



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

ДИНАМИКА БАЛАНСА ПЕРВИЧНЫХ ДОХОДОВ В ПРОГНОЗЕ ТЕКУЩЕГО СЧЕТА ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН

**Департамент платежного баланса и валютного регулирования
Аналитическая записка**

Баймагамбетов А.М.

Ускенбаев А.Б.

Оспанов Н.К.

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

Динамика баланса первичных доходов в прогнозе текущего счета платежного баланса Республики Казахстан

Июль 2017 года

Динамика баланса первичных доходов в прогнозе текущего счета платежного баланса Республики Казахстан

Баймагамбетов А.М. Ускенбаев А.Б., Оспанов Н.К.

Аннотация

С падением цен на энергоносители в 2015 году и, соответственно, резким сокращением доходов от экспорта в платежном балансе РК образовался дефицит счета текущих операций. Во второй половине 2016 года наблюдалось восстановление цен на нефть и, как следствие, происходило улучшение торгового баланса текущего счета. Однако, кроме улучшения сальдо торгового баланса, наблюдалось увеличение отрицательного сальдо первичных доходов, что привело к относительно высокому дефициту текущего счета. В данной статье обсуждается вклад первичных доходов в сальдо текущего счета и представляется модель прогнозирования данной статьи платежного баланса.

Содержание

Введение.....	3
Инвестиционные доходы от иностранных прямых инвестиций.....	5
Анализ первичных доходов текущего счета.....	6
Методология исследования и исходные данные.....	7
Обсуждение полученных результатов.....	9
Список литературы	

Введение

Платежный баланс является одним из важнейших тождеств в макроэкономике, отражая все дисбалансы, существующие в национальной экономике и ее взаимоотношениях с остальным миром. Данные платежного баланса могут указать на несоответствие валютного курса его фундаментальным значениям, наличие дисбаланса инвестиций и сбережений в экономике, наличие или отсутствие утечки капиталов. Платежный баланс дает сводное представление о макроэкономических задачах, которые необходимо решить государству не только в контексте внутренней экономики, но и принимая во внимание в целом позицию страны в мировой экономике, и ее международные обязательства.

Платежный баланс включает в себя потоки реальных ресурсов (экспорт и импорт товаров и услуг) и потоки финансовых ресурсов, которые являются либо платой за приобретение или продажу реальных ресурсов либо независимых от них финансовых ресурсов.

В практических и аналитических целях наиболее важной частью платежного баланса является счет текущих операций (текущий счет), который отражает операции с товарами, услугами и доходами. Это ключевое макроэкономическое понятие, отражающее, с одной стороны, потоки по внешнеэкономическим операциям, являющимся компонентами валового внутреннего продукта, а с другой – баланс внутренних инвестиций и сбережений. Говоря другими словами, баланс текущих операций показывает, живет ли страна «по своим валютным доходам».

За последние десять лет (2007-2016 гг.) сальдо текущего счета в РК складывалось с отрицательным значением в периоды относительно низких цен на нефть – в 2007, 2009, 2015 и 2016 годах, а в период высоких цен на нефть - с 2010 по 2014 год, когда стоимость нефти сорта Brent превышала 70 долларов за баррель - с профицитом. Максимальное значение профицита текущего счета в 6,1 млрд. долл. США было достигнуто в 2014 году при среднегодовой цене на нефть в 97,3 долл./баррель.

