

# Страны Кавказа и Центральной Азии

## Страны Кавказа и Центральной Азии

Население, в млн чел. (2015)

ВВП на душу населения, в долл. США (2015 год)

■ Страны – экспортеры нефти

■ Страны – импортеры нефти



Источники: база данных «Перспектив развития региональной экономики» МВФ и Microsoft Map Land.

Примечание. Названия и границы стран на этой карте не обязательно отражают официальную позицию МВФ.



## Основные положения по региону КЦА

Регион КЦА подвергается сильным и долговременным внешним шокам с 2014 года, особенно в результате падения цен на биржевые товары и замедления роста в странах, являющихся важнейшими экономическими партнерами региона (в основном в России и Китае). Темпы роста в регионе, по прогнозам, составят в среднем в этом году 1,3 процента. Это означает резкое ослабление экономической активности по сравнению с темпами, наблюдавшимися в течение 15 лет до шоков, особенно для стран—экспортеров нефти. На будущий год в экономике стран региона должен наступить поворотный момент, с повышением средних темпов роста до 2,7 процента. При этом имеющиеся возможности экономической политики сокращаются, и факторы уязвимости усиливаются. Темпы роста в среднесрочной перспективе невысоки, они прогнозируются в среднем на уровне 4 процентов в 2018–2021 годах, что составит половину достигнутых в 2000–2014 годы. Соответственно, прогресс в повышении уровня жизни и его приближении к странам с формирующимся рынком, который был достигнут после обретения независимости, частично сойдет на нет.

### Смягчение шоков, усиление факторов уязвимости

Адаптивная налогово-бюджетная политика, наряду с корректировкой обменного курса, помогает экономике стран КЦА смягчить последствия внешних шоков. При этом, в условиях сокращения доходов, повышение государственных расходов увеличило бюджетные дефициты в среднем примерно на 6,3 процентного пункта ВВП с 2014 года. С использованием финансовых активов и ростом государственного долга уменьшились возможности выбора экономической политики. В будущем налогово-бюджетная

политика должна обеспечивать баланс между поддержкой роста в краткосрочной перспективе и обеспечением устойчивости долговой ситуации, справедливого распределения ресурсов между поколениями и сбережения средств на непредвиденные расходы в более долгосрочной перспективе. Для этого необходимо установить приоритетность капитальных расходов, способствующих росту, и защитить расходы на социальные нужды, проводя бюджетную консолидацию в контексте внушающих доверие среднесрочных планов.

Корректировка обменного курса поддерживает конкурентоспособность, но временно повысила инфляцию и, в условиях ослабления динамики роста, стала одной из причин повышения уязвимости в значительной степени долларизированных финансовых секторов. При растущем числе стран, предпочитающих большую гибкость обменного курса, укрепление основ денежно-кредитной политики становится приоритетной задачей. Это должно дополняться дальнейшими мерами по сдерживанию рисков для финансовой стабильности и посредничества, в том числе вливанием капитала, реструктуризацией и закрытием проблемных банков и пересмотром механизмов кредитования, а также укреплением финансового надзора и макропруденциальных основ, а также основ антикризисного управления.

### Необходимы структурные преобразования

Большинство стран КЦА добились быстрого повышения уровня жизни за два десятилетия после обретения независимости. Эти достижения, однако, потеряли набранные обороты в последние годы в условиях вялого роста производительности и замедления роста

инвестиций. Без структурных преобразований в целях диверсификации экономики для уменьшения зависимости от биржевых товаров и денежных переводов невозможно улучшение среднесрочных перспектив, создание рабочих мест и повышение уровня жизни. Многие страны уже разработали планы диверсификации и приватизации. Но для реализации этих планов необходимы решительные действия. Усилия

могут быть направлены на совершенствование сфер управления, подотчетности, прав собственности и финансового посредничества, в которых КЦА отстает от сопоставимых стран с формирующимся рынком. Необходимо также добиться более всеобъемлющего характера роста, чтобы позволить более широким слоям населения воспользоваться преимуществами более высокого уровня жизни.

**Регион КЦА: отдельные экономические показатели, 2000–2017 годы***(В процентах ВВП, если не указано иное)*

	Среднее 2012	2013	2014	2015	Прогнозы	
					2016	2017
<b>КЦА</b>						
Реальный ВВП (годовой рост)	8,7	6,6	5,3	3,2	1,3	2,6
Сальдо счета текущих операций	1,5	2,1	2,0	-3,0	-4,1	-2,8
Общее сальдо бюджета	2,7	2,7	1,5	-4,6	-4,9	-3,0
Инфляция, в среднем за период (годовой рост)	9,4	6,1	5,9	6,2	9,9	8,3
<b>Страны-экспортеры нефти и газа КЦА</b>						
Реальный ВВП (годовой рост)	9,0	6,7	5,3	3,1	1,0	2,4
Сальдо счета текущих операций	2,7	2,8	3,3	-2,4	-3,5	-2,0
Общее сальдо бюджета	3,4	3,3	1,9	-4,7	-4,8	-2,8
Инфляция, в среднем за период (годовой рост)	9,6	6,4	6,1	6,4	10,8	8,7
<b>Страны-импортеры нефти и газа КЦА</b>						
Реальный ВВП (годовой рост)	6,5	5,7	4,7	3,7	3,7	4,1
Сальдо счета текущих операций	-7,6	-4,8	-9,4	-7,9	-8,5	-8,8
Общее сальдо бюджета	-3,2	-2,5	-2,0	-3,6	-5,3	-4,4
Инфляция, в среднем за период (годовой рост)	7,7	3,6	4,6	4,8	2,4	4,9

Источники: официальные органы стран; расчеты и прогнозы персонала МВФ.

Страны – экспортеры нефти и газа КЦА: Азербайджан, Казахстан, Туркменистан и Узбекистан. Страны – импортеры нефти и газа КЦА: Армения, Грузия, Кыргызская Республика и Таджикистан.



## Глава 3. Кавказ и Центральная Азия: худшее позади?

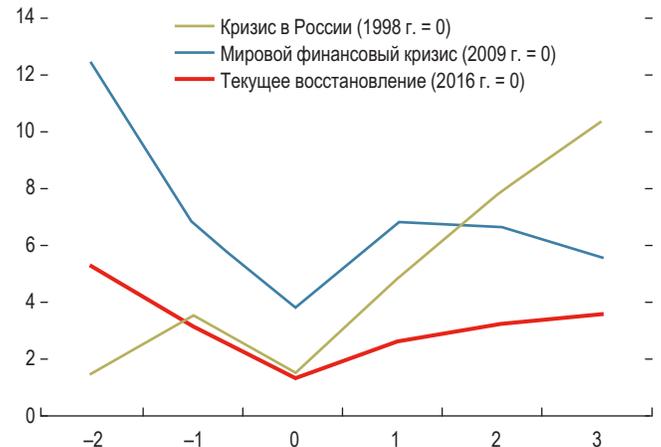
Адаптация налогово-бюджетной политики и корректировка обменного курса позволили странам Кавказа и Центральной Азии (КЦА) смягчить непосредственное воздействие сильных и устойчивых внешних шоков, в частности снижения цен на биржевые товары и сокращения темпов роста экономики основных торговых партнеров. Экономический рост начинает восстанавливаться, но в результате этих шоковых потрясений страны региона столкнулись с высокой уязвимостью бюджета, финансового сектора и внешней уязвимостью, а также с сокращением возможностей выбора политики и ухудшением среднесрочных прогнозов. Меры политики по-прежнему будут направлены на обеспечение роста в краткосрочной перспективе в тех сферах, где имеются возможности их выбора, но в то же время они должны обеспечить постепенное снижение уязвимости, в том числе за счет разработки надежных многолетних бюджетных планов, модернизации основ денежно-кредитной политики, а также усиления финансового надзора. Для улучшения среднесрочных перспектив экономического роста, наращивания темпов создания рабочих мест и предотвращения падения уровня жизни необходимы структурные преобразования, направленные на диверсификацию экономики с целью снижения зависимости от биржевых товаров и денежных переводов.

### Вялое и нестабильное восстановление

В КЦА продолжают приниматься меры по адаптации к сильным и устойчивым внешним потрясениям, в частности к резкому снижению цен на нефть и другие биржевые товары, ухудшению экономической ситуации в России, а также замедлению темпов экономического роста в Китае. Рост ВВП в регионе прогнозируется на уровне 1,3 процента. Это отражает резкое снижение экономической активности по сравнению

Подготовили Саад Куайум и Хуан Тревиньо (ведущий автор). Помощь в проведении исследовательской работы оказал Хун Ян.

**Рисунок 3.1. Восстановление, не соответствующее традиционной V-образной форме**  
(Реальный ВВП, изменение в процентах)



с прошлыми темпами роста, наблюдавшимися до шоков. Адаптация налогово-бюджетной политики и корректировка обменного курса в сочетании с отдельными улучшениями внешних условий (частичное восстановление цен на нефть и на ряд других ведущих биржевых товаров, замедление темпов рецессии в России, а также меры по стимулированию экономики в Китае) в некоторой степени нормализовали ситуацию в регионе. Тем не менее, по прогнозам, в среднесрочной перспективе восстановление цен на нефть будет ограниченным, и, исходя из котировок на фьючерсных рынках, до 2021 года цена будет оставаться ниже 60 долларов США. Кроме того, темпы восстановления экономики в России, скорее всего, останутся умеренными, а также сохраняется вероятность некоторого замедления экономического роста в Китае. В результате, как ожидается, темпы роста в странах КЦА в 2017 году составят лишь 2,6 процента, что гораздо ниже темпов восстановления в прошлые периоды снижения экономической активности (рисунок 3.1) и связано с более значительным масштабом и устойчивым влиянием шоков, а также с наличием ограничений по выбору мер политики.

По прогнозам, в странах — экспортерах нефти КЦА рост ВВП в 2016 году составит 1 процент, что примерно на 2 процентных пункта ниже показателя предшествующего года и является минимальным значением с 1998 года, несмотря на смягчение налогово-бюджетной политики в Азербайджане и Узбекистане. Экономические показатели в Казахстане в текущем году демонстрируют сокращение примерно на  $\frac{3}{4}$  процента, отчасти вызванное снижением активности в нефтяной сфере и проведением ограничительной налогово-бюджетной политики. Рост ВВП в странах — экспортерах нефти, как ожидается, в следующем году достигнет уровня 2,4 процента благодаря недавнему восстановлению цен на нефть и увеличению объемов добычи углеводородов в Казахстане, а также в связи с ускорением роста в отраслях, не связанных с углеводородами, особенно в Азербайджане.

Темп экономического роста в странах — импортерах нефти в текущем году составит, по прогнозам, 3,7 процента, что совпадает с показателем 2015 года. Армения выигрывает от превышения прогнозных показателей по объему экспорта в Россию, а также от активного роста в сфере услуг, однако внутренний спрос в стране остается вялым. В Грузии наблюдается увеличение внутреннего спроса, вызванное ростом государственных расходов. В Таджикистане показатели роста были значительно скорректированы в сторону увеличения благодаря повышению объема инвестиций, что с избытком компенсировало снижение потребления вследствие сокращения потоков денежных переводов. По прогнозам, экономическая активность будет усиливаться, особенно в Армении и Грузии, а экономический рост в группе стран — импортеров нефти КЦА в 2017 году достигнет устойчивого уровня 4,1 процента.

## Сложная, но критически важная корректировка обменного курса

Ослабление валют и, в ряде случаев, увеличение гибкости обменных курсов являются важным элементом адаптации стран КЦА к новым реалиям устойчиво низких цен на биржевые

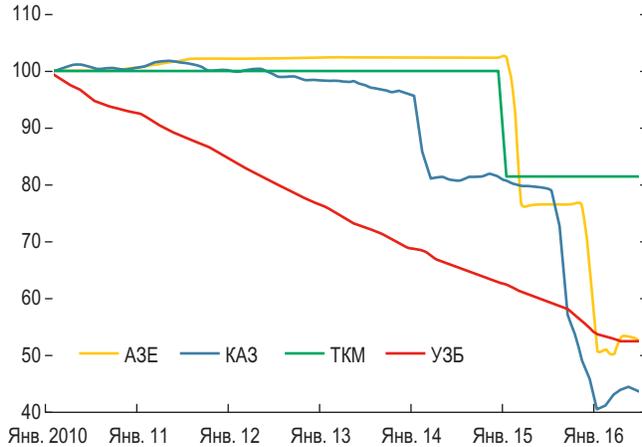
товары и снижения темпов экономического роста в странах, являющихся основными торговыми партнерами (рисунок 3.2)<sup>1</sup>. Это позволило сократить несбалансированность обменных курсов, ограничить сокращение валютных резервов, поддержать конкурентоспособность (вставка 3.1), а для стран, экспортирующих нефть, — компенсировать влияние падения доходов от нефти на бюджет. Большинство курсов валют стран КЦА стабилизировалось в результате уменьшающегося в текущем году влияния внешних шоков (рисунок 3.2). Из-за опасений относительно негативных экономических последствий повышенной волатильности обменных курсов и их дальнейшего снижения (так называемая «боязнь плавающего курса») курс некоторых валют стран КЦА оставался недостаточно гибким, что ограничивало возможности необходимой корректировки курса национальных валют в реальном выражении.

