



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

# АНАЛИЗ ПОТОКОВ В ФИНАНСОВОМ СЧЕТЕ ПО СЕКТОРАМ ЭКОНОМИКИ

**Департамент платежного баланса**

**Экономическое исследование №2021-6**

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

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 авторов и могут не совпадать с официальной позицией НБРК.

Анализ потоков в финансовом счете по секторам экономики

Сентябрь 2021 года

**NBRK – WP – 2021 – 6**

## Содержание

1. Введение.....	5
2. Международные потоки капитала: тенденции и перспективы .....	7
3. Потоки капитала в Казахстане.....	11
4. Мировой опыт прогнозирования финансового счета платежного баланса.....	14
5. Система прогнозирования финансового счета в НБРК .....	15
6. Выводы.....	20
7. Список использованной литературы.....	22

## Анализ потоков в финансовом счете по секторам экономики

Оспанов Н.К.<sup>1</sup>, Алмагамбетова М.Х.<sup>2</sup>, Құратова А.А.<sup>3</sup>,  
Тұрабай Б.Ә.<sup>4</sup>, Сейдахметова К.К.<sup>5</sup>, Рысбекова А.К.<sup>6</sup>

### Аннотация

НБРК продолжает цикл исследований, посвященных анализу внешнеэкономической деятельности. Целью данного исследования является разработка целостной системы прогнозирования платежного баланса Казахстана, позволяющей оценить устойчивость внешнего сектора экономики для эффективной реализации денежно-кредитной политики.

В исследовании представлен анализ международных потоков капитала и потоков капитала в Казахстане, рассмотрен мировой опыт прогнозирования финансового счета, а также раскрыта система прогнозирования финансового счета в НБРК.

**Ключевые слова:** финансовый счет, прогноз финансового счета, международное движение капитала, прямые инвестиции, портфельные инвестиции, эконометрические модели.

**Классификация JEL:** E22, E27, E44, F01, F41.

---

<sup>1</sup> Оспанов Нурлан Кыдырбекович – начальник управления платежного баланса Департамента платежного баланса Национального Банка Республики Казахстан

Email: [Ospanov.N@nationalbank.kz](mailto:Ospanov.N@nationalbank.kz)

<sup>2</sup> Алмагамбетова Меруерт Хайырбекқызы – начальник управления анализа внешнего сектора Департамента платежного баланса Национального Банка Республики Казахстан

Email: [Meruyert.Almagambetova@nationalbank.kz](mailto:Meruyert.Almagambetova@nationalbank.kz)

<sup>3</sup> Құратова Ақбөпе Аділханқызы – главный специалист управления анализа внешнего сектора Департамента платежного баланса Национального Банка Республики Казахстан

E-mail: [Akbope.Kuratova@nationalbank.kz](mailto:Akbope.Kuratova@nationalbank.kz)

<sup>4</sup> Тұрабай Бердібек Әлназарұлы – главный специалист управления анализа внешнего сектора Департамента платежного баланса Национального Банка Республики Казахстан

E-mail: [Berdibek.Turabai@nationalbank.kz](mailto:Berdibek.Turabai@nationalbank.kz)

<sup>5</sup> Сейдахметова Клара Кажиахметовна – главный специалист управления анализа внешнего сектора Департамента платежного баланса Национального Банка Республики Казахстан

E-mail: [Klara.Seidakhmetova@nationalbank.kz](mailto:Klara.Seidakhmetova@nationalbank.kz)

<sup>6</sup> Рысбекова Аида Канатқызы – ведущий специалист управления анализа внешнего сектора Департамента платежного баланса Национального Банка Республики Казахстан

E-mail: [Aida.Rysbekova@nationalbank.kz](mailto:Aida.Rysbekova@nationalbank.kz)

## 1. Введение

В современном мире практически все экономики являются открытыми и активно участвуют в международной торговле товарами и услугами, а также в получении и предоставлении международных займов. **Международное движение капитала** может поддерживать долгосрочный рост экономики путем увеличения производственных мощностей и повышения их эффективности за счет передачи новых технологий, маркетинговых и управленческих навыков, инноваций и передового опыта. Одновременно с этим, также существует вероятность возникновения краткосрочных негативных последствий на экономику, связанных с потерей конкурентоспособности в результате нежелательного укрепления обменного курса национальной валюты, повышения цен на финансовые активы и внезапной остановки потоков капитала. Таким образом, крупный приток капитала в краткосрочной перспективе может поставить под сомнение абсорбционную способность принимающих стран, сделав их уязвимыми перед внешними шоками, повысив риски перегрева экономики, и способствовать возникновению бума и спада цен на финансовые активы.

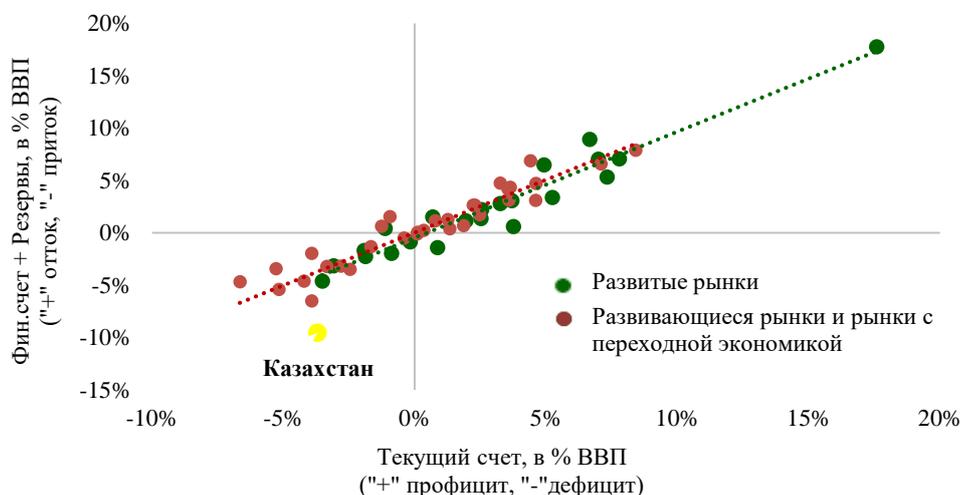
Экономическое взаимодействие страны с внешним миром отражается в платежном балансе, который представляет собой аналитический отчет, учитывающий все международные потоки реальных и капитальных ресурсов страны за определенный период. Данные платежного баланса позволяют оценивать внешнеэкономическую устойчивость страны, проводя мониторинг сбалансированности потоков.

