаралық есеп айырысу жүйесі арқылы жүргізуге және Қазақстан қор нарығына шетелдік инвесторлардың кіруін кеңейтуге мүмкіндік береді. Clearstream есептелетін бағалы қағаздар құрамына кіру қазақстанның мемлекеттік облигацияларына шетелдік инвесторлар тарапынан сұраныстардың ұлғаюына, олардың сыртқы нарықтағы өтімділігі мен

тартымдылығының артуына ықпал етеді. Clearstream арқылы мемлекеттік бағалы қағаздар бойынша есеп айырысулар жүргізу жүйесін іске қосу ұзақ мерзімді қорландыру көздерін кеңейтуге, мемлекет үшін қарыз алу құнын азайтуға мүмкіндік береді, қисық кірістіліктің қалыптасуына және қазақстанның бағалы қағаздар нарығының¹¹ бұдан ары дамуына оң әсерін тигізеді.

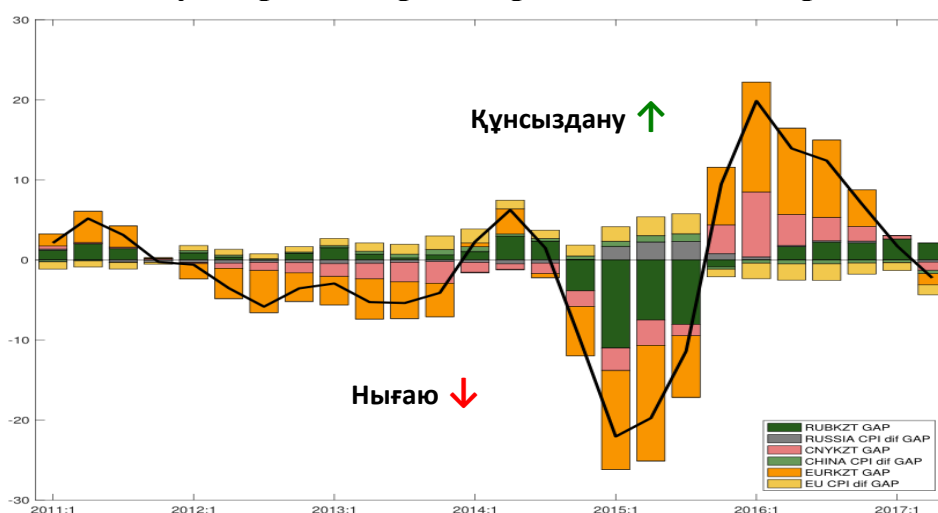
Бұл орта мерзімді кезеңде капитал ұтқырлығының артатынын білдіреді және осының аясында мөлшерлеменің бағамға әсерінің көбейетнін болжамдайды.

Айырбастау бағамының экономикалық өсуге әсері

Айырбастау бағамының экономикалық процестерге әсер етуін түсіну үшін НТАБ-ның тепе-теңдік күйге қатысты сауда әріптестері елдеріне бөлінуін қарастырамыз. НТАБ-ның сұранысқа, соған сәйкес шығарылымның бөлінуіне әсері негізгі екі арна бойынша өтеді. Біріншіден фирмалар мен үй шаруашылығына арналған импорттық тауарлардың қазақстандық өндірушілердің тауарларына қарағанда арзан болуы есебінен тепе-теңдік күйге қатысты нығайған НТАБ қысқа мерзімді кезеңде ішкі сұранысты қолдайды. Екінші жағынан нақты импорттың өсуі ішкі сұраныстың оң өсу қарқындарының тиімділігін азайтады. Бұған қоса, экспорттың мұнайға жатпайтын бөлігі бәсекеге қабілеттілігінен айырылу есебінен отыра бастайды. Соған орай, әртараптандырылуы төмен әрі экспортқа бағытталған құрылымы бар қазақстан экономикасы үшін қайта бағаланған бағам тиімсіз болып табылады және орта мерзімді болашақта ІЖӨ өсу қарқынының бәсеңдеуіне әкеледі. НТАБ-ны оның әлеуетіне қарай қайта бағалау 2014 жылғы 4-тоқсанынан бастап 2015 жылғы 3-тоқсанға дейін орын алды (13-сурет).

13-сурет

Негізгі сауда әріптестері елдері НТАБ-ның әсері



Дереккөз: ҰЭМ СК, ҚРҰБ
Жасаған және есептеген автор

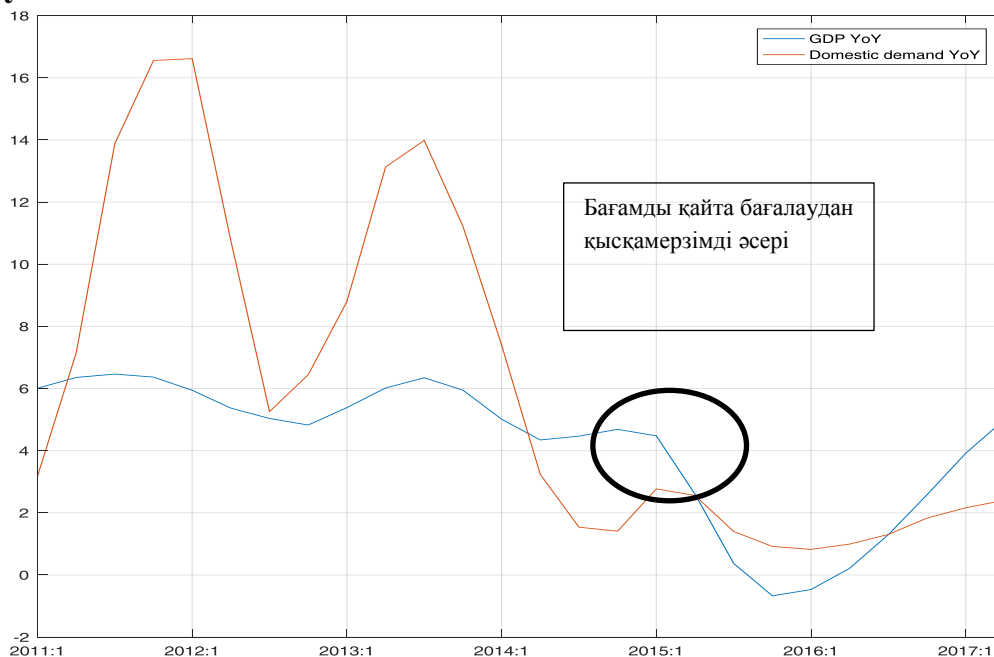
Негізгі қайта бағалау рубльдің девальвациясынан болды. Сонымен бірге Еуроаның НТАБ қатысты қайта бағаланды, бұл төмен импортталатын

¹¹ 2018 жылғы 16 қаңтардағы Clearstream Banking S.A. Luxembourg бірлескен жоба туралы ақпараттық хабарлама Сілтеме: www.nationalbank.kz/cont/Информационное%20сообщение_Clearstream_рус1.pdf

инфляцияның импортына әкелді. Осы кезеңде ішкі тұтынудың қарқыны орташа алғанда 2,1% ж/ж құрады (14-сурет). Себебі тұтыну лакпен импортқа ықпал етеді, нақты импорт 2015 жылғы 3-тоқсаннан бастап 2016 жылғы 1-тоқсан аралығында болды (өсудің орташа қарқыны 1,7%). Экспорт 2014 жылғы 4-тоқсаннан бастап 2015 жылғы 3-тоқсанға дейін төмендеуін жеделдетті: орташа қарқын 4,1%-ды (15-сурет) құрады.