Таблица 1. Основные статьи текущего счета платежного баланса

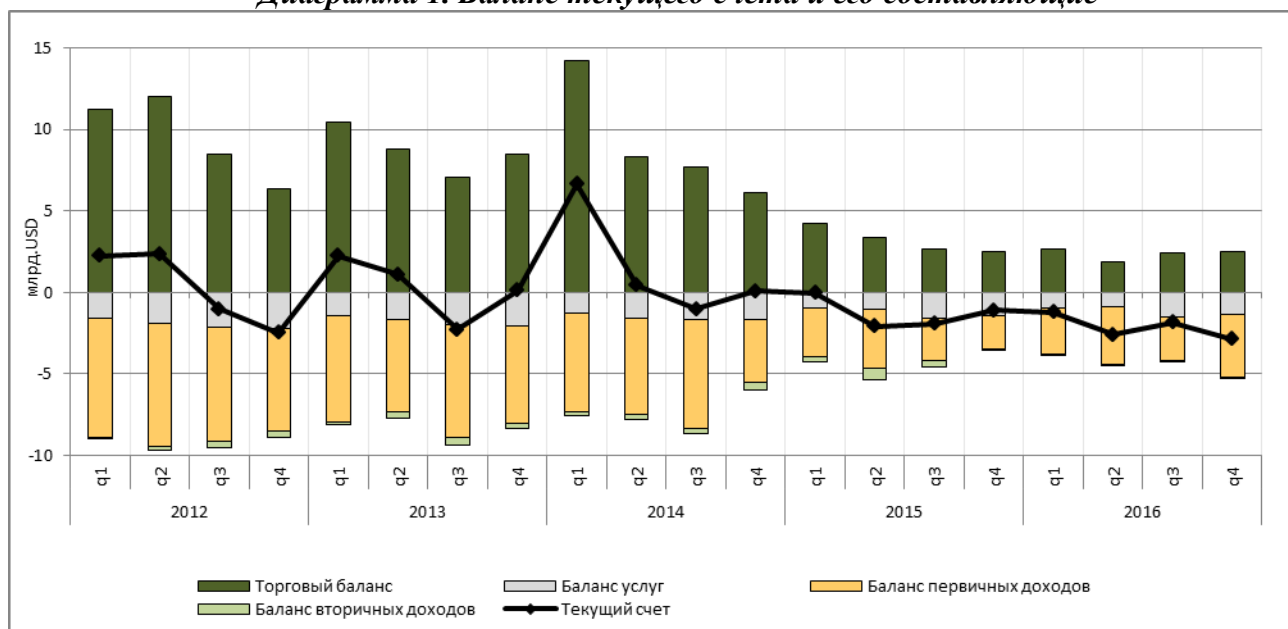
млрд. долларов США

Счет текущих операций	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	-8.37	6.25	-4.12	1.39	10.20	1.06	1.19	6.14	-5.14	-8.52
Товары	15.23	33.61	15.00	28.50	44.84	38.15	34.79	36.25	12.67	9.43
Услуги	-8.44	-6.93	-5.98	-7.25	-6.64	-7.93	-7.16	-6.30	-5.11	-4.75
Первичные доходы	-12.95	-19.38	-12.42	-19.38	-27.75	-28.12	-25.15	-22.48	-11.16	-12.80
Вторичные доходы	-2.21	-1.06	-0.73	-0.49	-0.27	-1.04	-1.30	-1.33	-1.55	-0.39

Определяющее влияние на результат сальдо текущего счета оказывает торговый баланс (Таблица 1). С падением цен на энергоносители в 2015 году и, соответственно, резким сокращением доходов от экспорта образовался дефицит счета текущих операций. В 2015 году дефицит текущего счета составил 5,1 млрд. долл., а в 2016 году - он составил 8,5 млрд. долл.

Мировые цены на нефть сорта brent в среднем за 2016 год составили 42,8 долл. за баррель, на 16% ниже в сравнении с 2015 годом, а стоимость экспорта нефти и газового конденсата сократилась на 27,6%. В последний год наблюдалось сокращение доли нефтяных товаров в общем экспорте (66,5% в 2015 и 59,6% в 2016 году), но, принимая во внимание факторы и темпы этого сокращения, доминирование нефти во внешней торговле республики является долгосрочным трендом.