В структуре **платежного баланса** выделяют два ключевых раздела – текущий и финансовые счета. **Текущий счет** включает в себя чистый экспорт товаров и услуг, а также баланс доходов. В **финансовом счете** отражаются операции с финансовыми активами и обязательствами между страной и внешним миром.

Дефицит текущего счета, возникающий в случае превышения расходов страны по текущим операциям над доходами от таких операций, может покрываться притоком по финансовому счету за счет снижения внешних активов и/или увеличения обязательств страны. Таким образом, операции финансового счета позволяют понять за счет каких секторов экономики и финансовых инструментов был профинансирован дефицит. В качестве примера можно привести следующие операции: (i) приток иностранного капитала в экономику в форме прямых или портфельных инвестиций; (ii) привлечение займов у иностранных банков, правительств или международных организаций; (iii) сокращение внешних активов резидентов, либо снижение валютных резервов Центрального Банка.

С другой стороны, положительный текущий счет, как правило, сопровождается оттоком в финансовом счете и/или увеличением резервов центрального банка (график 1).

**График 1. Платежные балансы стран мира<sup>7</sup>  
по итогам 2020г.**



Источник: МВФ, Всемирный Банк.

Высокая процикличность текущего счета Казахстана от мировых цен на экспортируемое сырье повышает потребность в анализе структуры финансового счета. Продолжительное финансирование дефицита текущего счета за счет увеличения внешних обязательств, либо сокращения резервов государства и сбережений реального сектора может привести к накоплению дисбалансов и снижению внешнеэкономической устойчивости в средне- и долгосрочной перспективе. Таким образом, анализ и прогноз финансового счета позволяют установить возможности и источники финансирования дефицита текущего счета и оценить **устойчивость платежного баланса**.

Для целостности системы прогнозирования платежного баланса Казахстана, существующий комплекс прогнозирования текущего счета требует дополнения прогнозным комплексом финансового счета.

**Целью исследования** является совершенствование системы прогнозирования финансового счета платежного баланса Казахстана. Реализация поставленной цели предопределяет необходимость решения следующих **задач**:

– изучение тенденций и особенностей потоков капитала в мире и в Казахстане;

<sup>7</sup> График составлен по странам, по которым имелись данные за 2020г. Страны разделены на группы согласно классификации Morgan Stanley Capital International (MSCI): развитые рынки (22 страны), развивающиеся рынки и рынки с переходной экономикой (frontier market, 33 страны, в т.ч. Казахстан).

– изучение мирового опыта прогнозирования финансового счета платежного баланса;

– совершенствование техник прогнозирования финансового счета платежного баланса Казахстана.

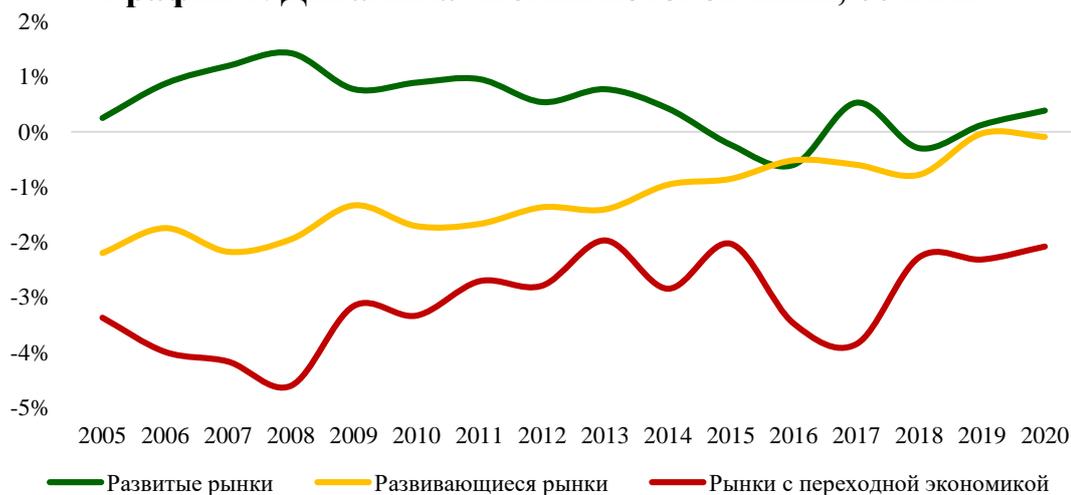
Исследование состоит из **нескольких разделов**. В **первой части** представлен анализ тенденций в международном движении капитала, а также обзор потоков в финансовом счете Казахстана, **во второй** – мировой опыт прогнозирования финансового счета и техники прогноза финансового счета в НБРК.

## 2. Международные потоки капитала: тенденции и перспективы

### *Тенденции потоков капитала в мире*

За период 2005-2020гг. чистый приток **иностранных прямых инвестиций** (ИПИ, график 2) в развивающиеся рынки и рынки с переходной экономикой<sup>8</sup> составил в среднем 1,2% и 3,2% от ВВП, соответственно, в то время как на развитых рынках наблюдался отток в размере 0,5% от ВВП. За рассматриваемый период развитые страны выступали в роли нетто-кредиторов. Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой являлись нетто-заемщиками. Такая тенденция объясняется проводимыми экономическими реформами (создание специальных экономических зон, предоставление земли для строительства объектов, налоговые льготы или субсидии) и сравнительно быстрым восстановлением темпов экономического роста в развивающихся странах и странах с формирующимся рынком после кризисов.