14-сурет

Өткен жылдың тиісті тоқсанына ІЖӨ және тоқсандағы ішкі тұтыну



Дереккөзі: ҰЭМ СК, ҚРҰБ

Жасаған және есептеген автор

Және, керісінше, НТАБ-тың жете бағаламауы 2015 жылғы 4-тоқсаннан бастап 2016 жылғы 4-тоқсан аралығында (13-сурет) ішкі тұтынудың өсу қарқыны орташа алғанда 1,2%-ға (14-сурет) бәсеңдеуінде көрініс тапты. Еркін өзгермелі айырбастау бағамына өту нәтижесінде тұтынудың бәсеңдеуі импорттың 2016 жылғы 2-тоқсаннан бастап 2017 жылғы 2-тоқсан аралығында орташа алғанда (-)4,5%-ға дейін төмендеуіне әкелді. Экспорт, өз кезегінде біртіндеп қалпына келе бастады, талдау жасалып отырған кезеңде өсудің орташа қарқыны (-)3,5%-ға дейін төмендеуді бәсеңдетті. Осылайша, импорт экспорттан жедел қысқарды, бұл ІЖӨ-нің өсу қарқынын қалпына келтіруде көрініс тапты (15-сурет).

Өткен жылдың тиісті тоқсанына, тоқсандағы экспорт, импорт



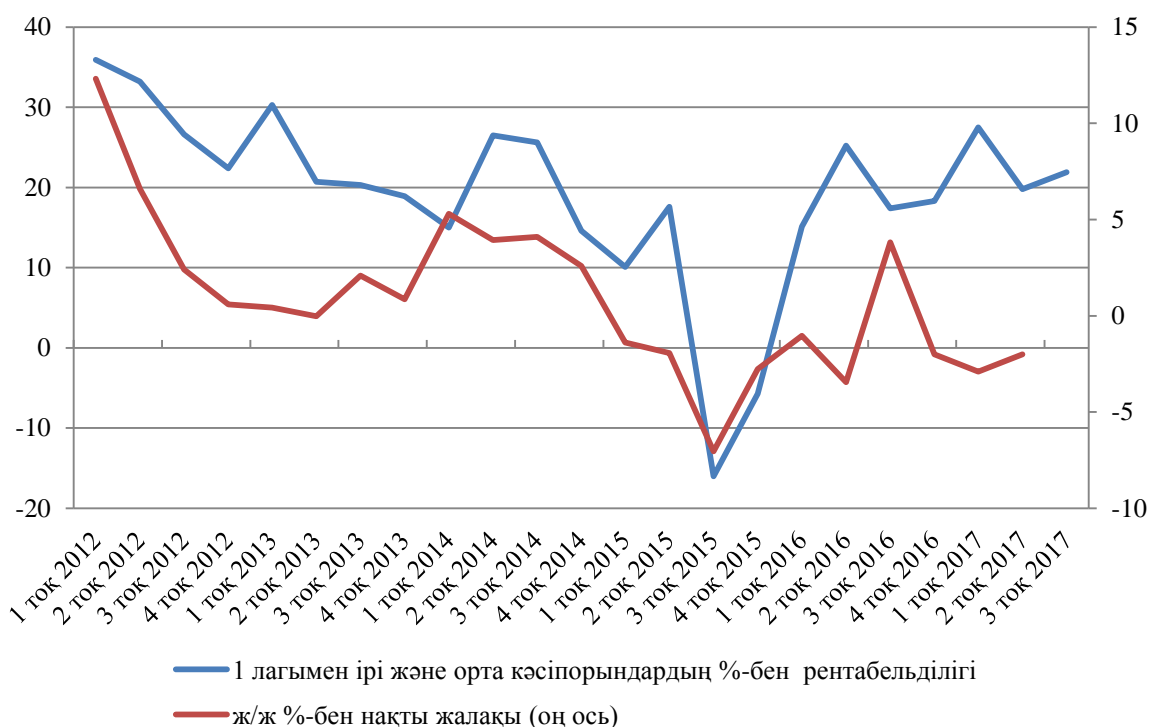
Дереккөзі: ҰЭМ СК, ҚРҰБ

Жасаған және есептеген автор

НТАБ пен Қазақстандағы экономикалық өсу арасындағы байланыс көбіне экономиканың құрылымымен түсіндіріледі. Бағам қайта нығайған кезде жоғары импорттық құрауыш үй шаруашылығы мен фирмалардың әл-ауқатына қатысты өсу нәтижесінде нақты импорттың өсуіне әкеледі, бұл ішкі тұтынудың өсу қарқынының қысқамерзімді артуына әкеледі. Мұнымен қоса, бұл әсер қысқа уақытқа ғана, сұраныс қанағаттандырылысымен шегінген жөн, себебі экономиканың негізі шикізатты өндіру және бастапқы қайта өңдеу болып табылатындықтан, салалар НТАБ өз әлуетіне қатысты қайта нығаю себебінен қиындықтарға тап бола бастайды. Бәсекелестік басымдықты жоғалту нәтижесінде нысаналы салалар дағдарысты бастан өткереді және қызметкерлерді қысқартуға немесе рентабельділіктің төмендеуі себепті оларды ақысы төленбейтін демалысқа жіберуге мәжбүр болады.

Екінші жағынан, айырбастау бағамын жете бағаламау нақты экспорттың жеделдеуіне, ішкі тұтынудың және импорттың төмендеуіне әкеледі. Бұл жағынан алғанда инфляцияның өсу нәтижесінде үй шаруашылығының әл-ауқаты төмендейді, алайда фирмалар рентабельділігінің өсу бөлігінде оң әсерді көре бастайды. Бұл ретте Қазақстандағы кәсіподақтар институттары әлсіз дамыған, бұл жалақының баяу және теңдестірілмеген қалпына келуінен көрінеді. Сонымен қоса, кәсіпорындардың рентабельдігі мен нақты жалақы арасындағы байланыс бақыланады. Сонымен, ағымдағы тоқсандағы рентабельділіктің ұлғаюы келесі тоқсанда нақты жалақының өсуіне әкеледі (16-сурет).