Реализация планов по переходу к более гибкому обменному курсу остается незавершенной во многих странах (Horton et al., 2016). Основной задачей является модернизация основ денежно-кредитной политики, в том числе принятие надежных номинальных ориентиров и укрепление независимости центрального банка. Также представляется необходимой серьезная работа в области информационной программы для повышения доверия к проводимой политике

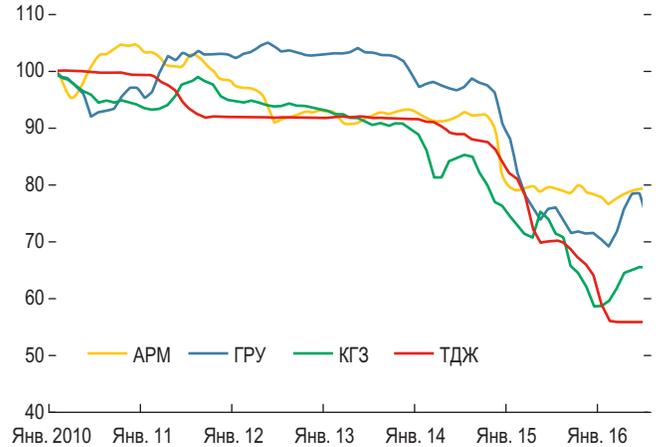
<sup>1</sup>Казахстан провел девальвацию валюты в начале 2014 года и официально ввел режим плавающего обменного курса в августе 2015 года. В Азербайджане и Туркменистане была проведена дискретная девальвация национальных валют в начале 2015 года, а Азербайджан повторно девальвировал валюту в декабре. В Узбекистане наблюдалось временное ускорение темпов снижения курса к концу 2015 года. Армения и Грузия пережили масштабное снижение курса в конце 2014 и в начале 2015 года соответственно. Темпы снижения курса валюты в Кыргызской Республике ускорились в период с середины 2014 года по конец 2015 года, а медленный темп девальвации валюты в Таджикистане повысился в конце 2014 года (рисунок 3.2). В Армении, Грузии, Казахстане и Кыргызской Республике, где формально действуют режимы плавающего обменного курса, введено таргетирование инфляции в той или иной форме, причем важным инструментом в регионе остаются интервенции для поддержания обменного курса (Horton et al., 2016).

**Рисунок 3.2. Сдерживание давления на обменный курс**  
(Индекс, январь 2010 г. = 100)

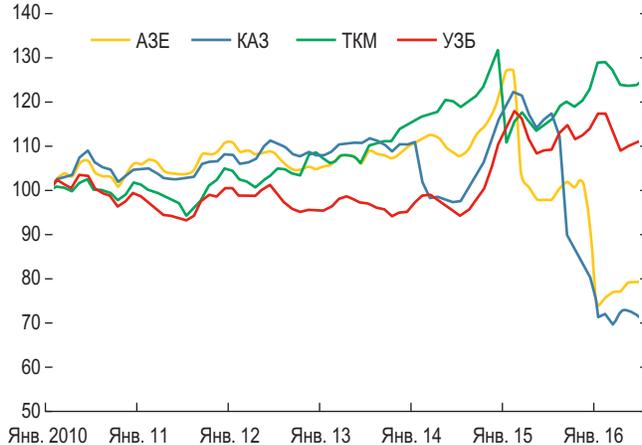
1. Страны — экспортеры нефти  
(Долларов США за единицу национальной валюты)



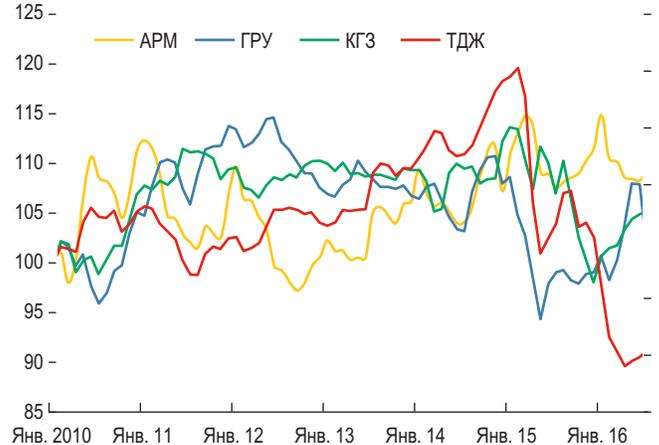
2. Страны — импортеры нефти  
(Долларов США за единицу национальной валюты)



3. Страны — экспортеры нефти  
(Реальный эффективный обменный курс)



4. Страны — импортеры нефти  
(Реальный эффективный обменный курс)



Источники: база данных Системы информационного уведомления МВФ; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

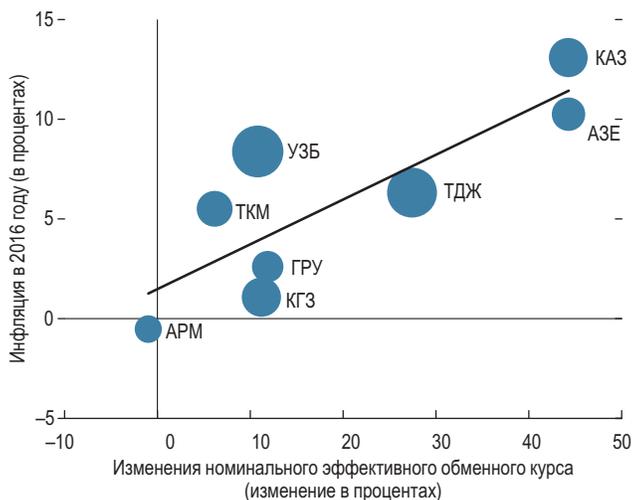
и обеспечения упорядоченного функционирования рынков. Эта деятельность включает руководящие указания по факторам, влияющим на решения в области политики, а также определение условий для интервенций на валютных рынках. Усиленный надзор за финансовым сектором будет способствовать сохранению устойчивости финансовых секторов с высокой степенью долларизации, которые были ослаблены в результате недавнего снижения обменных курсов и замедления экономической активности (вставка 3.1).

## Ослабление инфляционного давления

Ожидается, что инфляция будет постепенно уменьшаться в результате ослабления влияния снижения курсов валют. В странах — экспортерах нефти инфляция в текущем году должна достичь двузначных значений впервые с 2008 года как следствие прошлогоднего значительного снижения курсов валют в Азербайджане и Казахстане (рисунок 3.3). Из-за сокращения масштабов ослабления валют инфляция, вероятно, снизится

**Рисунок 3.3. Рост инфляции в результате снижения курса валюты**

(Изменение в процентах)



Источники: база данных издания «Перспективы развития мировой экономики», база данных Системы информационного уведомления МВФ; расчеты персонала МВФ. Примечание. В сноске 1 приведены эпизоды по конкретным странам. Размер пузыря отражает средний уровень инфляции с 2000 по 2013 год. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

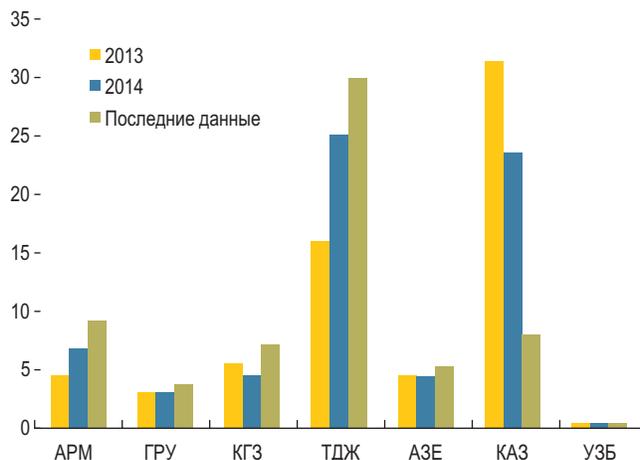
на фоне слабого внутреннего спроса и снижения цен на продукты питания. Тем не менее, в 2017 году будет сохраняться достаточно высокий уровень инфляции — 8,7 процента, что частично отражает высокие инфляционные ожидания вследствие слабых основ денежно-кредитной политики.

В странах — импортерах нефти инфляционное давление, как ожидается, останется на низком уровне. Более твердый курс валют в Армении, Грузии и Кыргызской Республике, вялая экономическая активность и низкие цены на нефть и продукты питания должны привести в текущем году к снижению инфляции до 2,4 процента. По прогнозам, в 2017 году внутренняя экономическая активность начнет восстанавливаться, вследствие чего инфляция вырастет до 4,9 процента.

После ослабления инфляционного давления некоторые центральные банки, например, в Армении, Грузии и Казахстане, начали постепенно отказываться от жесткого курса денежно-кредитной политики и снижать процентные ставки для поддержки процесса восстановления.

**Рисунок 3.4. Доля необслуживаемых кредитов продолжает увеличиваться**

(В процентах от общего объема кредитов)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ. Примечание. Необслуживаемые кредиты (НОК) в Азербайджане включают только просроченные кредиты. Снижение в Казахстане отражает отзыв лицензий у банков, имеющих значительную долю НОК, и изменения в законодательстве, позволяющие банкам передавать НОК внешним структурам специального назначения. Данные по Туркменистану отсутствуют. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

В Азербайджане и Таджикистане, где сохраняется высокое инфляционное давление, проведение жесткой денежно-кредитной политики остается актуальным.

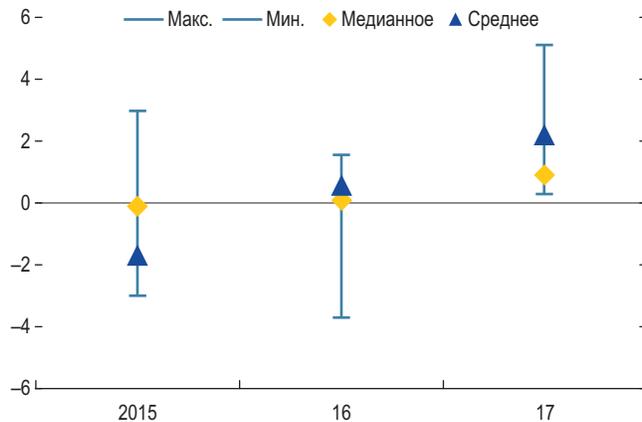
## Финансовая уязвимость продолжает усиливаться

Во всех странах региона продолжается нарастание финансовой уязвимости. Риски банковского сектора возросли в результате снижения курсов валют, тогда как балансы с высоким уровнем долларизации продемонстрировали дальнейшее ослабление (вставка 3.1). Некоторые банки по-прежнему фиксируют убытки и, учитывая риски, связанные с колебанием обменных курсов, сохраняют уязвимость к дальнейшему снижению. Преобладание нехеджированных заемщиков оказывает понижающее давление на качество активов (рисунок 3.4).

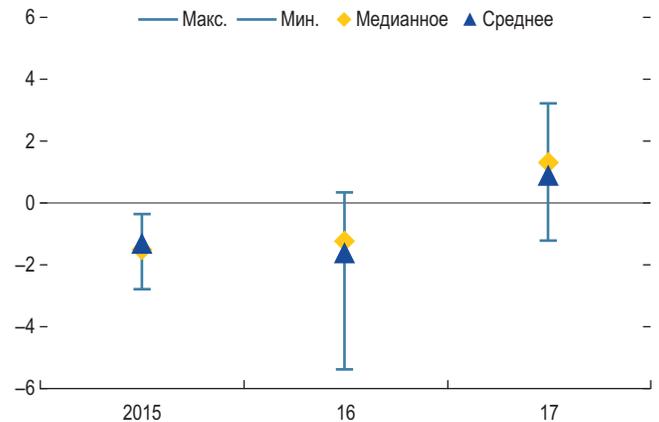
Официальные органы страны принимают меры по сдерживанию рисков для финансовой стабильности и финансового посредничества. Эти

**Рисунок 3.5. Сальдо бюджета**  
(Изменение по сравнению с предыдущим годом)

1. Страны — экспортеры нефти: сальдо бюджета без учета нефти (В процентах ВВП без учета нефти)



2. Страны — импортеры нефти: общее сальдо бюджета (В процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.  
Примечание. Узбекистан исключен из агрегированных данных по странам — экспортерам нефти.