**График 2. Динамика чистых потоков ИПИ, % ВВП**



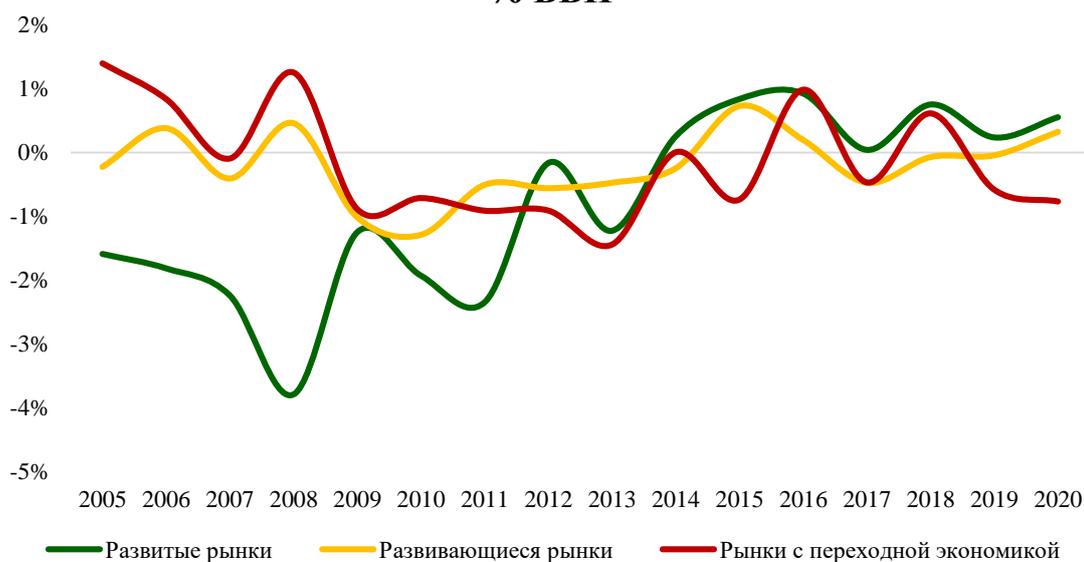
Источник: МВФ, Всемирный Банк.

Примечание: расчеты авторов. Здесь «-» означает приток, «+» – отток.

<sup>8</sup> Анализ был проведен по странам, по которым имелись данные за 2020г. Страны разделены на группы согласно классификации MSCI: развитые рынки (22 страны), развивающиеся рынки (21 страна) и рынки с переходной экономикой (frontier market, 12 стран, в т.ч. Казахстан).

Факторы инвестиционной привлекательности страны для **портфельных инвестиций** включают в себя бизнес-климат, стратегические цели инвестора и особенности экономики страны-реципиента. Улучшение макроэкономической ситуации на развивающихся рынках привело к увеличению притока портфельных инвестиций практически на уровне развитых стран, начиная с 2009г. (график 3). Тем не менее, развитые рынки характеризуются обширным фондовым рынком, наличием ряда крупных и надежных компаний, которые также имеют выгоду от высоких темпов экономического роста в развивающихся странах. Это, в конечном итоге, способствует притоку портфельных инвестиций на развитые рынки. Так, чистый приток портфельных инвестиций в развитые рынки в среднем за последние 16 лет составил 0,8% к ВВП. В свою очередь, привлечение портфельных вложений в развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком по сравнению с развитыми странами было более умеренным и составило 0,2% и 0,1%, соответственно.

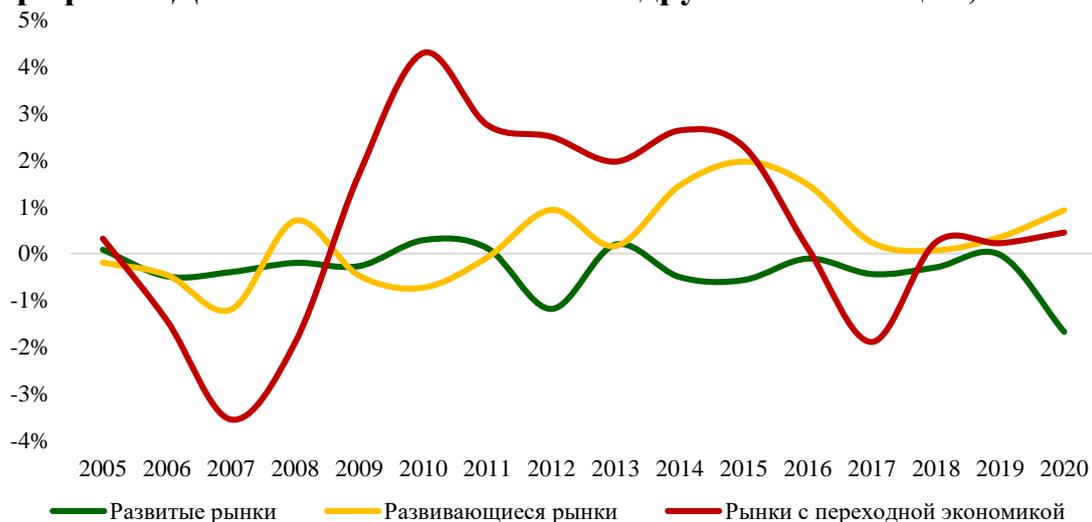
**График 3. Динамика чистых потоков портфельных инвестиций, % ВВП**



Источник: МВФ, Всемирный Банк.

Примечание: расчеты авторов. Здесь «-» означает приток, «+» – отток.