16-сурет

Кәсіпорындардың рентабельділігі және нақты жалақы

Дереккөзі: ҰЭМ СК, ҚРҰБ
Жасаған және есептеген автор

Айырбастау бағамының инфляцияға әсері

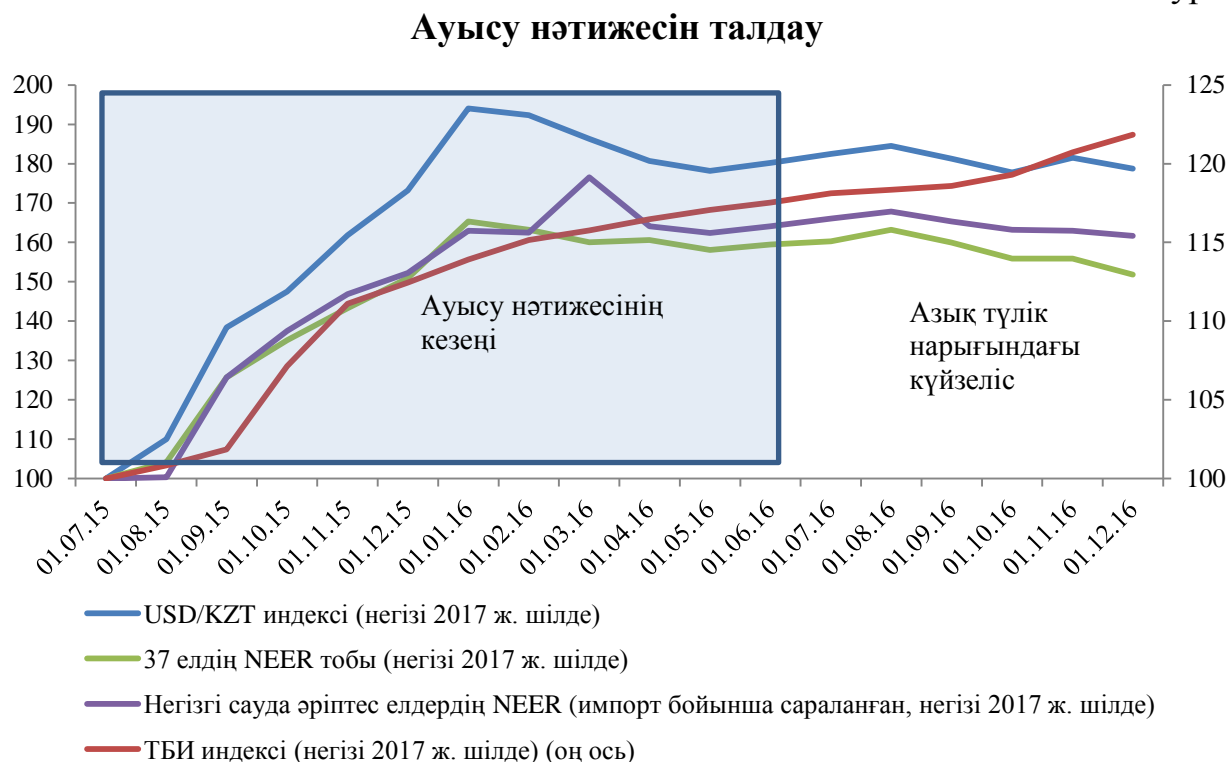
Теңгенің айырбастау бағамы мен инфляцияның арасындағы байланыс айырбастау бағамының инфляцияға өзгеруінің ауысу нәтижесінен көрінеді. Қазақстанда 2015 жылғы тамызда еркін өзгермелі бағам режиміне өткеннен кейін инфляциялық таргеттеу режимінің негізі ретінде бізде осы экономикалық оқиға деректерінің сапалы жинағы бар, бұл ауысу нәтижесін және оның ұзақтығын шамамен анықтауға мүмкіндік береді. Осы әсерді талдау үшін біз мынадай бірнеше көрсеткішті аламыз: USD/KZT номиналдық айырбастау бағамы, барлық сауда әріптес елдер бойынша номиналдық тиімді айырбастау бағамы, негізгі сауда әріптес елдердің импорттың нормаланған үлесі (Еуропа, Ресей, Қытай) бойынша сараланған номиналдық тиімді айырбастау бағамы. Негізге айырбастау бағамының өзгеруіне бастапқы нүкте ретінде 2015 жылғы шілдені аламыз. Осылайша, айырбастау бағамы қаншалықты құнсызданғанын және инфляция 2015 жылғы шілдедегі деңгейге қатысты қаншалықты өскенін түсінеміз.

17-суретке сәйкес ауысу нәтижесін 2016 жылғы тамызда аяқталды (осы күннен кейін ТБИ неғұрлым жалпақ болса, 2016 жылғы қазан-желтоқсанда индекстің өсуі азық-түлік нарығындағы күйзелістен туындаған¹²). Негізгі сауда әріптес елдердің NEER құнсыздануы (себебі осы көрсеткіш инфляция

¹² Күйзелістің сипаты туралы неғұрлым толық ақпаратты 2016 жылғы 4-тоқсандағы инфляцияға шолудан алуға болады

импортын талдау көзқарасынан неғұрлым репрезентативтік болып табылады) 2016 жылғы тамызда 2015 жылғы шілдеге қатысты 67,8%-ды құрады, өз кезегінде осы кезеңдегі инфляция 18,4%-ға өсті. Инфляцияны айырбастау бағамының құнсыздану пайызына бөлу арқылы біз бағамның өзгеруіне инфляцияның икемділігін табамыз, ол 27 п.т. болды.

17-сурет



Дереккөзі: ҚРҰБ

Жасаған және есептеген автор

Бағам Қазақстандағы инфляцияға ықпал етеді, бұл ретте Ауысу нәтижесін жоққа шығару құнсыздану кезінен бастап шамамен 1 жылдан кейін болады. Қазақстандағы бағаларға ауысу нәтижесі 27 п.т. болады. NEER 10%-ға құнсызданған кезде 1 жылдан кейін инфляция 2,7%-ға өседі.

Инфляциялық күтулер, серпіннің және алдағы құрамдастың ықпалы

Инфляциялық күтулер ықпалын талдау үшін маусымдықтан тазартылған бір айдағы инфляцияны пайдаланамыз. Бұл ретте, ҚРҰБ-тың монетарлық саясатының трансмиссия бөлімінде атап өтілгендей инфляциялық күтулер бейімді күтулер және алдағы күтулер деп бөлінеді.

(T+1) кезеңіндегі инфляция туралы түсінікті қалыптастыруға мүмкіндік беретін (T-1) кезеңіндегі инфляциялық процестер бейімді күтулер болып табылады. Мәселен, инфляцияның тарихи жоғары мәндері адамдарды инфляцияның өсуіне дайындалып және бағаның өсуін қалыпты процесс

ретінде қабылдап өзінің тұтыну құрылымына бейімдеуге мәжбүрлейді. Бұл ретте, дамыған институционалдық кәсіподақ жүйесі болса келешекте жалақыны арттыру қажеттігі туындайды. Осылайша, инфляция жоғары болған кезде инфляциялық күтулердің бейімділігі жағымсыз аспектіде болуы мүмкін. Және, керісінше тұрақты төмен инфляция кезінде инфляциялық күтулердің бейімділігі оларды ақша-кредит саясатының қосымша шараларын қолданбастан төменгі деңгейлерде ұстап тұруға мүмкіндік береді.

Өз кезегінде, мемлекеттік биліктердің алдағы іс-қимыл кезіндегі экономика үлгілерін түсінуіне қарай қалыптасатын күтулерді алдағы күтулер деп атайды. Экономикалық агенттер экономикада реттелген іскерлік циклмен және биліктің болжамды саясатымен басым болғанда инфляцияның қысқа мерзімді артуына әкеп соғатын күйзеліс тараудың қайталама нәтиже тудырмайды, ал егер күйзеліс ұзақ мерзімді сипатқа ие болса, экономикалық агенттер орталық банктің экономикадағы ақшаның қымбаттауы не арзандауы түріндегі тиісті ден қоюын күтеді.

Экономикалық агенттер ($T+1$) уақыты кезінде қандай инфляция болатынын нақты білсе біз оны инфляциялық күтім ретінде пайымдаймыз.

Маусымдықтан тазартылған бір айдағы инфляцияға қатысты болжап отырған және бейімделген инфляцияны шашырату диаграммасын қалыптастырып (2-қосымша 3-сурет) көрнекі өзара байланысты байқауға болады. Бұл ретте инфляция мен алдағы құрамдасымен салыстырғанда оның бейімделген құрамдастары арасындағы барынша күшті байланыс байқалады.

Осылайша, алынған желілік теңдеулер күтулердің алдағы және бейімді құрамдастары арасындағы өзара байланыстың болуы туралы куәландырады. Байланыста логикалық экономикалық бағыт бар. Алынған бағалау тоқсандық болжамдық үлгілерді калибрлеу нәтижесіне сәйкес келеді, онда бейімделген және алдағы күтулерге шамамен бір салмақ берілген.