миры включают вливание капитала, реструктуризацию и закрытие проблемных банков; а также пересмотр практики кредитования, процедур оценки качества активов и проведения стресс-тестов. Например, в Азербайджане были отозваны лицензии у восьми банков, набирает обороты процесс реструктуризации банков, проводятся независимые стресс-тесты и оценка качества активов. В Казахстане улучшилась ситуация с ликвидностью, что связано с реализацией ряда мер политики, направленных на увеличение депозитов в национальной валюте. Ожидается, что официальные органы страны пересмотрят основы оценки ликвидности и урегулирования проблем банков. В Кыргызской Республике сдерживается уязвимость в краткосрочной перспективе за счет реализации макропруденциальных мер, предъявления более жестких требований к капиталу, а также планов по переходу к надзору на основе оценки рисков. Реализацию этой важной деятельности необходимо продолжить, наряду с дальнейшим ужесточением надзора за финансовым сектором, в частности в области мониторинга рисков ликвидности. Снижению уязвимости финансового сектора также будет способствовать ужесточение макропруденциальной политики и мер по антикризисному управлению.

## Снижение возможностей дальнейшего смягчения налогово-бюджетной политики

Увеличение государственных расходов наряду с сокращением доходов привело к росту дефицитов бюджета, как в странах-экспортерах, так и в странах — импортерах нефти, в результате чего общее сальдо региона сократилось с 2014 года в среднем примерно на 6,4 процентного пункта ВВП. Тем не менее, согласно прогнозам, в 2017 году ожидается консолидация бюджетных позиций большинства стран (рисунок 3.5).

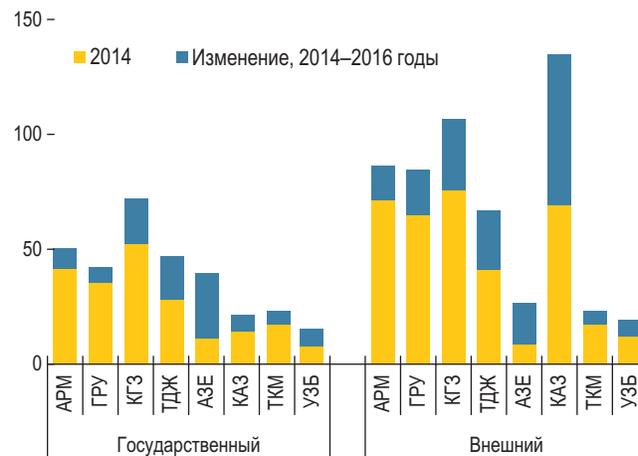
- В странах — экспортерах нефти наблюдаются различия в направленности налогово-бюджетной политики. Среднее значение дефицита бюджета без учета нефти в текущем году, как ожидается, окажется на уровне 19 процентов ВВП без учета нефти, что на 0,4 процентного пункта ниже, чем в 2015 году. При сохранении низких уровней доходов в Казахстане и Туркменистане произошло ужесточение налогово-бюджетной политики, в основном за счет сокращения капитальных расходов без учета нефти примерно на 1,5 процентного пункта

в каждой из стран по сравнению с 2015 годом, с учетом дальнейшего ожидаемого сокращения расходов в 2017 году. По прогнозам, в 2017 году произойдет значительное снижение государственных инвестиций в Азербайджане в результате принятия в текущем году пакета антициклических мер стимулирования, что, скорее всего, коренным образом изменит экспансионистский курс налогово-бюджетной политики, принятой в этом году. Эти действия, наряду с прогнозируемым ростом доходов, связанных с увеличением цен на нефть, как ожидается, приведут в 2017 году к улучшению сальдо бюджета без учета нефти в странах — экспортерах нефти примерно на 2,2 процентного пункта ВВП без учета нефти.

- В странах — импортерах нефти в 2016 году дефицит бюджета, по прогнозам, увеличится до 5,3 процента ВВП по сравнению с 3,6 процента в предыдущем году. Данный факт отражает сокращение доходов, а также увеличение расходов на ее поддержку, в частности в Грузии, Кыргызской Республике и Таджикистане. Рост расходов был вызван увеличением фонда оплаты труда в Кыргызской Республике, а также значительными государственными инвестициями в Кыргызской Республике и в Таджикистане. В результате прогнозируемого в следующем году ускорения восстановления экономики ожидается, что в 2017 году произойдет улучшение бюджетных позиций во всех странах, за исключением Грузии, что приведет к умеренному сокращению дефицита бюджета этой группы стран до 4,4 процента ВВП. Грузии следует выработать дополнительные меры стимулирования для увеличения объема инвестиций и ускорения экономического роста путем замены налога на доходы корпораций налогом на дивиденды, что, как ожидается, приведет к сокращению налоговых поступлений и увеличению дефицита, если не будут приняты компенсирующие меры.

Несмотря на то, что смягчение налогово-бюджетной политики способствовало поддержанию внутреннего спроса в ряде стран, во многих из них сужается возможность выбора политики

**Рисунок 3.6. Стремительный рост долга**  
(В процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.  
Примечание. Суммарная высота двух столбцов отражает прогнозируемые в 2016 году уровни долга. Государственный долг включает внутренний и внешний государственный долг. Внешний долг включает частный и государственный долг, за исключением Азербайджана. Внешний долг Азербайджана включает только государственный внешний долг. Внешний долг Грузии не включает взаимное кредитование предприятий. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

в связи с сокращением бюджетных буферных резервов и быстрым увеличением долга. Начиная с 2014 года страны — экспортеры нефти потратили примерно 20 млрд долларов США из своих сбережений (что эквивалентно почти 6 процентам их ВВП в 2015 году) на финансирование дефицитов бюджета, при этом темп прироста государственного долга во многих странах-экспортерах и импортерах достиг двузначных показателей, хотя и продолжает большей частью находиться на умеренных уровнях (рисунок 3.6, левая панель). В дополнение к увеличивающемуся дефициту снижение курса и падение ВВП в номинальном выражении в странах — экспортерах нефти из-за низких цен на нефть способствовали повышению отношения долга к ВВП. В условиях увеличения государственного долга и стоимости его обслуживания и с учетом значительного объема условных обязательств в Кыргызской Республике и Таджикистане произошло сокращение бюджетного пространства для предоставления каких-либо дальнейших стимулов. В Армении и Грузии государственный долг достиг или превысил 40 процентов ВВП, и, хотя краткосрочные обязательства

не вызывают опасений, слабый прогноз по экономическому росту и повышение затрат на финансирование позволяют предположить, что для этих стран поддержание государственного долга на текущем или более низком уровне может оказаться проблематичным.

Налогово-бюджетная политика должна сочетать поддержку экономической активности в краткосрочной перспективе и обеспечение долгосрочной устойчивости, по мере того как страны приспособляются к длительному снижению цен на нефть и другие биржевые товары, а также к прогнозируемому замедлению экономического роста торговых партнеров. В условиях минимальных за последние 18 лет темпов роста страны — экспортеры нефти, имеющие значительные буферные резервы, должны поддерживать экономическую активность в краткосрочной перспективе при помощи мер смягчения налогово-бюджетной политики, в то же время реализуя планы по укреплению своих бюджетных позиций в среднесрочной перспективе, как только позволят обстоятельства. Такие корректировки необходимы для обеспечения устойчивости бюджета и справедливости по отношению к будущим поколениям, а также для восстановления бюджетных буферных резервов для защиты от будущих шоков (рисунок 3.7). Странам — импортерам нефти в ближайшие годы также необходимо укрепить свои бюджетные позиции в целях обеспечения устойчивости долговой ситуации и создания бюджетного пространства для реализации антициклической политики. Особенно важно увеличить долю доходов без учета нефти таким образом, чтобы не возникло негативных последствий для экономического роста, а также разработать надежные среднесрочные налогово-бюджетные параметры, определяющие темпы бюджетной корректировки. В отношении структуры корректировки страны должны определить приоритетные меры и добиваться сохранения капитальных расходов, направленных на стимулирование роста, и расходов на социальные нужды для поддержки малоимущих и уязвимых слоев населения.

**Рисунок 3.7. Иллюстрация необходимости бюджетной корректировки для стран — экспортеров нефти (В процентах)**



Источник: оценки персонала МВФ.

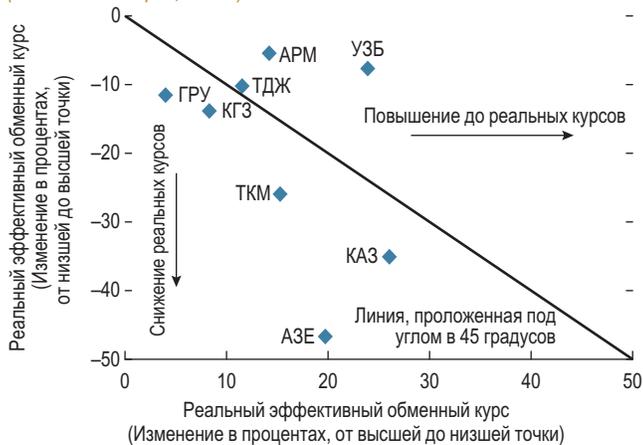
<sup>1</sup>Разрыв между прогнозируемым углеводородным первичным сальдо и желаемым сальдо бюджета, основанном на гипотезе постоянного дохода.

## Экспорт, обеспечивающий сохранение внешних позиций

Прогнозируется, что в 2016 году дефицит счета текущих операций стран КЦА составит 4,1 процента ВВП, увеличившись на 1,1 процентного пункта по сравнению с предыдущим годом. Объемы экспорта, по прогнозам, вырастут в текущем году в большинстве стран (за исключением Казахстана и Узбекистана), вероятно, благодаря повышению конкурентоспособности вследствие снижения обменного курса (нижние панели на рисунке 3.2, рисунок 3.8 и вставка 3.1), а также в результате недавнего роста цен на биржевые товары (рисунок 3.9). Кроме того, этому способствует некоторое усиление внешнего спроса со стороны России (что также способствовало стабилизации денежных переводов) и Китая, где меры по стимулированию экономики обеспечивают рост экономической активности<sup>2</sup>. Совокупный дефицит стран — экспортеров нефти КЦА в текущем году прогнозируется на уровне 3,5 процента ВВП на фоне дефицита на уровне 18,5 процента ВВП в Туркменистане, что перекрывает

<sup>2</sup>В работе Horton et al. (2016) обсуждается, в какой степени корректировка обменного курса помогла скорректировать ранее несбалансированный реальный обменный курс в регионе КЦА.

**Рисунок 3.8. Прежние повышения обменных курсов сходят на нет**  
(Изменение в процентах)

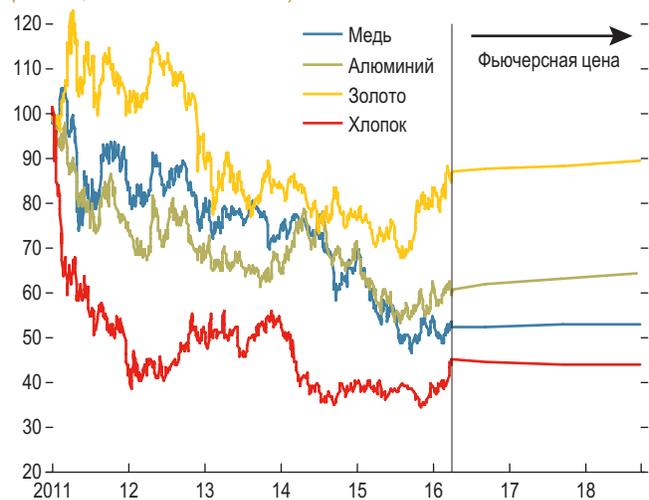


Источники: база данных Системы информационных уведомлений МВФ; расчеты персонала МВФ.  
Примечание. Повышение до шока реальных курсов показано на горизонтальной оси; снижение реальных курсов после шока показано на вертикальной оси, (даты высших и низших точек указаны для конкретных стран). В качестве сокращений используются коды стран, принятые Международной организацией по стандартизации (ИСО).

переход к профициту в Азербайджане и более низкий в сравнении с предыдущим годом дефицит в Казахстане. По прогнозам, дефицит счета текущих операций в странах — импортерах нефти КЦА в 2016 году составит 8,5 процента ВВП, что на 0,6 процентного пункта больше, чем в предыдущем году, в основном из-за динамики показателей в Кыргызской Республике и Грузии. Дефицит в Кыргызской Республике достигнет 15 процентов вследствие реализации крупных инвестиционных проектов, а в Грузии увеличится до 12,1 процента.

Внешний долг продолжает расти в ряде стран (рисунок 3.6, правая панель). Это связано со снижением курсов валют и более активным привлечением заемных средств правительством и нефтяными компаниями в ряде стран — экспортеров нефти. Как ожидается, внешние дисбалансы в регионе постепенно сойдут на нет по мере увеличения объемов экспорта в результате восстановления цен на биржевые товары и улучшения экономической ситуации основных торговых партнеров, в частности России.