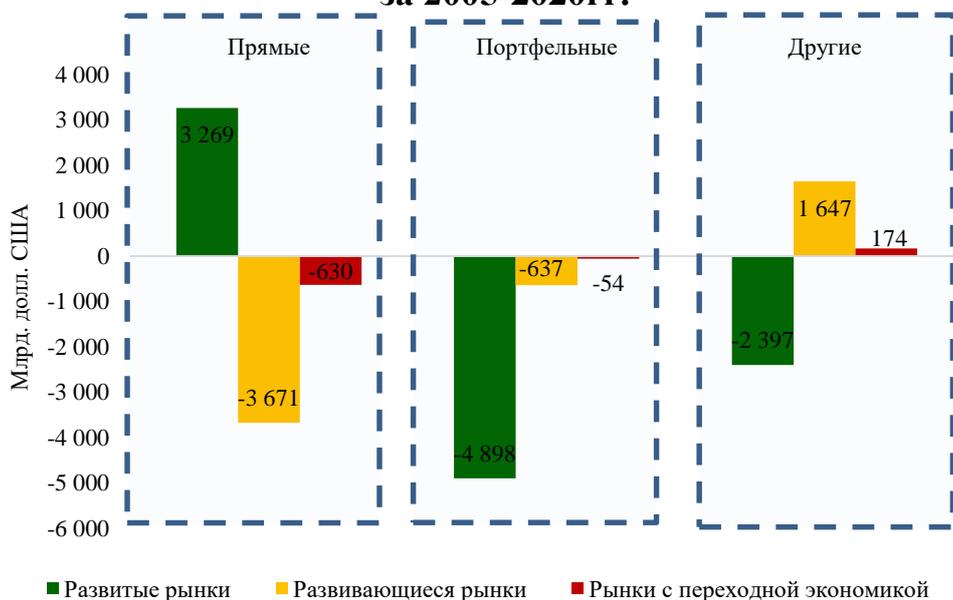
Чистые потоки **других инвестиций** (наличной валюты и депозитов, кредитов и займов, торговых кредитов и авансов, прочих инвестиций) характеризуются сравнительно стабильной динамикой для развитых стран (график 4): за 2005-2020гг. чистый приток прочих инвестиций составил 0,3% от ВВП, достигнув своего исторического максимума в 2020г. В странах с развивающейся и переходной экономикой в 2020г. наблюдался чистый отток других инвестиций в размере 0,3% и 0,7% от ВВП, соответственно. Волатильность прочих инвестиций, предположительно, связана с тем, что объемы вложений могут быть крупными, но при этом характер – краткосрочным.

**График 4. Динамика чистых потоков других инвестиций, % ВВП**

Источник: МВФ, Всемирный Банк.

Примечание: расчеты авторов. Здесь «-» означает приток, «+» – отток.

Развитые рынки являются нетто-кредиторами прямых инвестиций для остального мира и больше других категорий стран привлекают портфельные инвестиции (график 5). Страны с развивающимися и формирующимися рынками являются нетто-заемщиками по прямым и портфельным инвестициям, но предоставляют кредиты миру по другим видам инвестиций.

**График 5. Чистые потоки инвестиций по видам инструментов за 2005-2020гг.**

Источник: МВФ, Всемирный Банк.

Примечание: расчеты авторов. Здесь «-» означает приток, «+» – отток.

Вышеприведенные инвестиции по видам инструментов отличаются по уровню стабильности вложений как для стран-инвесторов, так и для стран-реципиентов. Среди них самыми

устойчивыми считаются прямые инвестиции, а наименее стабильными – другие инвестиции.

***Влияние кризиса Covid-19 на трансграничные потоки капитала***

Согласно докладу о мировых инвестициях UNCTAD<sup>9</sup> (далее – Доклад), кризис Covid-19 вызвал сокращение глобальных потоков ИПИ на 35% в 2020г. по сравнению с 2019г. Введение жесткого локдауна во всем мире в ответ на пандемию замедлило реализацию существующих инвестиционных проектов, а перспективы рецессии заставили многонациональные предприятия переоценить новые проекты. Падение ИПИ было более существенным в развитых стран, где ИПИ упали на 58%, отчасти из-за корпоративной реструктуризации и внутрифирменных финансовых потоков. В особенности это коснулось Европы и США, где потоки ИПИ снизились на 80% и 40%, соответственно. ИПИ в развивающихся странах сократились более умеренно – на 8%, в основном из-за устойчивых потоков капитала в Азии. В результате, на развивающиеся страны приходилось две трети мировых ИПИ, тогда как в 2019г. – менее половины.

Согласно Докладу, в 2021г. ожидается увеличение глобальных потоков ИПИ на 10-15%. Несмотря на это, их сумма будет ниже уровня 2019г. Умеренное восстановление глобальных ИПИ отражает сохраняющуюся неопределенность в отношении доступа к вакцинам, появление новых вирусных мутаций и задержки в возобновлении работы экономических секторов.

В Докладе отмечается, что в 2022г. потоки ИПИ продолжают рост и, возможно, приблизятся к допандемическому уровню при условии дальнейшего улучшения сферы здравоохранения и экономической ситуации в мире. Однако, полное восстановление потоков ИПИ к докризисному уровню может быть не достигнуто. В среднесрочной перспективе пандемия может ускорить процессы повышения национальной или региональной самодостаточности в обеспечении цепочек поставок. Так, из-за пандемии уже появились более жесткие ограничения на международную торговлю и инвестиции. Переориентация глобальных цепочек поставок на более локальные (внутренние или региональные) операции, возможно, усиленная политическими стимулами, может оказать длительное понижающее давление на глобальные ИПИ.