Қорытынды

Аталған зерттеудің мақсаты ақша-кредит саясаты трансмиссиясының макродеңгейде жұмыс істеуі туралы эмпирикалық куәландыруларды анықтау болып табылады. Жалпы алғанда трансмиссияның жұмыс істеу белгілері оның әрбір бұлтында анықталғанын атап өтуге болады.

Сонымен қатар, Қазақстандағы трансмиссияның бірқатар ерекшелігі бар, олар оны монетарлық импульс шеңберіндегі өзара байланысты классикалық түрде анықтаудан ерекшелендіріп тұрады. Мәселен, алдағы кезеңдегі біркүндік РЕПО мөлшерлемесі ұзақ мерзімдік кредиттер мен депозиттер бойынша мөлшерлемелерді қалыптастыруға әсер еткен жоқ, ал негізгі нәтиже қорландыру мен кредиттеудің қысқа мерзімді құрамдасына тиесілі болды. Кредиттік цикл Қазақстандағы іскерлік циклға шамамен 4 айдан кейін әсер етеді. Кірістілік қисығы жалпақ нысанға ие болды, ол да экономикалық логикаға сай келетін қисықтың ұзақ мерзімдік бөлігінің қалыптасқанын куәландырады.

Пайыздық мөлшерлеменің өтелмеген паритеті айырбастау бағамына шектеулі әсер етеді, бірақ капиталды тиімді пайдалану жағдайын жақсарту жөніндегі шаралар аталған арнаның маңызын арттыруы мүмкін.

Айырбастау бағамы экономикалық өсімге біршама әсер етеді. Қысқа мерзімді кезеңде бағамды шамадан тыс нығайту экономикаға белгілі бір қарқын беруі мүмкін, бірақ оның бітуіне қарай өсімнің баяулауы сөзсіз. НТАБ-тың өзіне тең келетін жағдайға сәйкес келуі оңтайлы болып табылады, онда экономика біртіндеп өседі және ағымдағы шотты білдіреді, ал үй шаруашылығында сатып алушылық қабілеті жағынан асыра сілтеушілік жоқ.

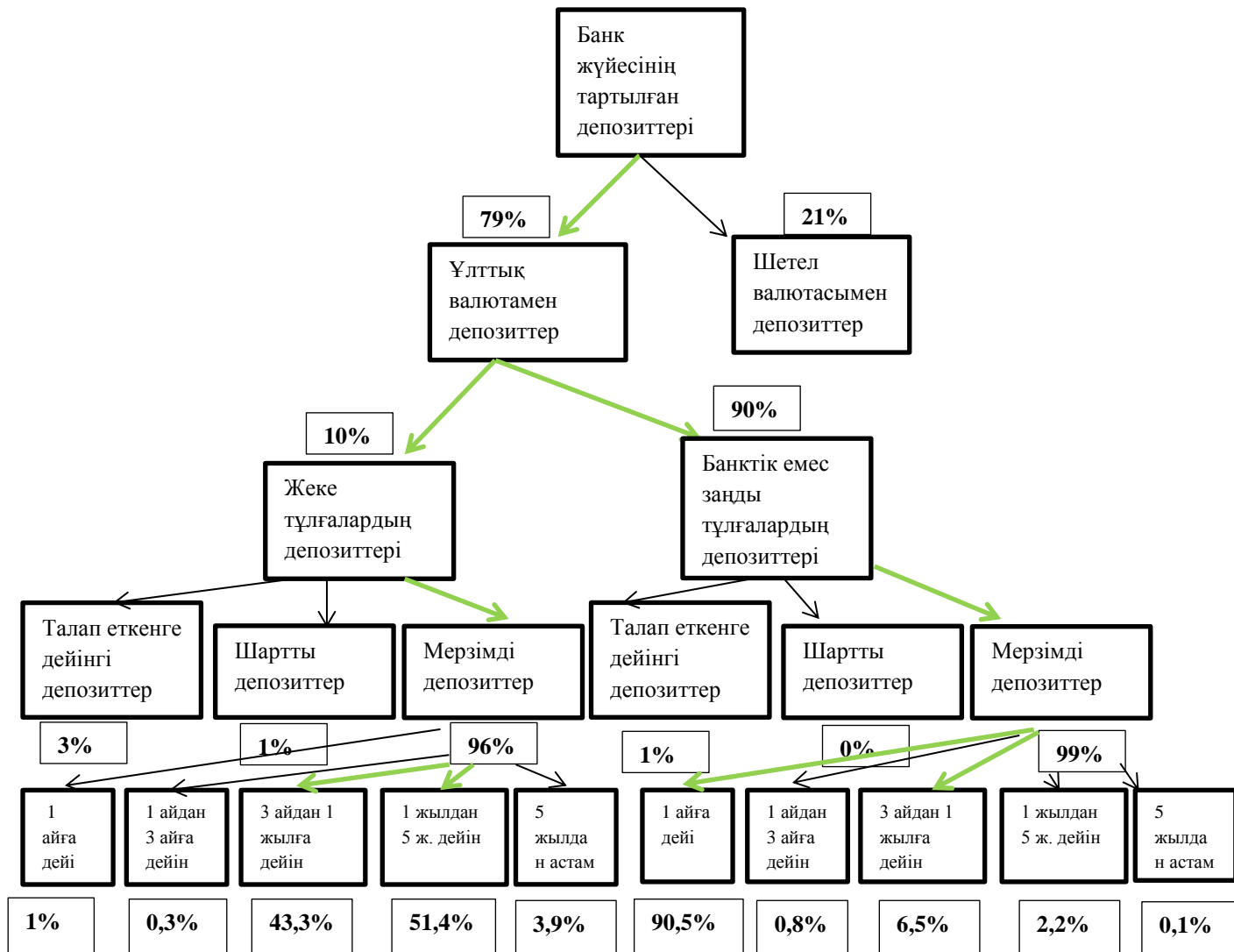
Қазақстандағы ауысу нәтижесі шамамен 27 п.т. білдіреді ал ол шамамен 1 жылдан кейін бітеді.

Қазақстандағы инфляцияда бейімделген, сол сияқты алдағы құрамдастар шамамен тең үлесте.