Диаграмма 1. Баланс текущего счета и его составляющие



В сравнении с торговым балансом и балансом первичных доходов, вариация баланса услуг и вторичных доходов относительно ниже и как следствие, влияние этих статей на текущий счет достаточно стабильно. Таким образом, результат сальдо текущего счета в РК определяется соотношением торгового баланса и баланса первичных (инвестиционных) доходов. Профицит текущего счета со всеми положительными последствиями складывается тогда, когда положительный торговый баланс в среднем более чем в 48,6% перекрывает хронический дефицит в инвестиционных доходах.

Фундаментальное изменение в условиях внешней торговли в последние годы в результате влияния ценовой конъюнктуры на основные товары казахстанского экспорта актуализировало необходимость повышения качества прогнозирования платежного баланса, в частности текущего счета, в

том числе для адекватной оценки экономических процессов при реализации ДКП.

Основными объясняющими переменными в экспорте товаров являются индексы физических объемов производства узкой группы товаров, доля экспорта, внутреннего потребления и цены на эти товары. В 2016 году только 15 основных экспортных товаров составили 83,3% от общего экспорта. Практика показывает, что располагая надежными историческими данными по объемам производства и экспорта этих товаров и при отсутствии резких структурных изменений в производстве, можно составлять достаточно надежные прогнозы по экспорту товаров в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

То же самое применимо и к импорту товаров. В зависимости от типа импортируемого товара (промежуточный, инвестиционный или потребительский импорт) меняются и объясняющие переменные. В основном это курс национальной валюты к валютам основных стран-партнеров, рост ВВП и реальная покупательская способность населения.

В то время как влияние основных детерминантов торгового баланса относительно прямолинейно, прогнозирование баланса доходов не так очевидно. Таким образом, целью данного исследования является анализ составляющих первичных доходов, определение детерминантов доходов и спецификация модели прогнозирования.

Инвестиционные доходы от иностранных прямых инвестиций

Крупные проекты в нефтегазовой отрасли в РК, как правило, реализуются при участии иностранных инвесторов, поэтому связанные с ними текущие расходы финансируются за счет привлеченных прямых иностранных инвестиций. Так, в 3 квартале 2016 года зафиксирован рекордный квартальный показатель притока прямых иностранных инвестиций (ИПИ) в размере 6,3 млрд. долл., а за 2016 год чистый приток ИПИ составил 14,3 млрд. долл., которые в основном были направлены на финансирование крупных нефтегазовых проектов. Значительный приток иностранного финансирования обеспечивается также за счет внешнего заимствования, которое, в том числе, привлекается государством и предприятиями с участием государства на цели модернизации экономики, развитие инфраструктуры и поддержку бизнеса.

Вложения в капитал казахстанских предприятий могут реализовываться путем трансфера новых технологий (включая ноу-хау, патенты, франшизы, гудвилл и другие активы), сопровождаться ввозом инвестиционных товаров, оборудования, предоставления различных видов профессиональных услуг. Более того, выход совместных предприятий на запланированные объемы прибыли сопровождается выплатой доходов иностранным прямым инвесторам (дивиденды, реинвестиции и выплата

вознаграждения по межфирменной задолженности). В данном контексте необходимо отметить важность трех крупных нефтегазовых проектов на месторождениях Кашаган, Тенгиз и Карачаганак.

Анализ первичных доходов текущего счета

Таблица 2

Дебет (к выплате) (млрд. долларов США)	2012	2013	2014	2015	2016
	30.207	27.468	24.692	13.414	15.032
Оплата труда работников	1.932	1.808	1.789	1.655	1.307
Инвестиционные доходы	28.275	25.660	22.903	11.759	13.725
Прямые инвестиции	24.753	22.511	19.764	8.772	10.926
Доходы от инструментов участия в капитале и паев/акций инвестиционных фондов	22.649	20.403	17.486	6.171	7.836
Дивиденды и распределенная прибыль	19.938	17.644	12.501	6.443	2.928
Реинвестированные доходы	2.711	2.760	4.985	-0.272	4.908
Проценты	2.104	2.108	2.278	2.601	3.091
Портфельные инвестиции	2.070	1.591	1.667	1.639	1.192
Инвестиционные доходы от инструментов участия в капитале и паев/акций инвестиционных фондов	0.532	0.288	0.316	0.145	0.016
Проценты	1.538	1.303	1.351	1.494	1.175
Другие инвестиции	1.452	1.559	1.472	1.348	1.607