---

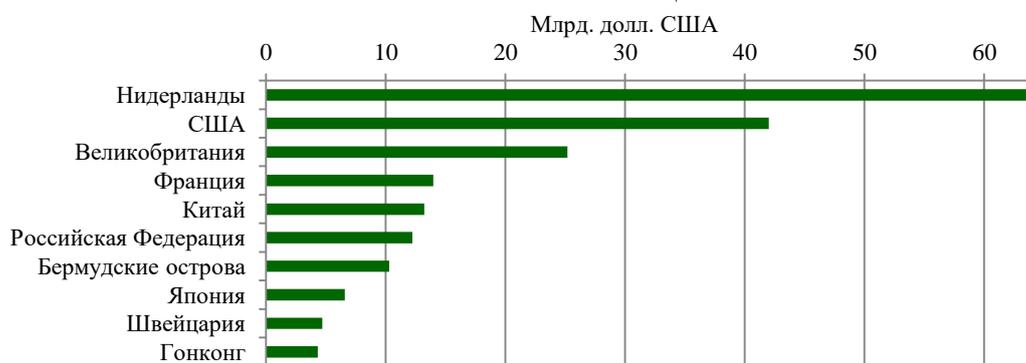
<sup>9</sup> Доклад о мировых инвестициях за 2021г., подготовленный специалистами Конференции ООН по торговле и развитию (UNCTAD).

### 3. Потоки капитала в Казахстане

В течение последних 16 лет Казахстан является нетто-заемщиком иностранного капитала. За этот период чистый приток капитала в экономику составил \$26,5 млрд. и, в основном, был обеспечен ИПИ.

На долю топ-10 кредиторов приходится 84% всех иностранных инвестиций. В структуре внешних инвесторов (график 6) доминируют Нидерланды (27,3%), США (18,1%), Великобритания (10,8%), Франция (6,0%), Китай (5,7%), Россия (5,3%), Япония (2,8%), Швейцария (2,0%) и Гонконг (1,8%).

**График 6. Топ 10 стран-крупных иностранных инвесторов Казахстана на конец 2020г.**

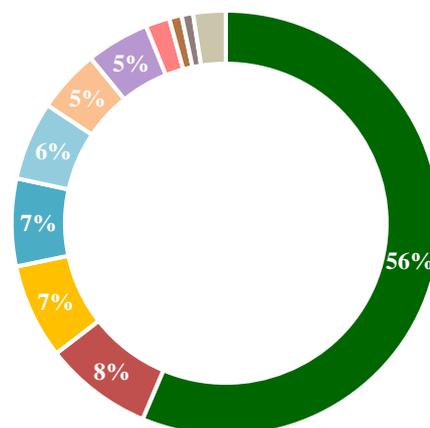


Источник: НБРК.

Иностранные инвестиции, в основном, направляются в горнодобывающую и обрабатывающую промышленность (график 7). Нидерланды (81% от всех инвестиций) и США (89%) инвестируют, в большей степени, в горнодобывающую отрасль, Великобритания – в профессиональную, научную и техническую деятельность (37%), Россия (30%) и Швейцария (58%) – в обрабатывающую промышленность, Китай (24%) – в сферу транспорта и складирования.

**График 7. Инвестиции в основной капитал по видам экономической деятельности на конец 2020г.**

- Горнодобывающая промышленность
- Обрабатывающая промышленность
- Профессиональная, научная и техническая деятельность
- Финансовая и страховая деятельность
- Государственное управление и оборона;
- Транспорт и складирование
- Оптовая и розничная торговля
- Строительство
- Электроснабжение, подача газа
- Информация и связь
- Другие сектора



Источник: НБРК.

Потоки капитала в **частном секторе** («Другие сектора», график 8) определяются, в основном, ИПИ в горнодобывающую отрасль. 90% ИПИ в Казахстан направляются в сырьевые сектора экономики. Их влияние на экономический рост сырьевых секторов отражается с лагом (график 9).



Источник: НБРК, Thomson Reuters.

Примечание: здесь «-» в финансовом счете означает приток, «+» – отток.



Источник: БНС АСПИР РК, НБРК.

Примечание: здесь сырьевые сектора экономики подразумевают сектора, на которые влияют нефтегазовая отрасль и металлургия. Они включают горнодобывающую промышленность, обрабатывающую промышленность, строительство, оптовую и розничную торговлю, транспорт и складирование, профессиональную, научную и техническую деятельность.

В **государственном секторе** преобладают операции с портфельными активами НФРК и операции по внешнему долгу Правительства. Объемы формирования и использования средств НФРК

зависят от внешнеэкономической конъюнктуры. В периоды высоких цен на нефть наблюдалось активное наращивание внешних активов НФРК, которые достигли пикового значения в \$77,2 млрд. в августе 2014г. Суммарно за два пятилетних периода с 2006-2010гг. и с 2011-2015гг. отмечался нетто-отток капитала ввиду наращивания внешних активов государства (график 10).

Существенное снижение средних цен на нефть в 2016-2020гг. по сравнению с предыдущими периодами привело к заметному снижению поступлений в НФРК. В то же время, объемы трансфертов в бюджет продолжали оставаться стабильными. Это, в результате, привело к существенному снижению внешних активов НФРК в течение последних 5 лет.



В банковском секторе основную долю занимают операции по прочим инвестициям, в которые входят трансграничные ссуды, займы, депозиты и прочая дебиторская/кредиторская задолженность (график 11). В целом, за 2005-2020гг. в банковском секторе наблюдался нетто-приток иностранного капитала. Амплитуда колебаний потоков в последние 10 лет значительно снизилась в сравнении с 2005-2010гг.



#### 4. Мировой опыт прогнозирования финансового счета платежного баланса

Мировое научное сообщество в течении последних десятилетий уделяло особое внимание **определению факторов**, влияющих на потоки капитала, по причине их **важности в разработке макроэкономической политики**.

Calvo и др. (1993) и Fernandez-Arias (1996) в своих исследовательских работах по финансовому счету обосновали необходимость разграничения между «pull» (внутренние) и «push» (внешние) факторами, которые стали основой для многих последующих работ. К примеру, **Центральный банк Турецкой Республики**, используя данный подход, с помощью *векторных авторегрессий* определил, что «pull» факторы превалируют над «push» факторами, а также заметил изменение относительного влияния данных факторов после кризиса “доткомов” (Çulha, A., 2006). Кюерке (2019) сделал обширный обзор подобных исследовательских работ, направленных на изучение «pull» и «push» факторов для притока капитала в развивающиеся страны. Основным выводом его обзора является то, что такие «push» факторы как внешние процентные ставки и несклонность инвестора к риску оказывают бóльшее влияние на потоки портфельного долга и акций, чем на банковские потоки, в то время как «pull» факторы, представленные внутренним ростом производства, доходностью активов и страновым риском влияют на все виды потоков, в особенности на банковские.