**Рисунок 3.9. Последнее повышение цен на основные биржевые товары**  
(Индекс, июнь 2011 года = 100)

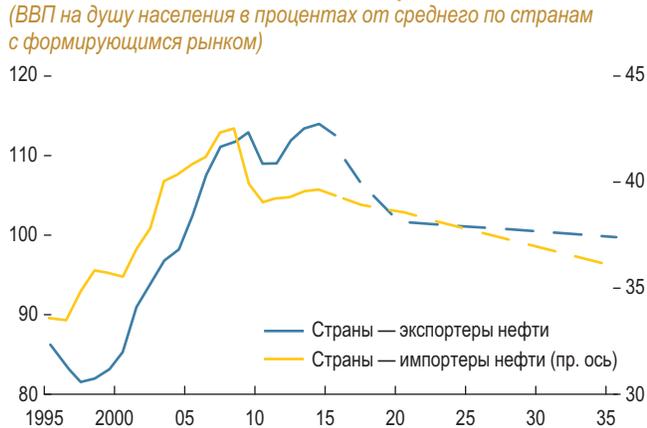


Источник: Haver Analytics; Bloomberg.

## Разнообразие рисков снижения темпов роста

Несмотря на то что смягчение налогово-бюджетной политики и корректировка обменного курса позволили ослабить непосредственное влияние последних шоковых потрясений на экономику стран КЦА, процесс адаптации к долгосрочным составляющим этих шоков еще не завершен — как ожидается, в среднесрочной перспективе цены на нефть и темпы роста экономики в России окажутся намного ниже недавних исторических уровней. Кроме того, усиление факторов уязвимости позволяет предположить, что страны региона теперь в большей степени подвержены влиянию будущих негативных потрясений. В этой ситуации к замедлению темпов восстановления могут привести дальнейшее падение цен на нефть и (или) более медленный чем ожидалось рост в странах, являющихся основными торговыми партнерами: в Китае, России и Европе (например, из-за «брекзита»; вставка 1.3). На фоне более вялой, чем предполагалось, экономической ситуации реализация многолетних планов бюджетной консолидации может оказаться непростой задачей, что, в свою очередь, грозит нарушением устойчивости бюджета и утратой доверия. В отсутствие

**Рисунок 3.10. Существует ли риск падения уровня жизни ниже показателей сопоставимых стран?**  
(ВВП на душу населения в процентах от среднего по странам с формирующимся рынком)



Источник: расчеты персонала МВФ.

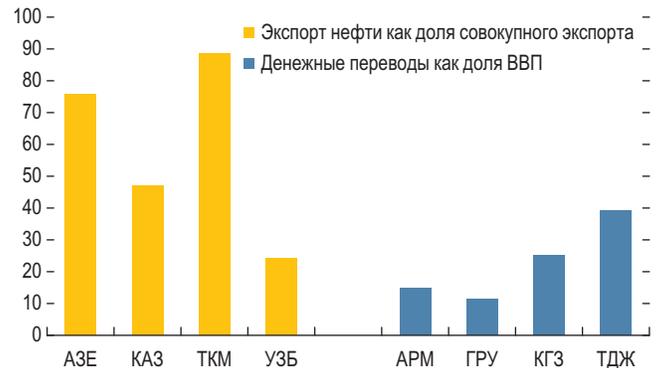
Примечание. Предполагается, что темпы роста ВВП на душу населения в 2022–2035 годах останутся на уровне 2021 года.

дополнительных мер усиление финансовой уязвимости в дальнейшем может привести к замедлению темпов роста кредитования и к ослаблению экономической активности.

## Необходимость структурных преобразований

С момента обретения независимости в странах региона наблюдался активный экономический рост, позволивший ликвидировать разрыв в уровне жизни по сравнению с другими странами с формирующимся рынком (рисунок 3.10). Тем не менее после мирового финансового кризиса 2008–2009 годов темпы роста ВВП на душу населения начали неуклонно замедляться, особенно в странах — импортерах нефти. Замедление темпов роста вызвано, в частности, слабым наращиванием производительности по сравнению со странами с формирующимся рынком и развивающимися странами, а также замедлением темпов роста инвестиций в странах — импортерах нефти (Mitra et al., 2016). Эта тенденция усилилась из-за недавнего падения цен на биржевые товары и сокращения объема денежных переводов. Несмотря на то что в 2018–2021 годах рост ВВП в странах региона по прогнозам составит

**Рисунок 3.11. Высокая зависимость от биржевых товаров и денежных переводов**  
(2015 год, проценты)



Источники: национальные официальные органы, Всемирный банк.

Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

в среднем 4 процента вследствие умеренного увеличения цен на биржевые товары и повышения экономической активности в странах, являющихся основными торговыми партнерами, это лишь примерно половина от среднего значения 8,3 процента в период с 2000 по 2014 год. Слабые среднесрочные перспективы экономического роста, как ожидается, приведут к частичному изменению тенденции повышения уровня жизни по сравнению со странами с формирующимся рынком, наблюдаемой в течение двух последних десятилетий с момента обретения независимости.

Для диверсификации источников экономического роста и наращивания темпов создания рабочих мест необходимы структурные преобразования, направленные на отказ от моделей роста, основанных на экспорте биржевых товаров и поступлении денежных переводов (рисунок 3.11). Многие страны уже объявили о планах по приватизации и диверсификации экономики. Однако для их реализации теперь требуется предпринять решительные действия. По мере улучшения макроэкономической ситуации важно, чтобы неотложность реформ не ослабевала. Большое значение имеют прозрачность процесса приватизации и предоставление всем заинтересованным сторонам информации

о точных сроках и стратегиях ее реализации. Для успешного выполнения планы по диверсификации должны подчиняться законам рынка, сопровождаться структурными реформами в целях дальнейшего улучшения делового климата, совершенствования корпоративного управления и развития конкуренции. Действия должны быть направлены на повышение качества управления, совершенствование подотчетности, финансовых рынков и укрепление прав собственности — тех сфер, в которых многие страны отстают от стран с формирующимся рынком.

Несмотря на повышение среднего уровня жизни в результате экономического роста, наблюдавшегося в течение последних десятилетий, эти улучшения до сих пор ощущаются далеко не всеми, так как около 16 процентов населения региона по-прежнему живет за чертой бедности. При этом в Армении, Кыргызской Республике и в Таджикистане уровень бедности превышает 30 процентов<sup>3</sup>. На данном этапе давление

<sup>3</sup>Расчет основан на данных отчета «Показатели мирового развития» за 2013 год для населения, проживающего за национальной чертой бедности, за исключением Туркменистана и Узбекистана, данные по которым отсутствуют.

на рынке труда продолжает усиливаться из-за возвращения некоторых трудовых мигрантов на родину. Эти проблемы подчеркивают важность не только увеличения темпов экономического роста как такового, но и способов его достижения — таким образом, чтобы рост приводил к повышению уровня жизни всех слоев населения.

Дальнейшие капиталовложения в образование и укрепление мер политики регулирования рынка труда (вставка 2.2), в частности, могут способствовать повышению производительности труда и придать росту более всеобъемлющий характер. Перебалансировка экономики Китая предоставляет уникальную возможность странам региона удовлетворить растущий спрос на потребительские товары в этой стране и использовать некоторые из ее производственных возможностей (глава 4). Ускорение темпов структурных реформ не только поможет странам региона преодолеть существующие макроэкономические проблемы, но также позволит с выгодой использовать эти возможности, раскрыть значительный потенциал региона, стимулировать долгосрочный рост и вывести своих граждан из состояния нищеты.

### Вставка 3.1. Анализ последствий корректировки обменного курса в странах КЦА

Корректировка обменного курса и, в некоторых случаях, повышение его гибкости являлись важной частью ответных мер политики стран Кавказа и Центральной Азии (КЦА) на недавние внешние шоки. В данной вставке в количественной форме представлено влияние изменения обменных курсов на основные переменные экономического и финансового секторов в регионе.

**Инфляция.** По оценкам, воздействие обменного курса на инфляцию по региону составляло 52 и 61 процент по итогам четырех и восьми кварталов соответственно<sup>1</sup>. Это выше среднего уровня в 20–30 процентов в странах Азии и Латинской Америки с формирующимся рынком за период от одного до двух лет, но сопоставимо с уровнем 50 процентов в странах Европы с формирующимся рынком. Между странами КЦА имеются существенные расхождения (рисунок 3.1.1), заключающиеся в том, что воздействие обменного курса на инфляцию в странах — импортерах нефти выше, чем в странах-экспортерах. Это может быть связано со сроками изменений политики, так как страны — экспортеры нефти сохраняли свои режимы курсовой привязки к доллару США на протяжении большей части периода выборки (1997–2015 годы), а также с преобладанием в потребительской корзине товаров с регулируруемыми ценами, особенно в Туркменистане и Узбекистане. Кроме того, имеются данные, свидетельствующие

**Рисунок 3.1.1. Воздействие обменного курса на инфляцию**  
(В процентах)



Источник: оценки персонала МВФ.  
Примечание. Влияние изменения временного шока на 1 процентный пункт на номинальный эффективный обменный курс. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). КЦА = Кавказ и Центральная Азия; ЭН = страны — экспортеры нефти; ИН = страны — импортеры нефти.

об асимметрии, поскольку снижение курса, как правило, оказывает более ощутимое воздействие на инфляцию, чем его повышение (80 процентов по сравнению с 46 процентами).

**Кредиты и депозиты, номинированные в иностранной валюте.** Результаты векторного авторегрессионного анализа показывают, что шоки, вызванные девальвацией/снижением курса, обычно приводят к увеличению несоответствия в структуре валют в банковских системах стран КЦА (рисунок 3.1.2). При увеличении номинального эффективного обменного курса (НЭОК) на 1 процентный пункт объем депозитов в долларах США обычно увеличивается на 0,1 процентного пункта, а кредитов, номинированных в долларах США, — на 0,07 процентного пункта (несколько неожиданный результат, требующий дальнейшего анализа). Армения является страной с самой высокой эластичностью спроса на кредиты, а Казахстан — на депозиты.

**Экспорт без учета нефти.** Снижение реального эффективного обменного курса (РЭОК) связано с увеличением экспорта без учета нефти в регионе КЦА (рисунок 3.1.3). В целом снижение РЭОК на 10 процентов связано с увеличением экспорта без учета нефти на 1,6 процента ВВП. Взаимосвязь между изменением РЭОК и увеличением экспорта без учета нефти в странах — импортерах нефти сильнее, чем в странах-экспортерах. Это связано, в частности, с большей диверсификацией

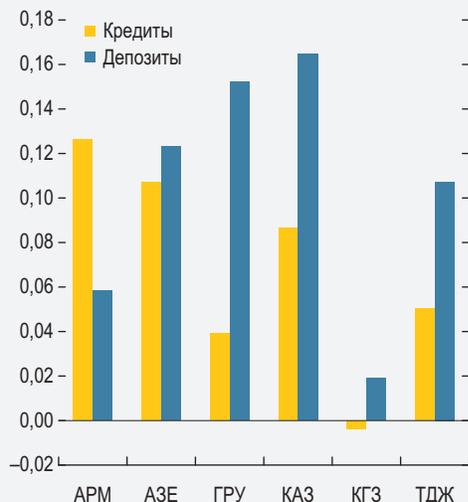
Подготовили Маттео Гиларди, Тарак Джардак, Кейра Примус, Саад Куайум, Хуан Тревиньо и Хун Ян.

<sup>1</sup>Воздействие изменений обменного курса на инфляцию оценивается с использованием метода местных проекций, разработанного Жорда (Jorda, 2005). Метод позволяет оценить в динамике влияние шоков с помощью функций реакции на импульсы, выведенных на основе регрессий обычным методом наименьших квадратов.

**Вставка 3.1 (окончание)**

**Рисунок 3.1.2. Влияние шока снижения обменного курса<sup>1</sup>**

(В процентных пунктах, следующий период)



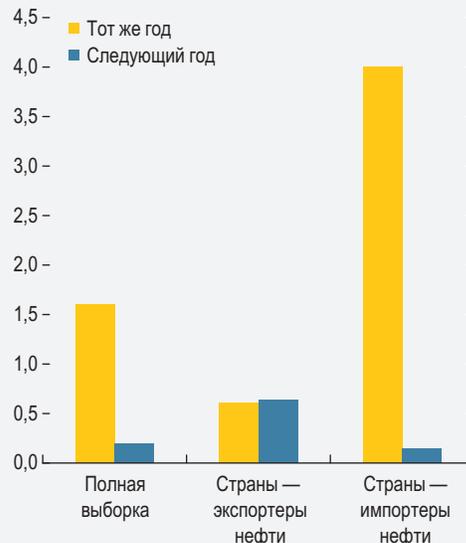
Источник: оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup>Изменение шока на 1 процентный пункт к логарифмической разности номинального эффективного обменного курса.

Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

**Рисунок 3.1.3. Изменение экспорта без учета нефти<sup>1</sup>**

(В процентах ВВП)



Источник: оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup>Влияние снижения реального эффективного обменного курса на 10 процентов.

экспорта, а также с более сильным воздействием обменного курса на внутренние цены для первой группы стран. В странах — импортерах нефти максимальное влияние снижения курса, как представляется, наблюдается в течение первого года, а в странах — экспортерах нефти также отмечается умеренное, но значительное влияние и в течение последующего года.