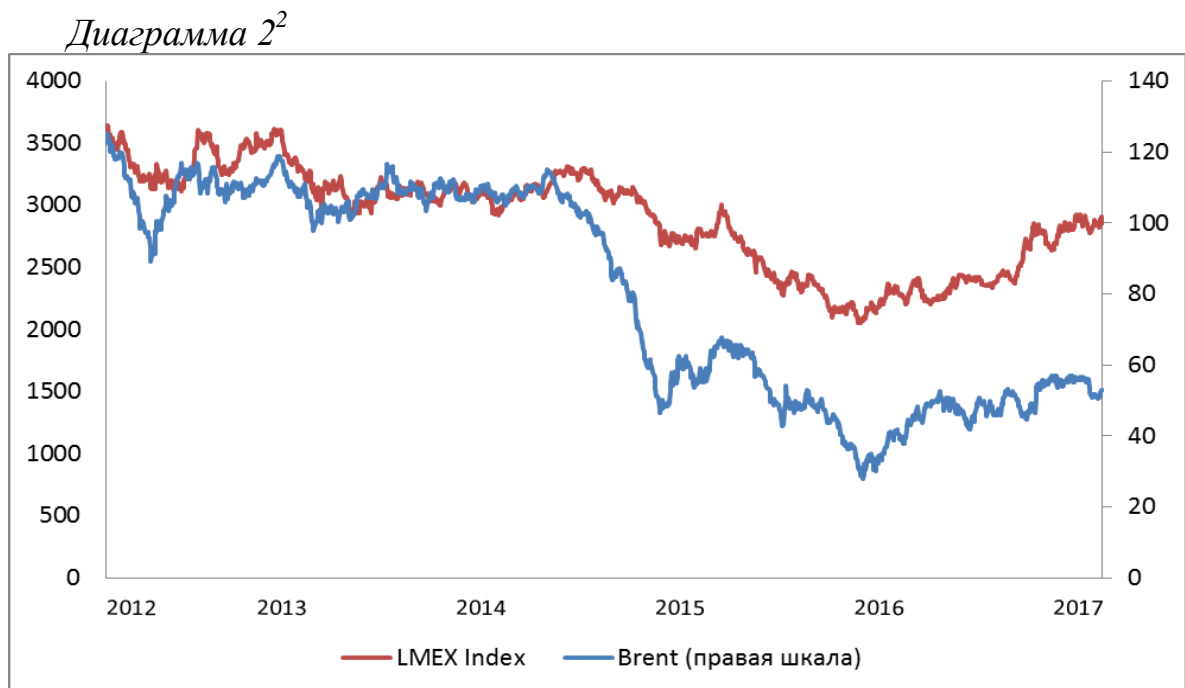
Основной компонентой первичных доходов к выплате являются инвестиционные доходы (в 2016 году 91% от общей суммы доходов к выплате, в то время как оплата труда иностранной рабочей силы в РК составила 9%). В свою очередь инвестиционные доходы в основном формируются доходами прямых иностранных инвесторов – в 2016 году доходы нерезидентов по прямым инвестициям составили 79,6% от общей суммы, по портфельным - 8,7% и по другим инвестициям - 11,7%.

При относительно стабильных уровнях других инвестиций и процентной части портфельных инвестиций, инвестиционные доходы от инструментов участия в капитале в части портфельных инвестиций стабильно уменьшались на протяжении последних пяти лет. Данная динамика дает основания для предположений по примерным уровням в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Таким образом, основной задачей становится прогнозирование доходов к выплате в части прямых инвестиций. При этом за последние пять лет доходы инвесторов от трех крупных проектов в среднем составили 61,6% от доходов всех прямых инвесторов и 51,1% от всех инвестиционных доходов.