1-қосымша

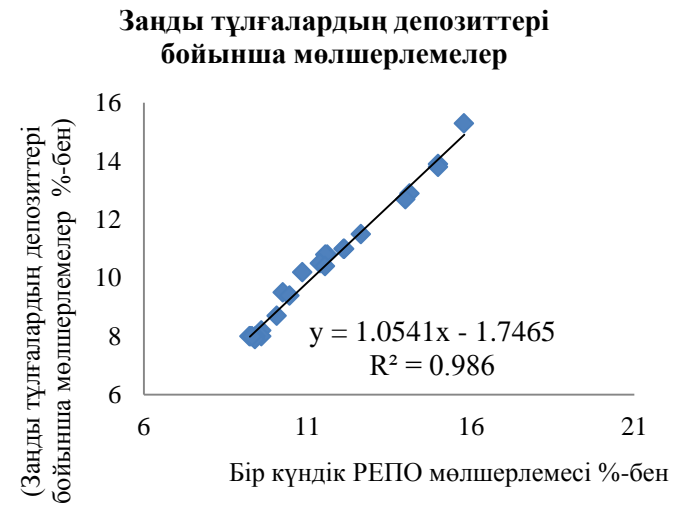
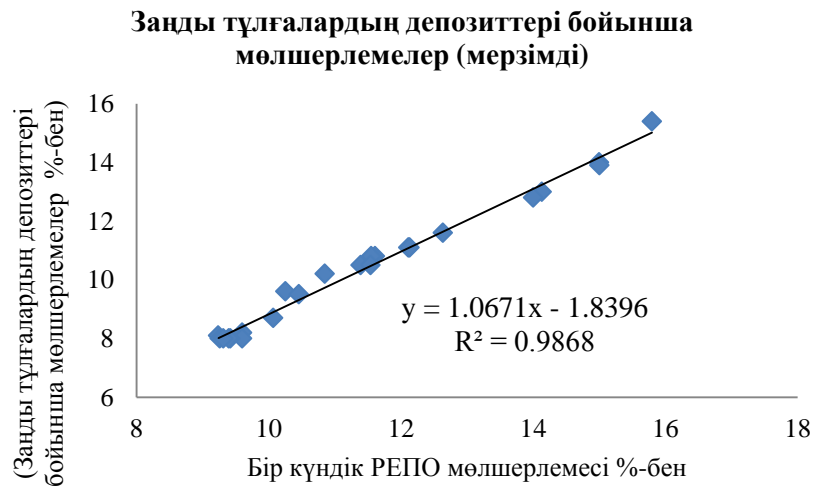
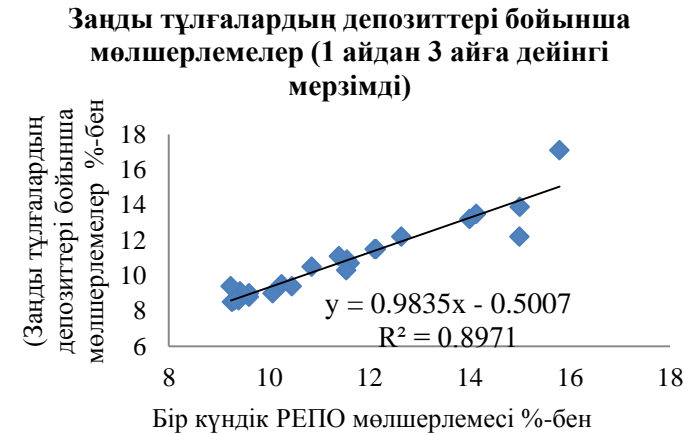
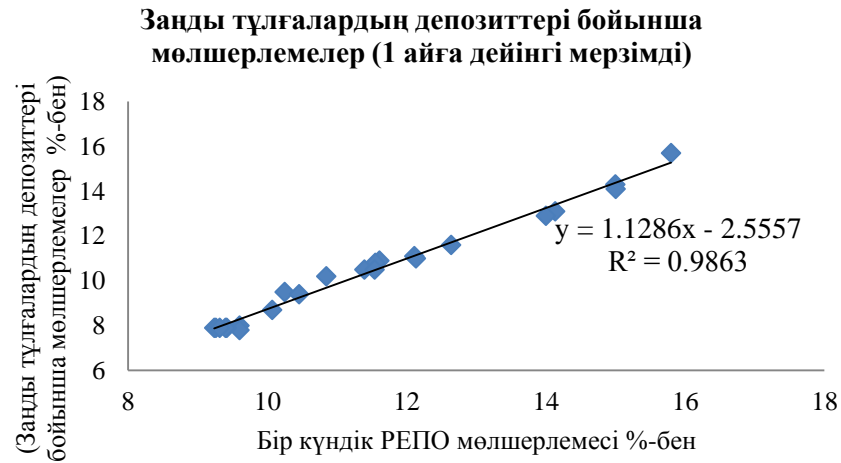
Резиденттердің тартылған депозиттерін үлестер бойынша бөлу (2016-2017 жылғы кезеңде орташа алғанда)

1-сурет

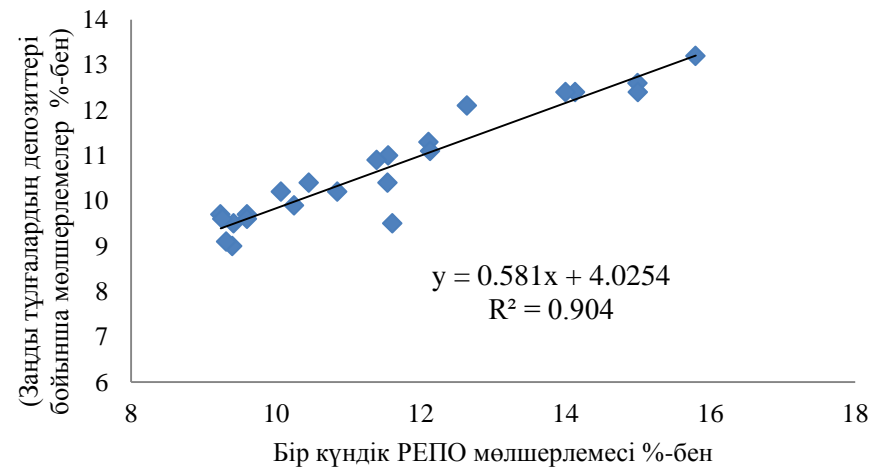


Дереккөзі ҚРҰБ, автор жасады

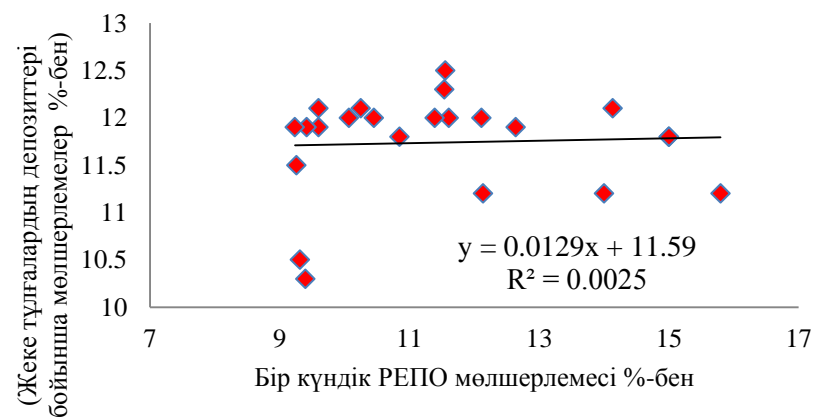
Занды және жеке тұлғалардың тартылған депозиттері бойынша мөлшерлемені бөлу диаграммалары (2016-2017 жылғы кезеңдер) 2-сурет



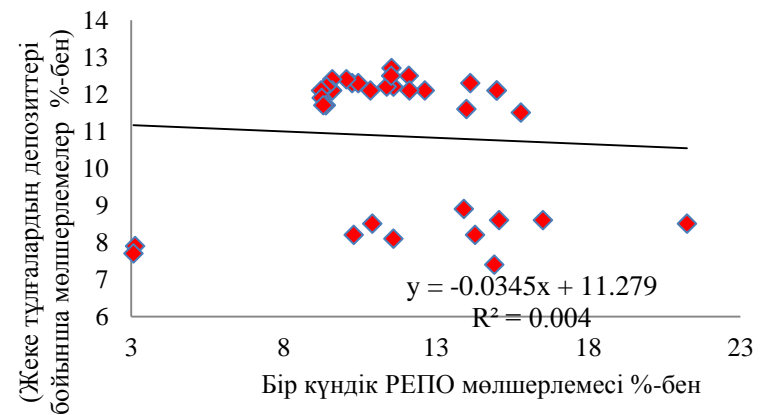
**Занды тұлғалардың депозиттері бойынша мөлшерлемелер
(3 айдан 1 жылға дейін)**