Анализ показывает, что корректировка обменного курса действительно является важным инструментом, с помощью которого страны региона КЦА могут сократить внешние дисбалансы. Повышенная гибкость обменного курса позволила минимизировать последствия шоков путем корректировки относительных цен и поддержки конкурентоспособности экспорта. Для смягчения негативного влияния корректировки обменного курса на инфляцию при переходе к более гибкому обменному курсу необходимо разработать более прочные основы денежно-кредитной политики. Кроме того, странам следует активизировать действия по укреплению доверия к активам, номинированным в национальной валюте, а также по совершенствованию надзора за финансовым сектором. Проведение структурных реформ может способствовать диверсификации экономики стран КЦА и повышению активности частного сектора, что, в свою очередь, позволит быстрее адаптироваться к изменениям обменного курса.

## Литература

- Jordà, O. 2005. "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections." *American Economic Review* 95(1): 161–82.
- Horton, M., H. Samiei, N. Epstein, and K. Ross. 2016. "Exchange Rate Developments and Policies in the Caucasus and Central Asia." Middle East and Central Asia Department Paper, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Mitra, P., A. Hosny, G. Minasyan, M. Fischer, and G. Abajyan. 2016. "Avoiding the New Mediocre: Raising Long-Term Growth in the Middle East and Central Asia." Middle East and Central Asia Department Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.

## КЦА: Отдельные экономические показатели

	Среднее				Прогнозы	
	2011–12	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Рост реального ВВП</b>	<b>8,7</b>	<b>6,6</b>	<b>5,3</b>	<b>3,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>
<i>(Годовое изменение; в процентах)</i>						
Армения	7,9	3,3	3,6	3,0	3,2	3,4
Азербайджан	11,9	5,8	2,8	1,1	-2,4	1,4
Грузия	6,1	3,4	4,6	2,8	3,4	5,2
Казахстан	8,1	6,0	4,3	1,2	-0,8	0,6
Кыргызская Республика	3,9	10,9	4,0	3,5	2,2	2,3
Таджикистан	7,9	7,4	6,7	6,0	6,0	4,5
Туркменистан	13,6	10,2	10,3	6,5	5,4	5,4
Узбекистан	6,9	8,0	8,1	8,0	6,0	6,0
<b>Инфляция потребительских цен</b>	<b>9,4</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>9,9</b>	<b>8,3</b>
<i>(Средняя за год; в процентах)</i>						
Армения	4,1	5,8	3,0	3,7	-0,5	2,5
Азербайджан	6,7	2,4	1,4	4,0	10,2	8,5
Грузия	6,0	-0,5	3,1	4,0	2,6	3,6
Казахстан	8,7	5,8	6,7	6,5	13,1	9,3
Кыргызская Республика	8,7	6,6	7,5	6,5	1,1	7,4
Таджикистан	14,6	5,0	6,1	5,8	6,3	7,3
Туркменистан	7,1	6,8	6,0	6,4	5,5	5,0
Узбекистан	15,1	11,7	9,1	8,5	8,4	9,6
<b>Общее сальдо бюджета органов гос.упр.</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,0</b>
<i>(В процентах ВВП)</i>						
Армения <sup>1</sup>	-3,3	-1,6	-1,9	-4,8	-4,5	-3,0
Азербайджан <sup>1</sup>	4,7	1,0	3,2	-6,8	-9,9	-3,9
Грузия	-3,3	-2,6	-2,9	-3,8	-4,7	-6,0
Казахстан	2,9	4,7	1,7	-6,9	-5,7	-4,2
Кыргызская Республика	-3,2	-5,1	-2,8	-3,2	-8,8	-5,5
Таджикистан	-2,8	-0,8	0,0	-2,3	-4,0	-2,7
Туркменистан <sup>2</sup>	3,4	1,2	0,8	-0,7	-0,8	-0,4
Узбекистан	3,2	2,9	1,9	0,7	-0,5	-0,3
<b>Сальдо счета внешних текущих операций</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,8</b>
<i>(В процентах ВВП)</i>						
Армения	-9,1	-7,3	-7,6	-2,7	-2,5	-3,0
Азербайджан	8,1	16,4	13,9	-0,4	0,7	3,1
Грузия	-11,4	-5,8	-10,6	-11,7	-12,1	-12,0
Казахстан	-1,0	0,4	2,6	-2,4	-2,2	0,0
Кыргызская Республика	-0,4	-1,1	-17,8	-10,4	-15,0	-14,9
Таджикистан	-3,8	-2,9	-2,8	-6,0	-5,0	-5,0
Туркменистан	3,8	-7,2	-7,5	-10,3	-18,5	-18,0
Узбекистан	4,9	2,9	0,7	0,1	0,1	0,2

Источники: официальные органы стран, оценки и расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup>Центральное правительство.

<sup>2</sup>Органы государственного управления.

## Глава 4. Как перебалансировка экономики Китая повлияет на рынки стран Ближнего Востока и Центральной Азии?

*Снижение цен на биржевые товары, замедление темпов роста мировой экономики и растущее неприятие риска в мировом масштабе — вот те каналы, через которые перебалансировка экономики Китая способна оказать наиболее существенное влияние на рынки стран Ближнего Востока, Северной Африки, Афганистана и Пакистана (БВСАП), а также стран Кавказа и Центральной Азии (КЦА), особенно если она приводит к резкому снижению экономических показателей. В целом на фоне ограниченных объемов двусторонней торговли и слабых финансовых связей с Китаем велика вероятность того, что последствия для стран БВСАП и КЦА будут незначительными — от 0,01 до 0,1 процента на каждый процентный пункт замедления темпов роста китайской экономики. В рамках регионов основной удар придется на экспортеров биржевых товаров. Говоря о положительной стороне, следует отметить, что инвестиции в китайский проект «Один пояс, один путь», главным образом в его инфраструктуру, могут способствовать повышению темпов экономического роста в странах КЦА и в Пакистане, даже если объем инвестиций не достигнет первоначально запланированного уровня. Помимо этого, перебалансировка китайской экономики дает странам региона возможность нарастить экспорт потребительской направленности, такой как туризм, сельскохозяйственная продукция и одежда, создавая при этом рабочие места. Однако, чтобы воспользоваться этими преимуществами, странам региона необходимо ускорить темпы проведения структурных реформ, с тем чтобы улучшить деловой климат и стимулировать рост производительности и конкурентоспособности.*

### Глобальные вторичные эффекты перебалансировки экономики Китая

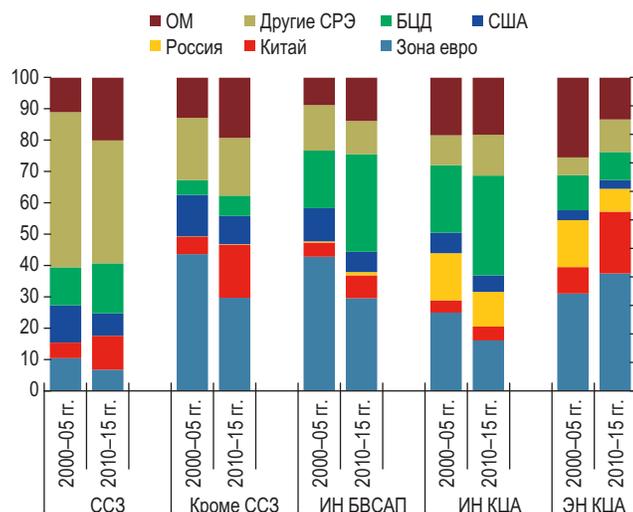
В настоящее время в китайской экономике происходят существенные структурные преобразования. Страна находится в процессе перехода

к модели, в которой возрастающая роль в обеспечении экономического роста отводится уже не государственным инвестициям и экспорту, а потреблению и сфере услуг (такой процесс обозначается термином «перебалансировка»). В долгосрочной перспективе перебалансировка должна благотворно сказаться на мировой экономике, поскольку сопряжена с уменьшением риска обвала несбалансированных инвестиций и резкого снижения экономических показателей в Китае. В краткосрочной же перспективе переход (который наметился уже в 2012 году) обуславливает постепенное снижение темпов экономического роста до более устойчивого уровня. Поскольку китайская экономика является второй по величине в мире (с учетом рыночных обменных курсов), можно ожидать, что замедление ее экономического роста повлечет за собой снижение темпов роста мировой экономики в целом (IMF 2016).

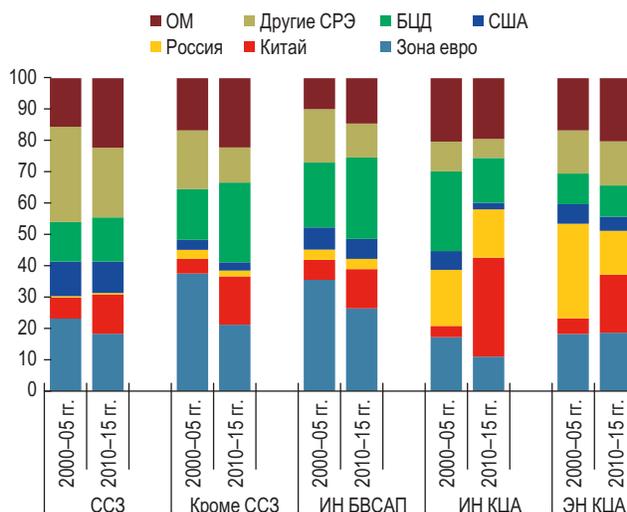
Учитывая размеры Китая, высокую норму инвестирования и высокое содержание импорта в инвестициях и экспорте, снижение экономической активности в Китае с большой вероятностью окажет влияние на остальные страны мира через торговые связи, цены на биржевые товары и уровень доверия. Укрепление финансовых связей с другими странами, особенно в свете ведущейся интернационализации китайского юаня и постепенной либерализации счета операций с капиталом, также может сказаться на обменных курсах и усугубить нестабильность международного финансового рынка, как уже произошло в 2015 году, когда опасения, связанные с перспективами развития экономики Китая, спровоцировали значительные рыночные колебания. Смещение акцента с инвестирования в рамках перебалансировки китайской экономики также способствует снижению спроса на многие биржевые товары, в особенности на металлы, по которым на долю Китая приходится порядка 40 процентов совокупного мирового спроса, а также и цен на них, которые уже

Подготовили Алексей Киреев, Прита Митра (ведущий автор), Ноур Таук и Хун Ян при участии Риту Басу, Эдди Джемайела, Кейко Хонжо и Джоны Розенталя.

**Рисунок 4.1. Доля экспорта с разбивкой по направлениям**  
(Среднее за период в процентах)



**Рисунок 4.2. Доля импорта с разбивкой по направлениям**  
(Среднее за период в процентах)



Источники: база данных «Географическая структура торговли»; расчеты персонала МВФ.

Примечание. СРЭ = страны с развитой экономикой; КЦА = Кавказ и Центральная Азия; ССЗ = Совет по сотрудничеству стран Персидского залива; БВСАП = Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; ЭН = страны — экспортеры нефти; ИН = страны — импортеры нефти; ОМ = остальной мир.

Источники: база данных «Географическая структура торговли»; расчеты персонала МВФ.

Примечание. СРЭ = страны с развитой экономикой; КЦА = Кавказ и Центральная Азия; ССЗ = Совет по сотрудничеству стран Персидского залива; БВСАП = Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; ЭН = страны — экспортеры нефти; ИН = страны — импортеры нефти; ОМ = остальной мир.

упали на 60 процентов с 2011 года («Перспективы развития региональной экономики. Азиатско-Тихоокеанский регион», апрель 2016 года).

Глобальное макроэкономическое моделирование позволяет предположить, что снижение темпов роста объема производства в Китае на 1 процентный пункт (обусловленное динамикой инвестиций) спровоцирует замедление темпов экономического роста в странах Группы 20-ти на  $\frac{1}{4}$  процентного пункта («Перспективы развития мировой экономики», апрель 2016 года). Последствия перебалансировки китайской экономики для других стран зависят от степени и характера их двусторонних связей как с Китаем, так и с теми странами, которые тесно сотрудничают с Китаем на двусторонней основе (ПРРЭ ДАТ, апрель 2016 года). Сильнее всего пострадают страны, экспортирующие в Китай товары инвестиционного назначения, например, страны Юго-Восточной Азии: снижение темпов китайского экономического роста на 1 процентный пункт повлечет за собой замедление экономического роста в таких странах на 0,15–0,30 процентного пункта (Duval et al., 2014; Cashin, Mohaddes, and

Raissi, 2016). Финансовые вторичные эффекты, особенно для фондовых и валютных рынков, вероятно, станут более ощутимыми в странах, налаживших с Китаем устойчивые торговые связи, таких как Корея, Сингапур и Тайвань (провинция Китая), и стран, реагирующих на изменения степени неприятия риска в мировом масштабе (ПРРЭ ДАТ, апрель 2016 года). Замедление торгового оборота и снижение финансовых поступлений повлечет за собой сокращение инвестиций и потребления, что отрицательно скажется на перспективах мирового экономического роста как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Уменьшение поступлений усилит давление на обменный курс, однако последствия будут частично нейтрализованы за счет сокращения импорта.