Следует отметить, что доходы от трех проектов это далеко не все доходы выплачиваемые инвесторам, работающим в нефтегазовой сфере. Данное заключение дает уверенность в том, что цена на нефть и объем добычи могут послужить эффективными объясняющими факторами доходов всех прямых инвесторов в РК. Вдобавок к этому, рынки энергоресурсов

(нефть, газ, уголь и т.д.) крайне взаимосвязаны¹, что дает дополнительную почву для заключения, что цена на нефть является доминирующим фактором влияния на доходы инвесторов.

Одной из важнейших отраслей в экономике РК является металлургия. Важность участия иностранных инвесторов в данной отрасли также высока. Несмотря на то, что корреляция цен на основные металлы и цен на нефть относительно низка, ценовая конъюнктура сырьевых рынков в целом зависит от таких общих факторов влияния как спрос мировой индустриальной промышленности на сырье и экономический рост в Китае. В результате, тренды и фундаментальные уровни в ценах на нефть и индексов металлов (на *Диаграмме 2* иллюстрирован LMEХ - London Metal Exchange Index) схожи в долгосрочной перспективе. Это также может быть аргументом за использование цен на нефть в качестве детерминанта доходов иностранных инвесторов.



Методология исследования и исходные данные

Оценка модели проводилась на квартальных данных с первого квартала 2005 года по первый квартал 2017 года.

Предварительный графический анализ данных по выплатам доходов в зависимости от цен на нефть и объемов добычи нефти свидетельствует о том,

¹ The Handbook of Energy Trading (Stefano Fiorenzani, Samuele Ravelli, Enrico Edoli) John Wiley & Sons, 2012

² Bloomberg Analytics

что увеличение значений объясняющих переменных оказывало положительный эффект на величину выплат доходов прямым инвесторам.