Mody, Taylor and Kim (2001) прогнозировали потоки капитала для 32 развивающихся стран, используя *векторную модель коррекции ошибок (VECM)* и определили доминирование «pull» факторов над «push» факторами, хотя в краткосрочном периоде могла наблюдаться обратная тенденция. В том же году, Mody, Taylor and Kim (2001) сделали прогноз потоков капитала для тех же стран, используя *модель ненаблюдаемых компонентов* и *фильтр Калмана* для оценивания параметров *методами максимального правдоподобия*. Основным различием между подходом на основе временных рядов с фильтрацией Калмана и подходом с «push» и «pull» факторами является то, что первый включает в себя эволюцию *ненаблюдаемых переменных*. Данные переменные могут, например, включать в себя рыночные настроения и временное стадное поведение участников рынка, полезные для анализа развивающихся рынков по причине их непрозрачности.

**Национальный банк Республики Беларусь** в прогнозировании финансового счета использовал как *модельный подход*, так и *экспертные корректировки*, связанные с факторами, квантификация которых трудна и неоднозначна (Вечерский, А., 2011). Например, учитывая, что чистый приток *прямых инвестиций* во внутреннюю

экономику государства обуславливается определенными сделками по продаже объектов государственной собственности и объемами реинвестированных доходов, важнейшими компонентами в прогнозировании прямых инвестиций являлись данные о планируемых сделках по приватизации объектов государственной собственности. Анализируя статью *кредитов и займов (без учета торговых кредитов)* Республики Беларусь, Вечерский (2011) отмечал важность их разграничения на краткосрочные (до года) и долгосрочные (свыше года) ввиду различных влияющих факторов и, как результат, динамики. В основе данной статьи финансового счета также лежит портфельная теория, согласно которой инвестор стремится максимизировать прибыль при минимальных рисках. Таким образом, при прогнозировании кредитов и займов, Национальный банк Республики Беларусь определял внутриэкономические и внешние глобальные факторы («push» и «pull» факторы), оказывающие влияние на приток капитала в страну. В результате, была доказана долгосрочная зависимость краткосрочных заимствований от таких переменных как средневзвешенный реальный ВВП России и Европейского союза, индекс потребительских цен (срi) и непокрытый паритет процентных ставок (uip), в то время как долгосрочные кредиты и займы зависели от реального ВВП Белоруссии и ставки LIBOR. При прогнозировании *коммерческих (торговых) кредитов* Банк Белоруссии ориентировался на показатели внешней торговли, за исключением энергетического сектора.

**Банк России** (2021) при прогнозе изменения *иностраных активов* учитывает такие факторы как номинальный ВВП России, дифференциал внутренней и зарубежной процентных ставок, курс, страновая премия за риск по России и другие, в то время как при оценке изменения *иностраных обязательств* учитывая погашение внешней задолженности, рефинансирование части долга, внутригрупповые кредиты и займы.

Обзор мирового опыта показывает, что **научное сообщество находится в самом начале пути изучения и разработки методов прогнозирования финансового счета**. Поэтому, при формировании прогнозов, наравне с модельными подходами часто используются экспертные корректировки, основанные на экономических особенностях рассматриваемой страны.

## **5. Система прогнозирования финансового счета в НБРК**

Прогнозирование финансового счета платежного баланса является неотъемлемой частью мониторинга внешнеэкономической устойчивости и способствует эффективной реализации макроэкономической политики страны. Результаты прогноза дают возможность оценить потенциальное влияние внешних и внутренних

шоков на платежный баланс и использовать инструменты монетарной и фискальной политик для повышения устойчивости экономики к таким шокам.

Прогноз финансового счета осуществляется на периодической основе, в том числе в рамках Прогнозных раундов НБРК. Прогнозный горизонт составляет 1 год.

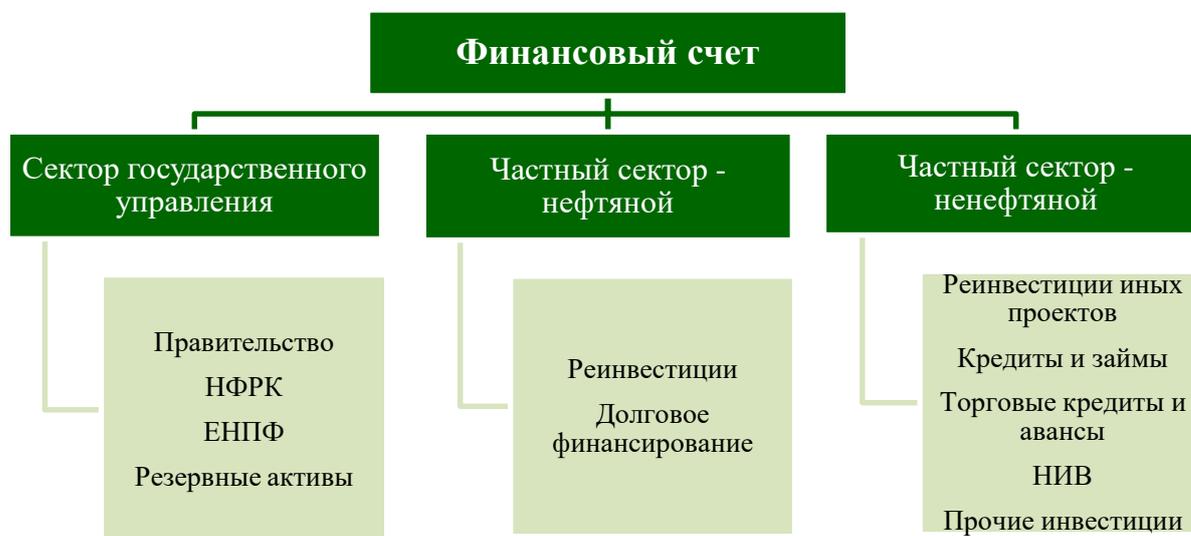
В рамках разработанной системы прогнозирования финансовый счет оценивается в разбивке на следующие **сектора экономики**: сектор государственного управления; частный сектор-нефтяной (3 крупных нефтегазовых проекта) и частный сектор-нелетяной (график 12). Такая секторальная разбивка финансового счета выбрана с учетом специфики экономики Казахстана: ролью государственного сектора в экономике и концентрацией капитальных потоков в нефтегазовом секторе. Кроме того, данная секторальная разбивка позволяет использовать **гибридный подход** к прогнозированию, учитывающий природу трансграничных потоков капитала и доступность статистической информации:

- *подход с использованием детализированной плановой статистической информации* (например, график привлечения и погашения внешнего долга, ожидаемые объемы поступлений и изъятий из НФРК согласно «Закону о республиканском бюджете», привлечение прямых инвестиций крупными нефтегазовыми проектами);

- *модельный подход* (прогноз на основе различных классов эконометрических моделей);

- *экспертный подход* (включение экспертных корректировок и предположений для потоков, квантификация которых трудна и неоднозначна в силу наличия ненаблюдаемой экономики).

**График 12. Секторальная разбивка прогнозируемых потоков в финансовом счете**



Источник: НБРК.

Техники прогноза потоков в финансовом счете раскрыты ниже.

### ***Финансовые потоки в государственном секторе***

Прогноз потоков капитала в подсекторе «**Правительство РК**» рассчитывается как изменение планового объема внешнего правительственного долга в прогнозном периоде. Источниками информации служат данные Прогноза социально-экономического развития в части внешнего долга Правительства Казахстана и информация по предполагаемым привлечением и погашениям внешних займов Министерством финансов Казахстана.

При прогнозе финансовых потоков **НФРК** используются данные о предполагаемых объемах поступлений в зависимости от сценарных цен на нефть и объемов её добычи, а также планы Правительства Казахстана по изъятию средств для целевого и гарантированного трансфертов.

Ожидания об изменениях внешних активов **ЕНПФ** базируются на инвестиционной политике по диверсификации пенсионного портфеля.

Прогноз изменения **резервных активов НБРК** по операциям платежного баланса учитывает, что в рамках режима инфляционного таргетирования предполагается рыночное формирование обменного курса и отсутствие вмешательства НБРК путем интервенций на внутреннем валютном рынке. Таким образом, при прогнозе предполагается неизменность резервных активов НБРК на прогнозном горизонте.

Использование детализированной плановой статистической информации по финансовым потокам государственного сектора способствует повышению точности оценок. При этом, возможные отклонения потоков капитала от утвержденных планов (например, привлечение дополнительных внешних займов Министерством финансов, изменение поступлений в НФРК ввиду изменения цен на нефть и объемов добычи нефти) представляют собой основные **риски для прогноза**.

### ***Прямые инвестиции в крупные нефтегазовые проекты***

ИПИ считаются одним из наиболее важных факторов экономического роста. Это связано с тем, что они способствуют увеличению внутреннего капитала, производственных мощностей и повышению эффективности за счет передачи новых технологий, маркетинговых и управленческих навыков, инноваций и передового опыта.

Основной приток ИПИ в Казахстане приходится на нефтегазовый сектор, представленный, в большей степени, тремя крупными проектами (Тенгиз, Карачаганак, Кашаган). Прямое инвестирование в крупные проекты осуществляется двумя способами: за счет притока

нового капитала (долговое финансирование) и реинвестирования уже полученных доходов.

Прогноз финансирования крупных проектов за счет **привлечения нового капитала и реинвестирования доходов** базируется на информации операторов проектов, поступающей в НБРК по запросу, и включает ожидания операторов по объемам *освоения* долгового капитала, *погашения* существующих обязательств и *реинвестирования* полученных за период доходов.

### ***Прямые инвестиции (реинвестиции) в прочие проекты***

Для прогноза **реинвестируемых доходов** по прочим проектам используется *многофакторная регрессионная модель*, построенная на основе метода наименьших квадратов. При этом, данная модель прогнозирует не только реинвестиции, но и дивиденды, отражающиеся в текущем счете платежного баланса. Поэтому, выделение реинвестиций осуществляется путем учета доли реинвестиций в совокупном объеме дивидендов и реинвестиций. После, прогноз реинвестиций вычищается от реинвестиций в крупные нефтегазовые проекты.

Объясняющими переменными в модели являются объемы добычи нефти, цены на нефть, лаг доходов (дивидендов и реинвестиций) иностранных прямых инвесторов, а также фиктивная переменная, учитывающая структурные шоки на товарных рынках.

### ***Кредиты и займы***

Международные **кредиты и займы** играют важную роль в обеспечении непрерывности производства, а также его расширении. Они способствуют увеличению производственных мощностей, повышению эффективности за счет предоставления капитала на средства производства, разработке новых технологий, оказанию профессиональных услуг и прочему.

Кредиты и займы создаются при непосредственном предоставлении средств заемщику кредитором, свидетельством которых являются необращающиеся документы<sup>10</sup>. Эта категория охватывает все кредиты и займы, кроме дебиторской/кредиторской задолженности, рассматриваемой как отдельная категория финансовых активов, и кредитов и займов, преобразовавшихся в долговые ценные бумаги<sup>11</sup>.