## Умеренные связи между странами БВСАП и КЦА и Китаем

Несмотря на значительное расширение связей между странами БВСАП и КЦА и Китаем, главным образом торговых, они по-прежнему

остаются умеренными (рисунки 4.1 и 4.2). Наиболее тесные торговые связи сформированы с Европой и Россией, а также внутри регионов<sup>1</sup>. Тем не менее, с 2000 года растет значимость Китая как экспортного направления: экспортные поставки в Китай из стран — экспортеров нефти из регионов БВСАП и КЦА увеличились в десять раз (до 100 млрд долларов США и 15 млрд долларов США соответственно в 2015 году), из остальных стран региона — практически в четыре раза (6 млрд долларов США для стран — импортеров нефти из БВСАП и 400 млн долларов США для стран — импортеров нефти из региона КЦА). Аналогичные тенденции прослеживаются в отношении импорта. В начале 2000-х годов импортные поставки в регион из Китая практически отсутствовали. В последующие 15 лет темпы роста импорта стремительно увеличивались, в результате чего импорт возрос почти в 10 раз; исключение составляют лишь страны — импортеры нефти из региона БВСАП, импорт которых повысился примерно на половину указанной величины.

Страны этих регионов экспортируют в Китай различные товары, от полезных ископаемых до компонентов электронных изделий; при этом основная часть экспорта приходится на биржевые товары. Страны — экспортеры нефти из регионов БВСАП и КЦА поставляют в Китай углеводороды (рисунок 4.3), и на сегодняшний день Китай является одним из пяти ведущих экспортных направлений для КЦА. Китай является крупным экспортным рынком железной руды из Мавритании (на его долю приходится более 40 процентов совокупного объема экспорта) и Таджикистана (примерно 10 процентов совокупного объема экспорта), а также меди из Армении (около 5 процентов совокупного объема экспорта). Оставшаяся часть экспорта регионов в Китай представлена, главным образом, потребительскими товарами (или сырьем для их производства, что составляет менее 10 процентов совокупного объема экспорта), включая хлопок из Пакистана и компоненты для электронных изделий из Марокко.

<sup>1</sup>Транзитная торговля между странами БВСАП и КЦА может являться причиной занижения доли экспорта в другие страны на рисунке 4.1.

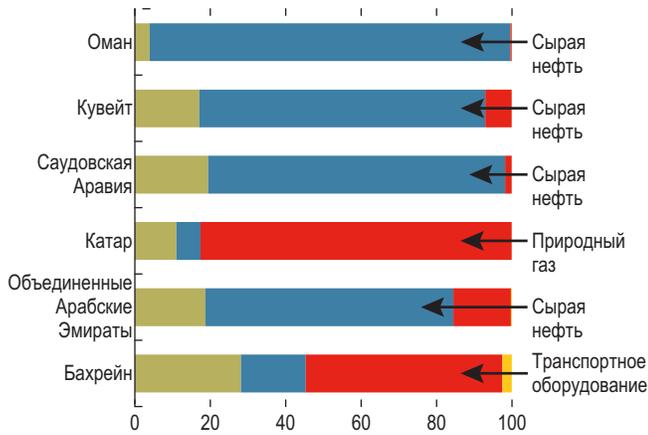
Число туристов из Китая в регионе растет, однако по-прежнему существенно ниже 5 процентов от их общего числа.

Импорт товаров из Китая обусловил существенный торговый дефицит с Китаем. Импорт, представленный главным образом текстильными изделиями, электроникой и продукцией машиностроения (рисунок 4.4), продолжает увеличиваться опережающими темпами по сравнению с экспортом, несмотря на различные экономические шоки, которые пришлось испытать региону в последнее время. Как следствие, указанная динамика способствовала росту торгового дефицита с Китаем у стран — импортеров нефти из региона БВСАП и сохранению неизменно высокого уровня дефицита у стран — экспортеров нефти из КЦА, а также снижению профицита у стран — экспортеров нефти из региона БВСАП (при снижении доходов от экспорта нефти) и стран — импортеров нефти из региона КЦА (на фоне снижения доходов от экспорта металлов).

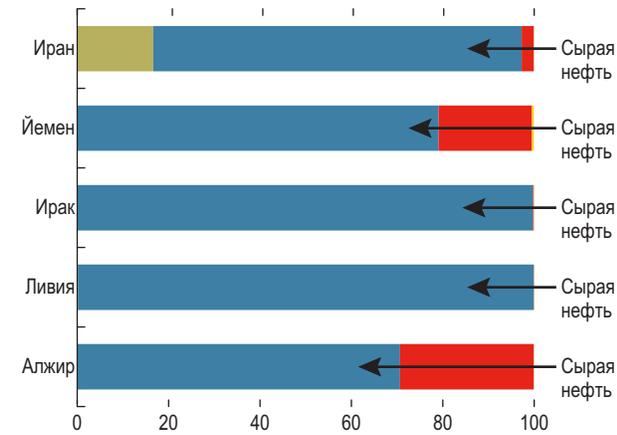
Между странами КЦА, Пакистаном и Китаем существуют значительные финансовые связи, которые укрепляются за счет проекта «Один пояс, один путь». Объем официального кредитования Китаем стран региона КЦА возрос с 300 млн долларов США (0,1 процента ВВП) в 2007 году до 4,4 млрд долларов США (1 процент ВВП) в 2014 году. Ожидается, что в течение следующих пяти лет Китай инвестирует еще 35 млрд долларов США нарастающим итогом (2 процента ВВП) в страны КЦА, главным образом в инфраструктуру и горнодобывающую промышленность, в рамках проекта «Один пояс, один путь» (вставка 4.1). В рамках данной инициативы Китай также инвестирует 28 млрд долларов США (2 процента ВВП) в Пакистан (главным образом, в энергетику и инфраструктуру) в указанный период и еще 16,5 млрд долларов США в долгосрочной перспективе. В остальных странах БВСАП на долю Китая приходится менее 5 процентов от совокупных прямых иностранных инвестиций, которые направляются главным образом в энергетику и транспортную инфраструктуру. В Египте объем прямых инвестиций из Китая возрастет, если будет принято решение о финансировании

**Рисунок 4.3. Экспорт в Китай**  
(В процентах от совокупного экспорта в Китай)

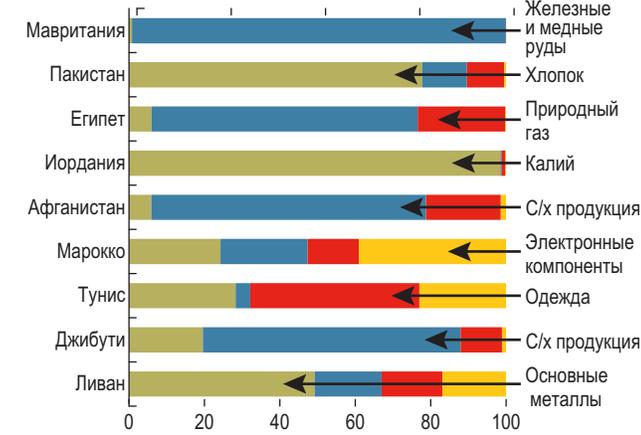
**1. ССЗ, среднее за 2012–2014 годы**



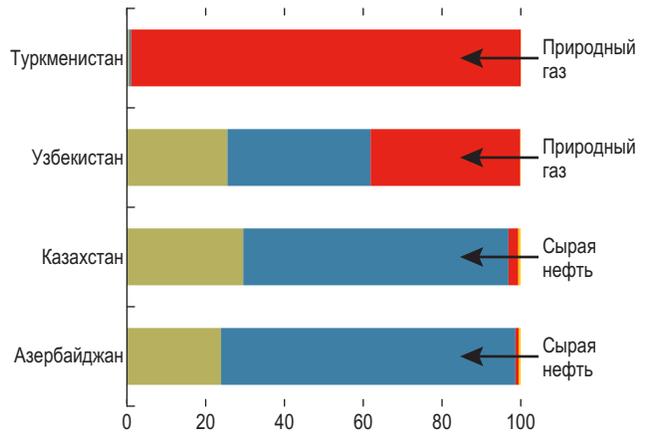
**2. Страны, кроме ССЗ, среднее за 2012–2014 годы**



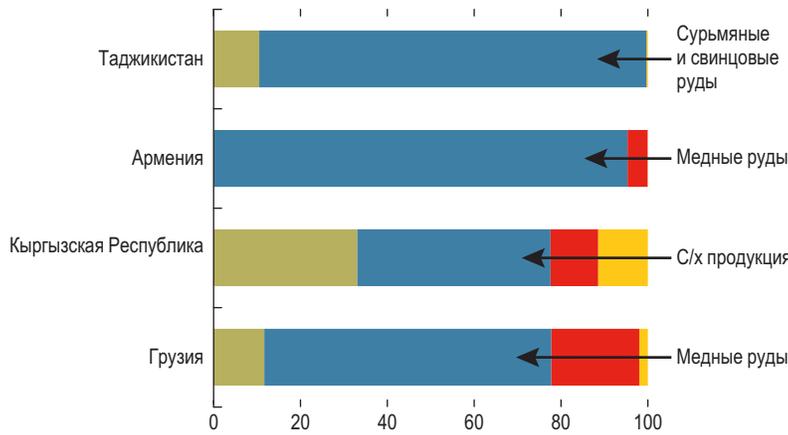
**3. ИН БВСАП, среднее за 2012–2014 годы**



**4. ЭН КЦА, среднее за 2012–2014 годы**



**5. ИН КЦА, среднее за 2012–2014 годы**



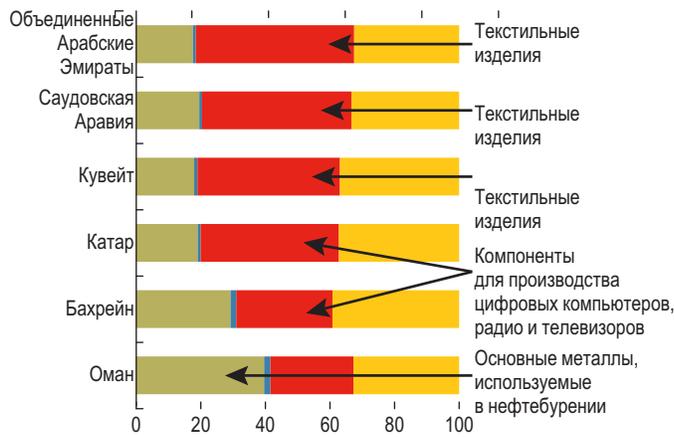
■ Сырье    ■ Инвестиционные товары (включая потребительские товары длительного пользования)    ■ Готовые к потреблению товары    ■ Промежуточные товары

Источники: база данных по международной торговле ВАСИ Центра перспективных исследований и международной информации; расчеты персонала МВФ.  
Примечание. Классификация основана на Стадии переработки ООН, в соответствии с которой природный газ относится к готовым к потреблению товарам, несмотря на то что он также может использоваться в качестве промежуточного товара. КЦА = Кавказ и Центральная Азия; ССЗ = Совет по сотрудничеству стран Персидского залива; БВСАП = Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; ЭН = страны — экспортеры нефти; ИН = страны — импортеры нефти.