Диаграмма 3а

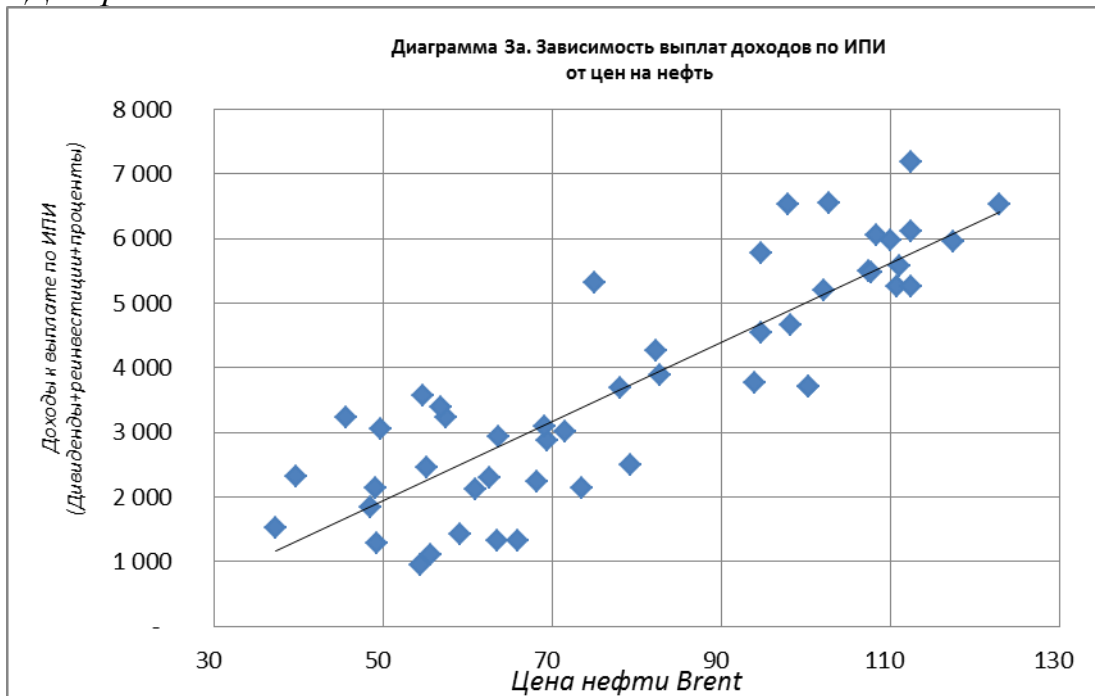
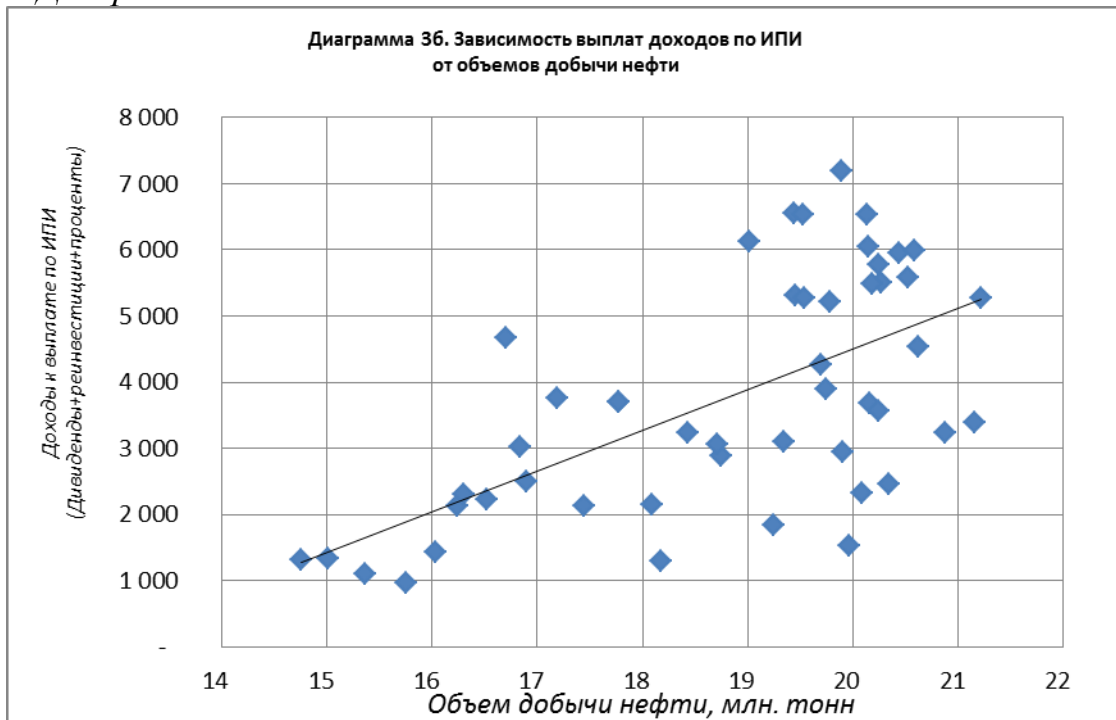


Диаграмма 3б



Данный анализ позволяет заключить, что лучшие экономические условия побуждают инвесторов к увеличению выплат доходов. На первый взгляд использование регрессии с двумя объясняющими переменными (цена на нефть и объем добычи в нефти в РК) в абсолютных значениях достаточна.

Коэффициент детерминации указывает на крайне сильную зависимость (R^2 более 0,85) и статистически значимые коэффициенты.

Однако в диаграммах 3а и 3б наблюдается отчетливый тренд на повышение доходов с ростом цены и объемов нефти. Результаты проведенного исследования на наличие единичного корня регрессоров посредством критерия KPSS показали, что временные ряды не стационарны. Поэтому временные ряды были предварительно логарифмированы и были рассчитаны первые разности.