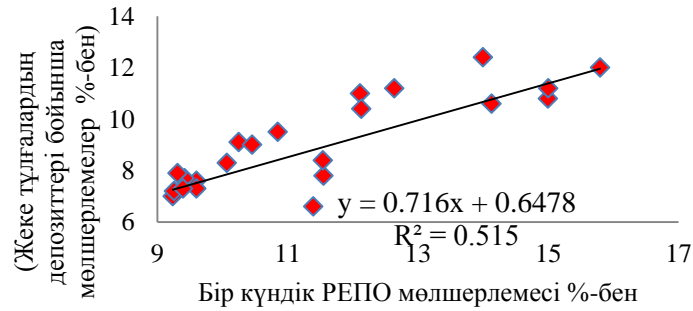
**Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша
мөлшерлемелер**



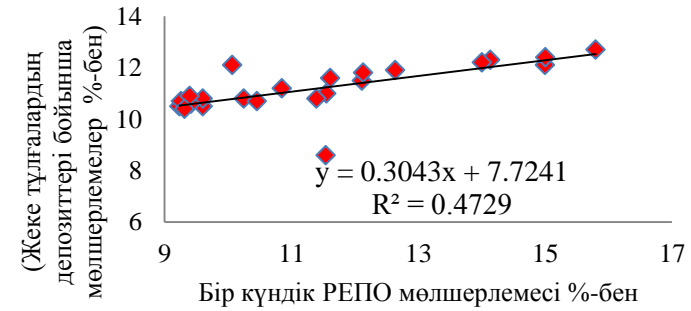
**Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша
мөлшерлемелер (мерзімді)**



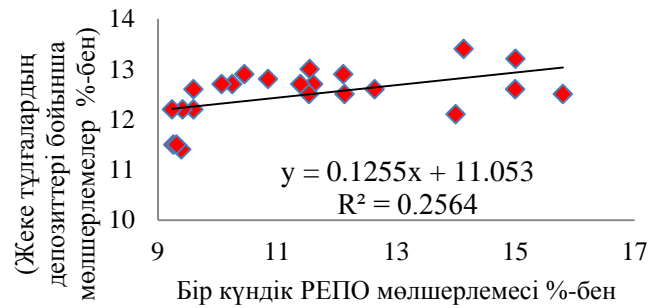
Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша
мөлшерлемелер
(1 айға дейінгі мерзімді)



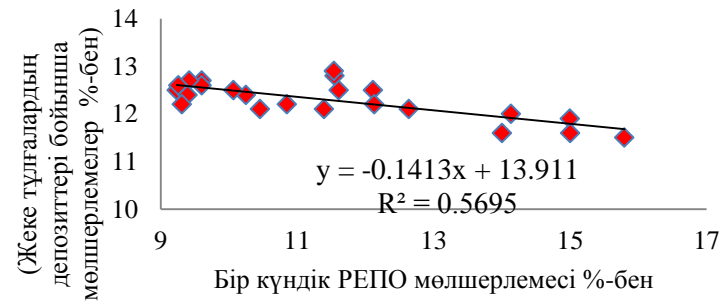
Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша
мөлшерлемелер
(1 айдан 3 айға дейінгі мерзімді)

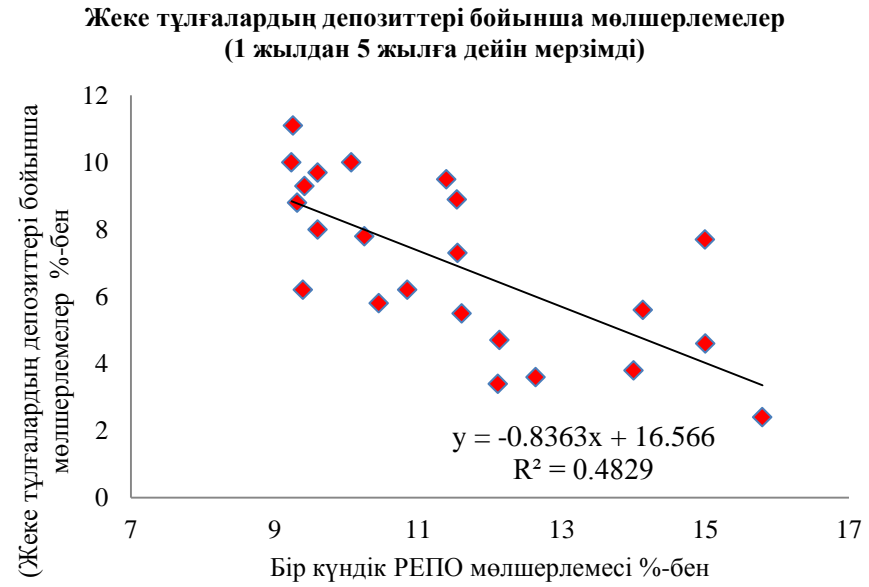


Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша
мөлшерлемелер
(3 айдан 1 жылға дейін)



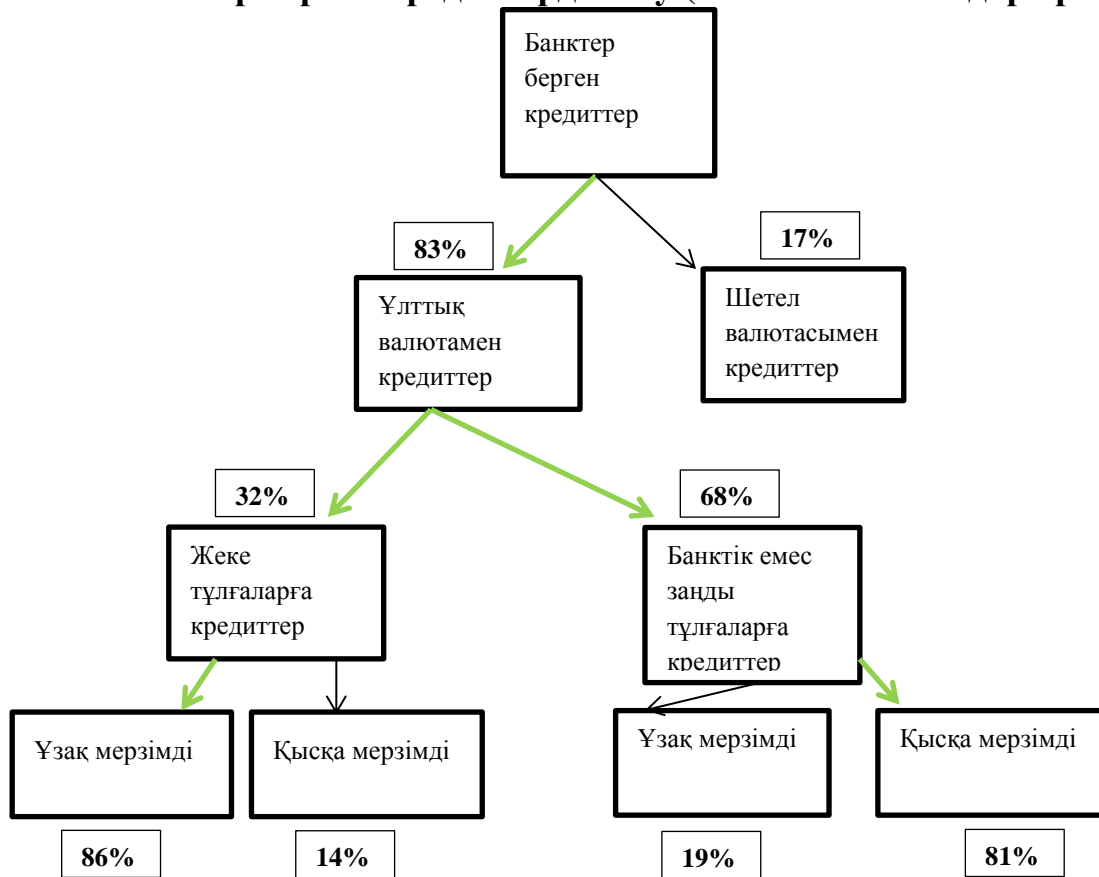
Жеке тұлғалардың депозиттері бойынша
мөлшерлемелер
(1 жылдан 5 жылға дейін)