Для прогноза потоков по кредитам и займам используются *модели ARIMA GARCH и регрессия OLS*. В качестве объясняющих переменных выступают ненефтяной экспорт товаров, TONIA, лаговые и фиктивные переменные. Прогноз осуществляется путем среднего взвешивания

<sup>10</sup> Ссуды и займы могут обращаться, но их юридическая форма не предназначена для обращаемости в такой же мере, как форма долговых ценных бумаг.

<sup>11</sup> РПБ6, МВФ.

полученных результатов (отдельно для активов и отдельно для обязательств).

### ***Торговые кредиты и авансы***

**Торговые кредиты и авансы** (далее – ТКиА) являются одной из основных компонентов потоков частного сектора в финансовом счете. Они возникают, когда платежи за товары и услуги осуществляются не в то же время, что переход прав собственности на товар или предоставление услуг. Активы по ТКиА представляют собой дебиторскую задолженность, обязательства – кредиторскую задолженность по товарам и услугам.

Дебиторская и кредиторская задолженности могут возникать вследствие как экспортных, так и импортных операций. Поэтому, использование только экспортных потоков для прогноза дебиторской задолженности и импортных потоков для кредиторской задолженности является некорректным методологическим подходом. Выбор модельного аппарата НБРК для прогнозирования потоков по ТКиА осуществлялся с учетом данной особенности.

Для прогнозирования ТКиА используются 2 подхода: эконометрическая модель *парной регрессии на основе метода условных наименьших квадратов ARMA* с добавлением фиктивных переменных для прогноза активов и обязательств по ТКиА и *метод двойного скользящего среднего*. Результаты прогноза рассчитываются как среднее 2-х методов.

**Рисками прогноза** являются решения экономических агентов касательно объемов и сроков заключаемых договоров, которые не в полной мере могут учитываться в эконометрических моделях.

### ***Наличная иностранная валюта***

В платежном балансе учитываются неклассифицированные операции физических лиц с наличной иностранной валютой (далее – НИВ). Объемы таких операций отражаются в финансовом счете в статье «Другие инвестиции: прочие требования» других секторов экономики и, в основном, представлены чистым перетоком НИВ из банковской системы к физическим лицам.

**Чистый переток НИВ** из банковской системы к физическим лицам определяется как разница между изъятием НИВ из банков физическими лицами и поступлением НИВ в банки от физических лиц.

При расчете *изъятий НИВ* из банков физическими лицами используются такие сведения, как продажа физическим лицам НИВ через обменные пункты банка, выдача НИВ физическим лицам с их валютных счетов и выдача физическим лицам НИВ по разовому переводу без открытия счета.

*Поступление НИВ* в банки от физических лиц учитывают данные о продажах физическими лицами НИВ через обменные пункты банка,

принятиях НИВ для зачисления на валютные счета и принятиях НИВ для разового перевода без открытия счета.

В настоящее время НБРК для прогнозирования чистого перетока НИВ использует *однофакторную регрессионную модель*, построенную на основе метода наименьших квадратов с добавлением фиктивной переменной, учитывающей аномальные всплески зависимой переменной.

### ***Прочие инвестиции***

«Прочие инвестиции» охватывают потоки капитала частного сектора, за исключением потоков по реинвестициям, долговому финансированию крупных нефтегазовых проектов, кредитам и займам, торговым кредитам и авансам, а также по наличной иностранной валюте.

«Прочие инвестиции» прогнозируются *методом экспертных предположений* по причине неоднозначности влияющих на них факторов. Учитывая некоторую сезонность, прогноз осуществляется путем усреднения исторических данных за соответствующие кварталы последних нескольких лет.

## **6. Выводы**

В рамках данного исследования были проанализированы потоки капитала в мире и в Казахстане, изучен мировой опыт прогнозирования финансового счета платежного баланса, а также представлена система прогнозирования финансового счета в НБРК.

Анализ **капитальных потоков в мире** по видам инвестиций показал, что за последние 16 лет развитые страны выступили в роли нетто-кредиторов по прямым инвестициям. При этом, наблюдается снижение чистого притока прямых инвестиций в развивающиеся рынки, что может свидетельствовать о смещении предпочтений инвесторов в сторону стран с переходной экономикой. Это также подтверждается тенденциями в потоках портфельных инвестиций развивающихся стран: с 2010г. чистый приток инвестиций снижается. Пандемия коронавируса вызвала падение международных потоков капитала в 2020г., в особенности в развитых странах. Будущее движение капитальных потоков в мире будет зависеть от темпов восстановления экономик после кризиса и успехов стран в борьбе с пандемией.

**Приток капитала в Казахстан**, в большей степени, обеспечивается ИПИ. Капитальные потоки в частном секторе сконцентрированы в горнодобывающей и металлургической промышленности. В государственном секторе преобладают операции с портфельными активами НФРК и операции по внешнему долгу

Правительства. В банковском секторе основную долю занимают операции по другим инвестициям.

**Прогнозирование финансового счета в странах мира** находится на стадии изучения и разработки научных подходов. Многие страны в процессе прогнозирования, помимо результатов эконометрических моделей, используют и экспертные оценки, основанные на структурных особенностях рассматриваемой страны.

При разработке **техник прогноза финансового счета платежного баланса Казахстана** учитывались особенности структуры экономики, заключающиеся в заметной роли государственного сектора в экономических процессах и концентрации капитальных потоков в нефтегазовом секторе. Эти особенности обусловили использование **гибридного подхода** к прогнозированию, который включает в себя как модельные оценки, так и экспертные суждения.

Техники прогноза финансового счета совершенствуются по мере появления передовых методик и подходов к прогнозированию, апробации на реальных данных, а также существенного изменения экономической конъюнктуры.

Инструменты прогнозирования финансового счета используются НБРК в совокупности с моделями прогнозирования текущего счета, представляя собой комплексную систему формирования ожиданий по платежному балансу. Результаты прогнозов позволяют получить информацию о движении будущих внешнеэкономических потоках страны и служат опорой при принятии решений по денежно-кредитной политике.

## 7. Список использованной литературы

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

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