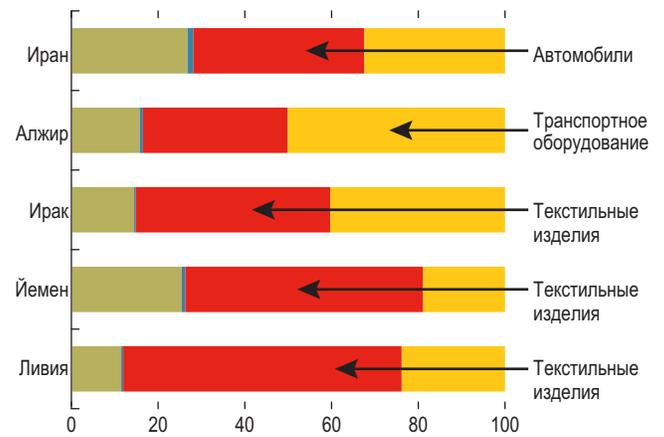
**Рисунок 4.4. Импорт из Китая**

(В процентах от совокупного импорта из Китая)

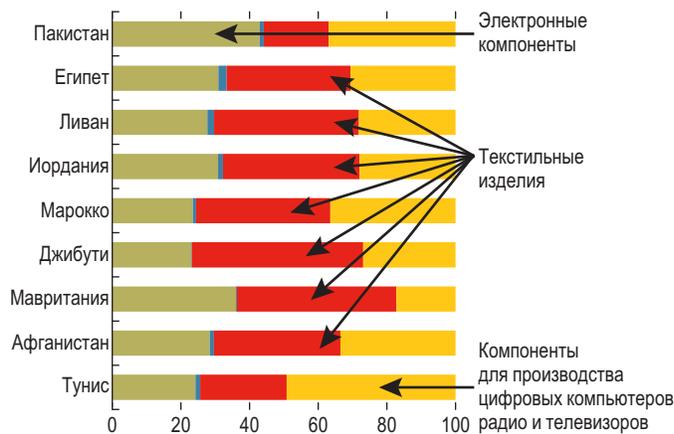
**1. ССЗ, среднее за 2012–2014 годы**



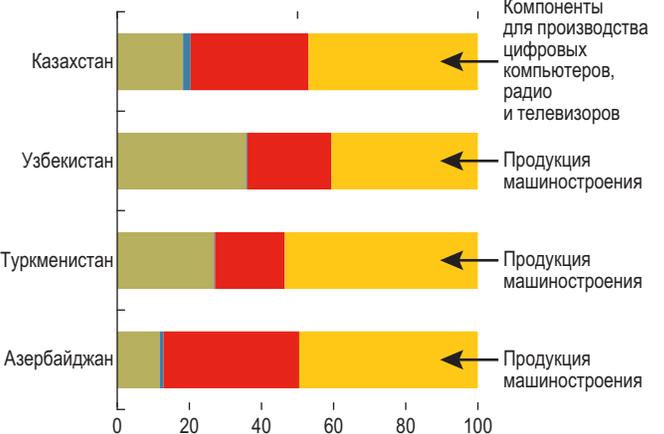
**2. Страны, кроме ССЗ, среднее за 2012–2014 годы**



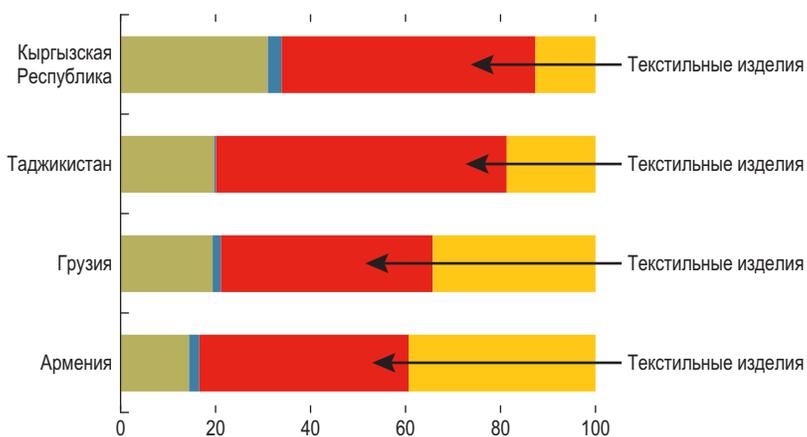
**3. ИН БВСАП, среднее за 2012–2014 годы**



**4. ЭН КЦА, среднее за 2012–2014 годы**



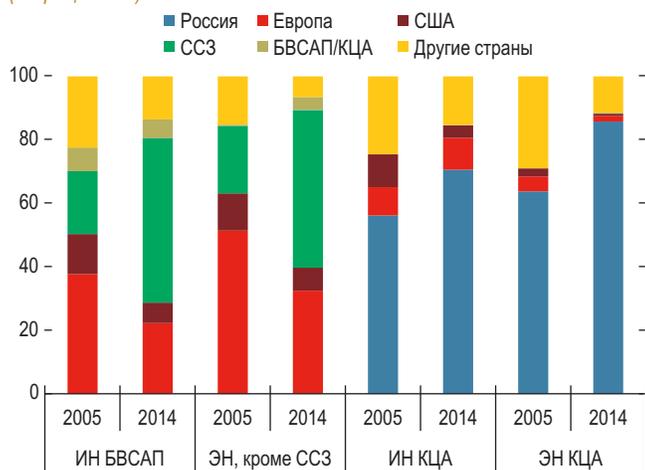
**5. ИН КЦА, среднее за 2012–2014 годы**



■ Сырье ■ Инвестиционные товары (включая потребительские товары длительного пользования) ■ Готовые к потреблению товары ■ Промежуточные товары

Источники: база данных по международной торговле ВАСИ Центра перспективных исследований и международной информации; расчеты персонала МВФ. Примечание. КЦА = Кавказ и Центральная Азия; ССЗ = Совет по сотрудничеству стран Персидского залива; БВСАП = Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; ЭН = страны — экспортеры нефти; ИН = страны — импортеры нефти.

**Рисунок 4.5. Динамика поступления денежных переводов с разбивкой по регионам в 2014 году по сравнению с 2005 годом (В процентах)**



Источники: Всемирный банк; расчеты персонала МВФ.  
Примечание. КЦА = Кавказ и Центральная Азия; ССЗ = Совет по сотрудничеству стран Персидского залива; БВСАП = Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; ЭН = страны — экспортеры нефти; ИН = страны — импортеры нефти.

проектов в энергетике на общую сумму 15 млрд долларов США (что составит 0,9 процента ВВП в следующие пять лет). В остальном финансовые связи между Китаем и регионом БВСАП остаются ограниченными. Источником прямых иностранных инвестиций, банковских потоков, денежных переводов и портфельных инвестиций являются главным образом страны Европы и Совета по сотрудничеству стран Персидского залива (рисунок 4.5).

## Каково значение экономической трансформации в Китае для регионов БВСАП и КЦА?

Говоря о положительных моментах, можно отметить, что рост потребления в Китае способен повлечь за собой увеличение импорта потребительских товаров в страну. Кроме того, в рамках процесса перебалансировки Китай наращивает экспорт товаров с более высокой добавленной стоимостью, отказываясь при этом от экспорта продукции отдельных отраслей. Это создает возможности для входа развивающихся стран в эти отрасли, с тем чтобы, с одной стороны,

удовлетворять растущий спрос на потребительские товары в Китае, а с другой стороны — заместить китайский экспорт в остальные страны (ПРРЭ ДАТ, апрель 2016 года)<sup>2</sup>.

Последствия перебалансировки китайской экономики могут быть весьма ощутимыми для стран — экспортеров нефти регионов БВСАП и КЦА вследствие сокращения экспорта нефти. До настоящего времени в Китае отмечалось незначительное снижение спроса на нефть, но в дальнейшем по мере роста потребления ожидается его увеличение. При этом, однако, падение спроса на импорт в Китае и его негативные последствия для мирового экономического роста уже сказались и на мировом спросе на нефть, обусловив примерно на треть падение цен, которое наблюдалось в последние два года (ПРРЭ ДАТ, апрель 2016 года). Снижение цены на фоне сокращающегося спроса на нефть со стороны основных торговых партнеров стран — экспортеров нефти БВСАП и КЦА уменьшает доходы от экспорта этих стран и замедляет их экономический рост.

Вторичные эффекты перебалансировки экономики Китая для регионов БВСАП и КЦА оцениваются с применением модели глобальной векторной авторегрессии. Модель позволяет проанализировать взаимосвязи в мировой экономике с использованием длинных временных рядов по более чем 30 странам с учетом торговых и финансовых связей<sup>3</sup>. По результатам расчетов, снижение темпов экономического роста в Китае на 1 процентный пункт повлечет за собой в краткосрочной перспективе замедление темпов роста в странах ССЗ на 0,1 процентного пункта (рисунок 4.6), и примерно половина воздействия придется на регион, который, согласно ожиданиям, пострадает сильнее всего, то есть на Юго-Восточную Азию, причем основным проводником воздействия станет снижение мирового спроса и цен на нефть. Последствия

<sup>2</sup>Переход Китая к производству товаров с более высокой добавленной стоимостью обострил конкуренцию для ряда стран с развитой экономикой (таких как Германия, Корея, США и Япония).

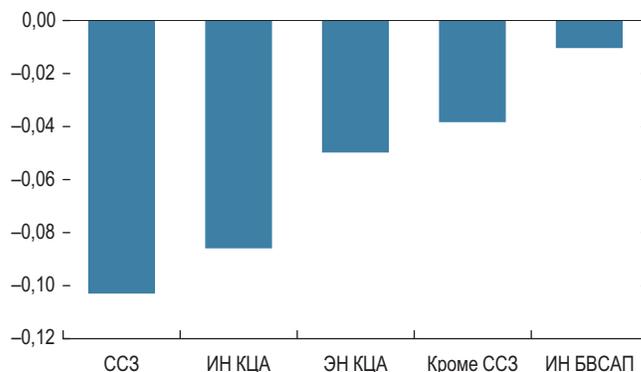
<sup>3</sup>Для упрощения перебалансировка экономики Китая в модели учтена как отрицательный шок роста в Китае.

для стран — экспортеров нефти, не входящих в состав ССЗ, будут более умеренными, поскольку введение санкций в отношении Ирана уже снизило эластичность их совокупного экспорта к колебанию цен на нефть. (В результате недавнего снятия санкций степень воздействия может возрасти.) Предполагается, что последствия для стран — экспортеров нефти из региона КЦА будут менее существенными, поскольку такие страны экспортируют значительные объемы природного газа в Китай напрямую, а мы исходим из допущения о том, что спрос на газ в Китае останется сравнительно стабильным (рисунок 4.7 иллюстрирует обширные прямые торговые связи стран — экспортеров нефти из КЦА с Китаем).

Велика вероятность того, что под ударом также окажутся прочие страны — экспортеры биржевых товаров в регионах БВСАП и КЦА. На мировом уровне на долю Китая приходится порядка 40 процентов последнего падения цен на металлы. В 2015 году отмечалось сокращение темпов роста экономики Мавритании на треть по сравнению с предшествующим годом, главным образом за счет уменьшения экспорта железной руды в Китай на 180 млн долларов США. Аналогичным образом, экспорт меди из Армении за последний год сократился на 16 млн долларов США. Дальнейшее падение цен на металлы может стать причиной закрытия ряда добывающих предприятий региона.

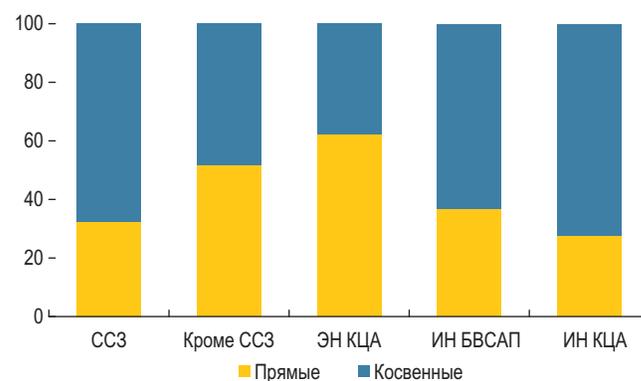
Чувствительность стран — импортеров нефти регионов БВСАП и КЦА к экономической ситуации в Китае является следствием их устойчивых связей с торговыми партнерами Китая: Европой, ССЗ и Россией. Снижение спроса на импорт в Китае замедляет рост экономики его торговых партнеров. Падение цен на нефть частично смягчает удар за счет более благоприятных условий торговли, роста располагаемых доходов и снижения стоимости сырья для таких стран (и Европы). Данный эффект является преобладающим для стран — импортеров нефти региона БВСАП (как прямо, так и косвенно, за счет смягчения последствий перебалансировки китайской экономики для Европы), и замедление темпов

**Рисунок 4.6. Влияние на экономический рост в краткосрочной перспективе замедления экономического роста в Китае на 1 процентный пункт (Процентные пункты)**



Источник: оценки персонала МВФ на основе модели глобальной векторной авторегрессии.  
Примечание. КЦА = Кавказ и Центральная Азия; ССЗ = Совет по сотрудничеству стран Персидского залива; БВСАП = Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; ЭН = страны — экспортеры нефти; ИН = страны — импортеры нефти.

**Рисунок 4.7. Прямые и косвенные вторичные эффекты замедления экономического роста в Китае (В процентах)**

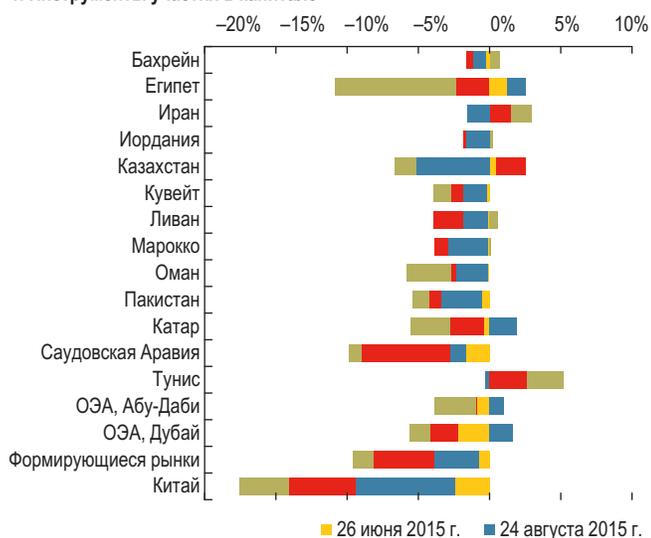


Источники: Kireyev and Leonidov (2015); оценки персонала МВФ.  
Примечание. КЦА = Кавказ и Центральная Азия; ССЗ = Совет по сотрудничеству стран Персидского залива; БВСАП = Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; ЭН = страны — экспортеры нефти; ИН = страны — импортеры нефти.