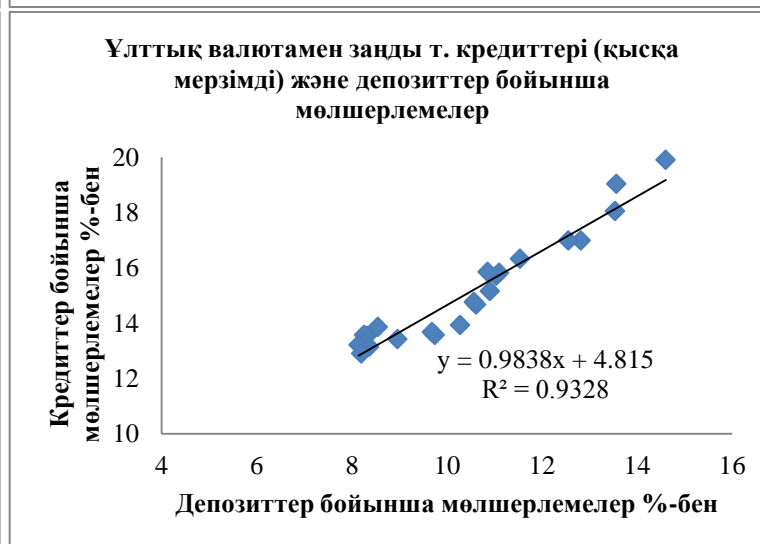
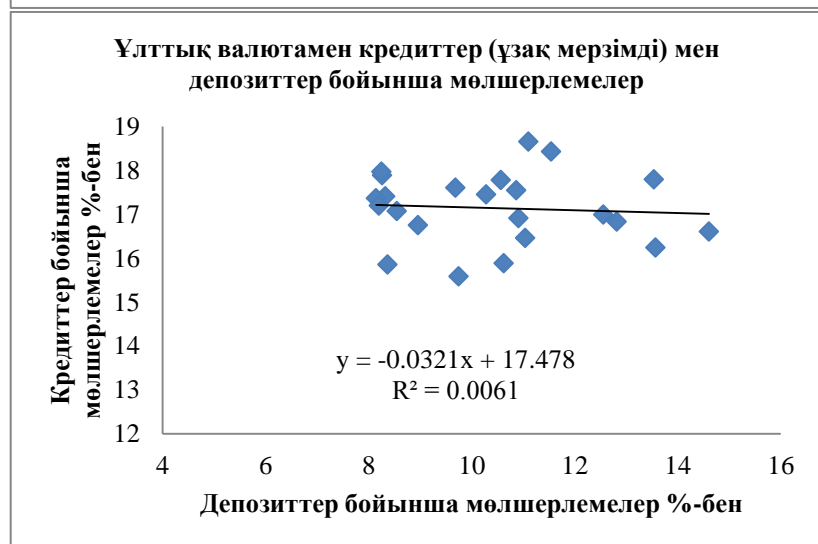
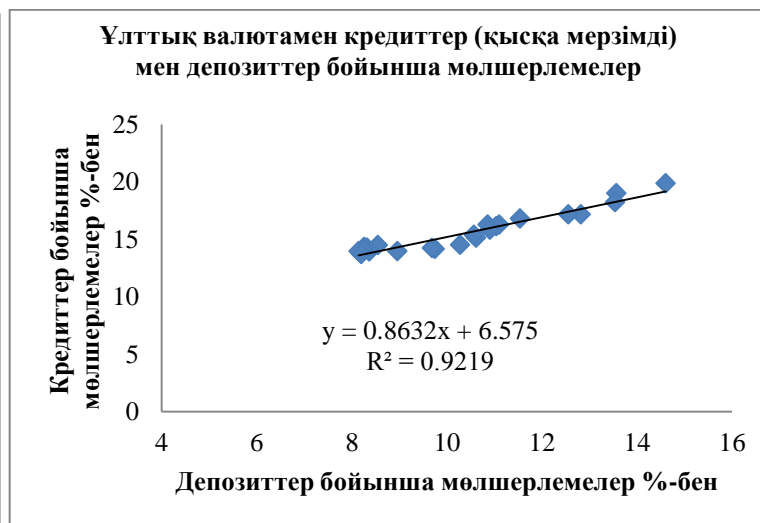
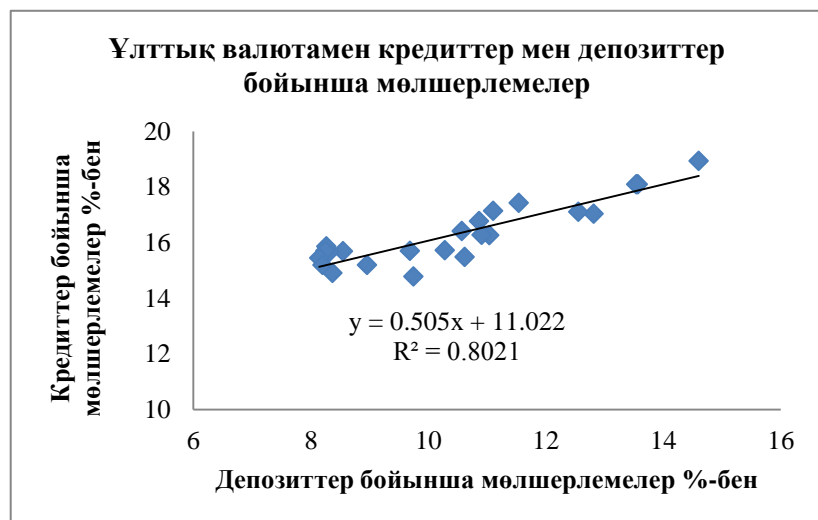
Дереккөзі ҚРҰБ, автор жасады (2016 жылғы ақпан 2017 жылғы желтоқсан аралығы)