Для оценки предполагаемых объемов выплат доходов была получена линейная регрессионная модель следующего вида:

$$\ln_inc_t = c + a_1 * \ln_oil_t + a_2 * \ln_vol_t + dummy + \varepsilon, (1)$$

где \ln_inct – натуральный логарифм выплат доходов по прямым инвестициям в период t , \ln_oil_t – натуральный логарифм цен на нефть марки Brent, \ln_vol_t – объем добычи нефти, $dummy$ - фиктивная переменная.

Полученные результаты свидетельствуют о наличии значимых долгосрочных связей (Таблица 1). Статистические тесты свидетельствуют о нормальном распределении остатков, незначительной положительной автокорреляции остатков (влияние других, неучтенных факторов) и их гомоскедастичности, что повышает эффективность моделей и способствует несмещенности оценок.

Таблица 3. Результаты оценки.

		\ln_oil_t	\ln_vol_t
Коэффициент	c	a_1	a_2
Значения коэффициента	0.01**	0.89*	1.36**
t-статистика	1.806	4.453	1.731

* Значим на уровне 1%, **значим на уровне 10%.

Обсуждение полученных результатов

По результатам анализа данных по выплатам дивидендов и реинвестиций, а также динамики основных экспортных товаров, при прогнозировании платежного баланса была выявлена стабильная закономерность. Рост цен на нефть на 1% влечет за собой рост выплат иностранным инвесторам на 0,89%. Другими словами, при росте цен на нефть доходы растут значительно, но отстают от темпов роста экспортной выручки. К примеру, рост цен на нефть на 25 долл. с 50 до 75 долл. за баррель (рост на 50%), повлечет за собой рост выплат по доходам иностранным прямым инвесторам на 44,5%.

Также была выявлена важная, но статистически менее значимая закономерность между объемами добычи нефти в РК и доходами инвесторов. Так, увеличение добычи нефти на 1% влечет за собой рост выплат иностранным инвесторам на 1,36%.

Данные закономерности выявлены в относительно новых экономических реалиях для РК. В последние годы активно инвестировались средства иностранных инвесторов в Кашаганский проект, начинается широкомасштабное расширение проекта ТШО, проводится ЭКСПО-2017 и ряд других инфраструктурных проектов. Большинство крупных проектов в РК реализуется с участием иностранных инвесторов. Все это происходит на фоне относительно низких цен на основные экспортные товары.

Совокупность данных факторов привела к дефициту текущего счета. Согласно прогнозам НБРК, дефицит будет постепенно уменьшаться, так как экономика адаптируется к новым экономическим реалиям. Плавающий обменный курс позволяет наращивать экспортный потенциал казахстанских производителей не нефтяных товаров и ограничивает риск резкого увеличения потребительского импорта.

Однако потенциал быстрого восстановления текущего счета и выхода на профицит ограничен проведением крупных проектов, финансируемых иностранными инвесторами, так как данные проекты сопровождаются большим количеством импорта и ростом выплат дивидендов инвесторам. По прогнозам НБРК, позитивное сальдо текущего счета при цене на нефть в 40-70 долл. за баррель недостижимо в среднесрочной перспективе. Для выхода сальдо текущего счета из отрицательных значений необходимы структурные изменения в экономике, такие как рост доли не нефтяного экспорта и уменьшение зависимости отечественной экономики от импорта.

При существующих экономических условиях выход текущего счета из дефицита в среднесрочной перспективе возможен только при значительном росте цен на основные экспортные товары, в первую очередь на нефть.

Список литературы:

1. Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, Международный Валютный Фонд (РПБ6);
2. The Handbook of Energy Trading (Stefano Fiorenzani, Samuele Ravelli, Enrico Edoli) John Wiley & Sons, 2012;
3. Introduction to Econometrics, 3rd edition by James H. Stock and Mark W. Watson, Addison-Wesley;
4. Эконометрика: учебник, И. И. Елисеева, С. В. Курышева, Т. В. Костеева и др., 2007;
5. Paul Krugman, Robin Wells. Macroeconomics, 4th Edition - 2015;
6. Дорнбуш Р., Фишер С. Макроэкономика - Москва, 1997.