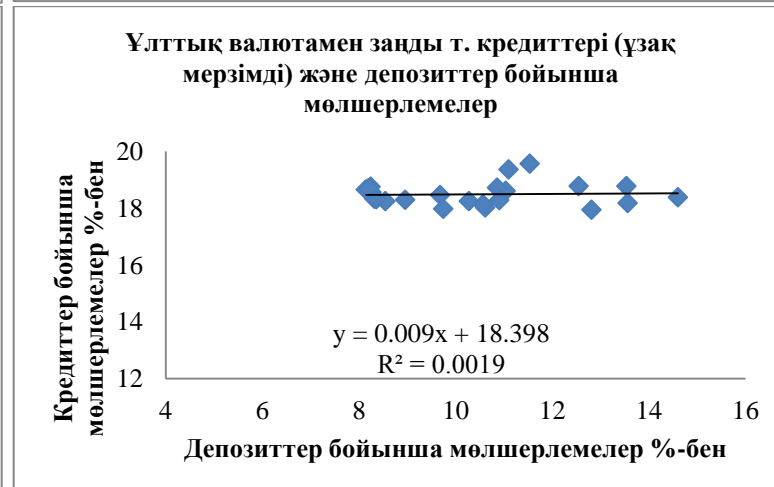
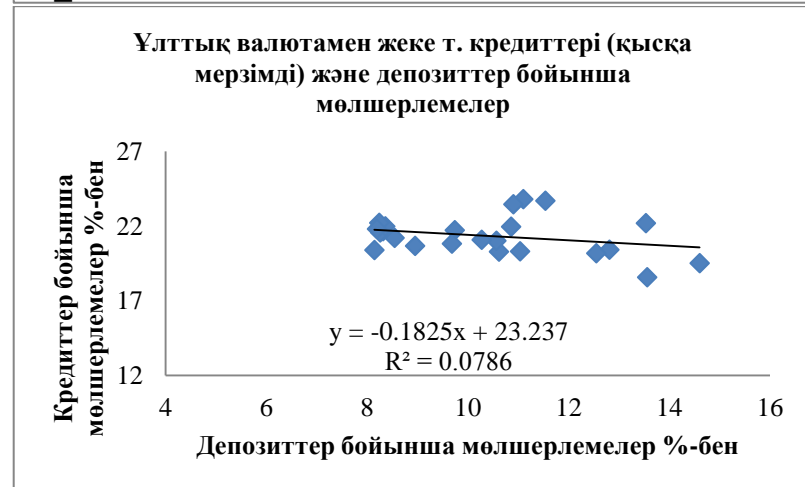
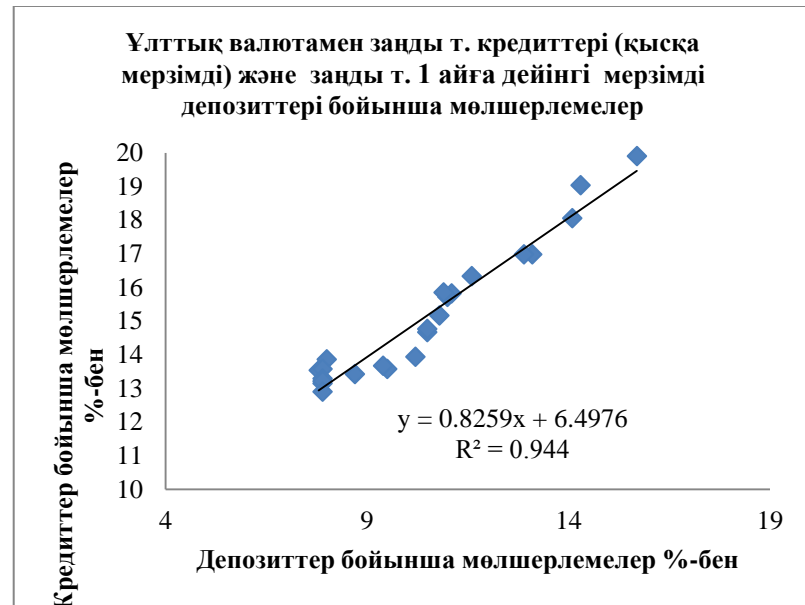
Банктер берген кредиттерді бөлу (2016 – 2017 жылдар аралығында орташа алғанда) 1-сурет



Дереккөзі ҚРҰБ, автор жасады

**Тартылған депозиттер және теңгемен берілген кредиттер бойынша мөлшерлемелерді бөлу диаграммасы
(2016-2017 кезең) 2-сурет**





Дереккөзі ҚРҰБ, автор жасады (2016 жылғы ақпан 2017 жылғы желтоқсан аралығы)

**1 жылдан астам

Грэнжэр бойынша казуалдық тест

1-кесте

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 01/25/18 Time: 18:39

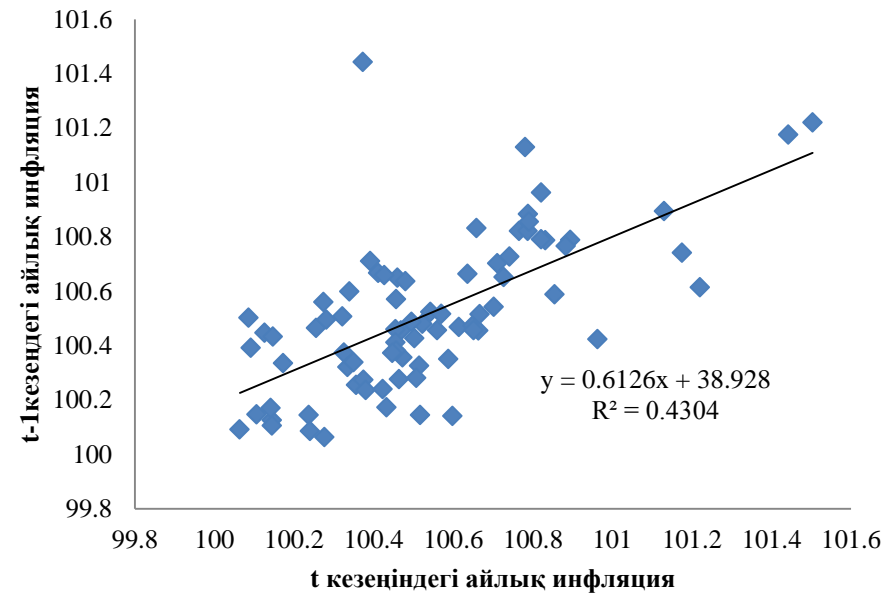
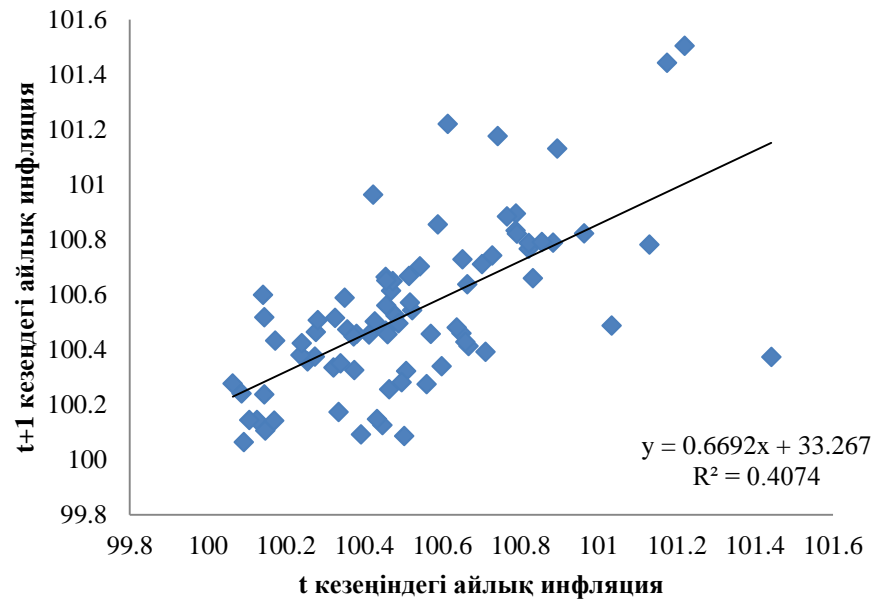
Sample: 2011M01 2017M12

Lags: 4

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Prob. |
|--|-----|-------------|--------|
| CREDITSTOCKGAP does not Granger Cause GDPGAP | 80 | 2.50262 | 0.0499 |
| GDPGAP does not Granger Cause CREDITSTOCKGAP | | 0.58047 | 0.6778 |

Мұнда CREDITSTOCKGAP бұл заңды тұлғалардың ұлттық валютамен қысқа мерзімді кредиттері бойынша қалдықтарының аралығы, потенциалға млн. теңге %-бен
GDPGAP – КЭИ құрауыштары сомасының аралығы потенциалға млрд. теңге %-бен.

Айлық инфляцияға қатысты алдағы инфляцияны және бейімді инфляцияны бөлу диаграммасы



Дереккөзі ҚРҰБ, автор жасады (деректерде 2015 жылғы қыркүйек-қараша арасындағы проблемалық көрсеткіштер қамтылмаған)