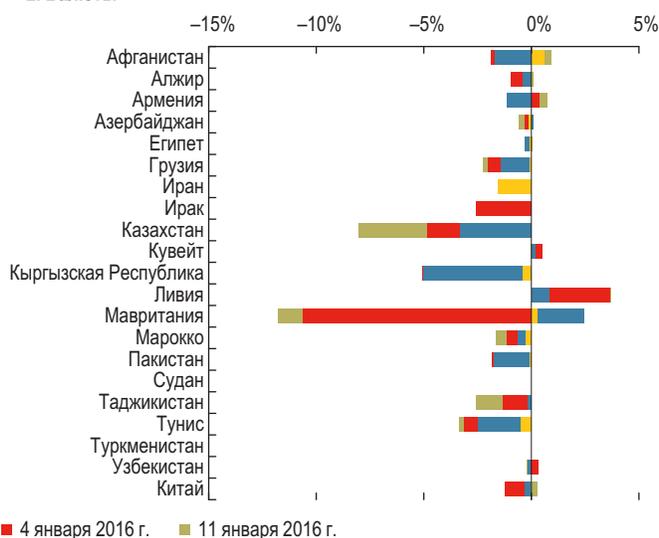
экономического роста в Китае на 1 процентный пункт практически не влияет на их экономический рост в краткосрочной перспективе (рисунок 4.6). В странах — импортерах нефти региона КЦА, напротив, влияние преобразований в экономике Китая почти также велико, как и в ССЗ, что отражает вторичные эффекты замедления темпов экономического роста в России в результате

**Рисунок 4.8. Реакция финансовых рынков на резкое падение котировок китайских акций**  
(Процентное изменение в течение трех дней после события)

**1. Инструменты участия в капитале**



**2. Валюты**



Источники: Bloomberg L.P.; расчеты персонала МВФ.

Примечание. КЦА = Кавказ и Центральная Азия; БВСАП = Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан. Сокращенные названия стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

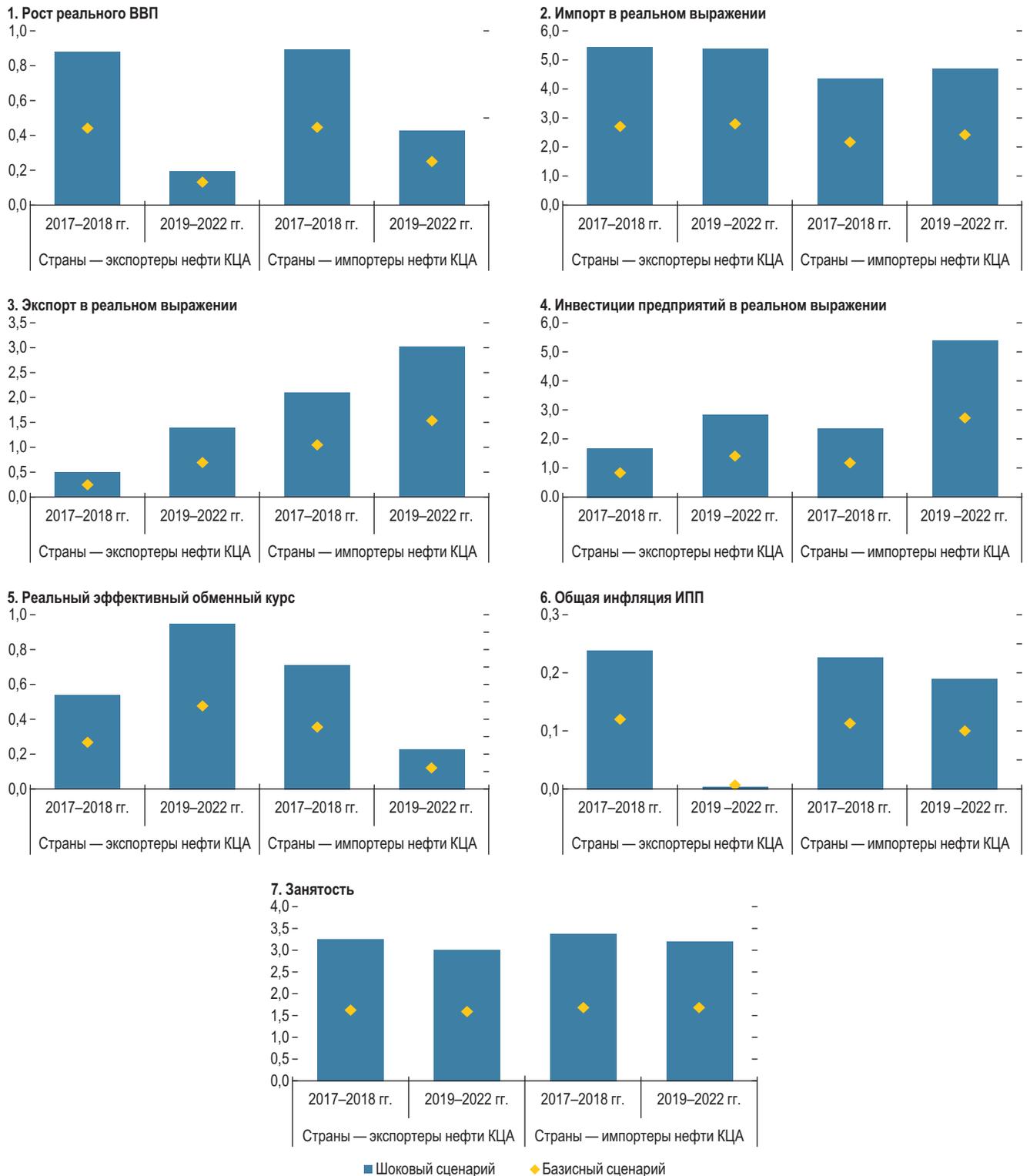
перебалансировки китайской экономики, включая сокращение денежных переводов и прямые иностранные инвестиции.

Помимо вторичных эффектов через цены на биржевые товары и внешнюю торговлю, страны регионов БВСАП и КЦА чувствительны к повышению степени неприятия риска в мировом масштабе, о чем свидетельствует реакция финансовых рынков в ходе недавних случаев отказа от риска, связанных с Китаем. Необходимо, однако, отметить, что последствия для финансовых рынков региона являются краткосрочными и менее выраженными, чем в других регионах с более высокой степенью интеграции в мировые финансовые рынки (рисунок 4.8).

В будущем страны КЦА могут извлечь наибольшую выгоду от инвестиций в китайский проект «Один пояс, один путь». По данным официальных органов стран, участвующих в проекте, он способен увеличивать инвестиции КЦА (главным образом в инфраструктуру) почти на 2 процента ВВП ежегодно на протяжении следующих пяти лет. Исходя из этих допущений,

имитационные расчеты с использованием глобальной динамической стохастической модели общего равновесия (несмотря на значительную неопределенность подобных оценок) позволяют предположить, что ожидаемое ускорение темпов роста производительности подтолкнет рост экспорта и занятости (без учета увеличения импорта инвестиционных товаров, услуг и трудовых ресурсов), при этом годовые темпы экономического роста в краткосрочной перспективе повысятся на 1½ процентного пункта, а в долгосрочной перспективе — на 0,3 процентного пункта (рисунок 4.9). Однако первоначально рост инвестиционного спроса будет стимулировать повышение ценового давления (что, возможно, негативно скажется на конкурентоспособности) и импорта, размывая тем самым некоторые преимущества для экономического роста. Сокращение инвестиций в проект «Один пояс, один путь» на половину ослабит чистое положительное воздействие на экономический рост, экспорт и занятость вдвое в краткосрочной перспективе и на треть в долгосрочной перспективе (шоковый сценарий, рисунок 4.9).

**Рисунок 4.9. Расчетное воздействие проекта «Один пояс, один путь» на основе модели**  
(Процентные пункты)



Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Оценки основаны на симуляциях, выполненных с использованием динамической стохастической модели общего равновесия.

## Меры политики, призванные содействовать странам БВСАП и КЦА в преодолении последствий перебалансировки экономики Китая

Каким образом регионы могут снизить неблагоприятные экономические вторичные эффекты перебалансировки в Китае? Если есть возможность выбора политики и (или) буферные резервы, для сглаживания процесса адаптации к шокам, связанным с экономическим ростом и ценами на биржевые товары, которые могут сопровождать экономические преобразования в Китае, целесообразно использовать меры налогового-бюджетной политики. При наличии жестких финансовых ограничений рост эффективности государственных расходов и сбора доходов может способствовать формированию накоплений, направляемых на расходы, которые стимулируют экономический рост, поддержку спроса в краткосрочной перспективе и увеличение потенциальных темпов экономического роста. Адаптации к шокам в ряде случаев также способствует более гибкий обменный курс. Если неприятие риска в мировом масштабе начнет негативно сказываться на финансовых системах рассматриваемых регионов, допустимо прибегнуть к пруденциальным мерам политики, обеспечивающим финансовую стабильность за счет повышения ликвидности и снижения рисков для качества активов.

Если в странах БВСАП и КЦА будут реализованы надлежащие меры поддержки, перебалансировка китайской экономики может открыть для них возможности по расширению экспорта и созданию рабочих мест. Велика вероятность того, что переориентация экономики Китая на потребление и сферу услуг будет стимулировать спрос страны на услуги туризма и потребительские товары, а также на услуги, связанные с проектом «Один пояс, один путь».

- Данный процесс дает региону (и, в особенности, странам — импортерам биржевых товаров) возможность расширить свой экспорт в Китай, даже несмотря на конкуренцию

со стороны Юго-Восточной Азии, поскольку экспорт небиржевых товаров из стран БВСАП и КЦА в Китай уже представлен потребительскими товарами или сырьем для их производства (включая, в частности, сельскохозяйственную продукцию, хлопок и одежду). Несмотря на то что в настоящее время нет оснований говорить о существенном влиянии перебалансировки экономики Китая на рост экспорта потребительских товаров, структурные реформы, нацеленные на увеличение производительности и конкурентоспособности отраслей, ориентированных на потребление, могут способствовать постепенному наращиванию регионами их доли на китайском рынке. В ряде случаев росту конкурентоспособности также способствует более гибкий обменный курс. Помимо усиления экономической диверсификации странам — экспортерам биржевых товаров региона, экспортирующим напрямую в Китай, целесообразно обратиться к поиску новых рынков экспорта.

- Еще одна потенциальная область роста — туризм. Казахстан, Марокко и Тунис уже начинают работать с китайскими туристами, расширяя маркетинговую деятельность и повышая транспортную доступность. Их примеру могут последовать и другие страны.
- По мере переориентации Китая на экспорт товаров с более высокой добавленной стоимостью страны регионов БВСАП и КЦА могут направить усилия на занятие освободившихся ниш. Успех будет зависеть не только от улучшения делового климата, но и от повышения эффективности рынка труда и развития кадрового потенциала в регионе.
- Рост транзита через коридор проекта «Один пояс, один путь» дает возможность странам увеличить продажи сопутствующих услуг (таких как рестораны, автозаправочные станции и гостиницы). С этой точки зрения структурные реформы (включая инфраструктуру и доступ к финансированию)

необходимо направить на обеспечение роста данных видов деятельности.

Проект «Один пояс, один путь» дает уникальную возможность усовершенствовать инфраструктуру и увеличить потенциальные темпы экономического роста в странах КЦА и прочих странах региона, поэтому задачей макроэкономической политики должно стать снижение рисков проекта для устойчивости долговой ситуации и инфляции. В первые годы реализации проекта может потребоваться некоторое ужесточение налогово-бюджетной политики (за счет налогов или сокращения

неинвестиционных расходов) и денежно-кредитной политики для исключения перегрева экономики. Для обеспечения способности стран, участвующих в проекте «Один пояс, один путь», освоить планируемое увеличение инвестиций важное значение имеют меры по развитию потенциала. Чтобы минимизировать риски для устойчивости долговой ситуации требуется осмотрительное управление долгом<sup>4</sup>.

<sup>4</sup>В данном контексте показателен недавний опыт Джибути. Государственный долг страны за последние три года возрос на 50 процентов за счет государственных инфраструктурных проектов, которые финансировались при помощи заемных средств из Китая.

#### Вставка 4.1. Проект «Один пояс, один путь»

В целях повышения транспортной доступности и стимулирования сотрудничества в Евразии Китай выступил инициатором проекта «Один пояс, один путь». Его цель заключается в том, чтобы создать Экономический пояс Шелкового пути, соединяющий страны в регионе стран Кавказа и Центральной Азии, Южной Азии, Юго-Восточной Азии, на Ближнем Востоке и в Европе наземным транспортным коридором, в tandem с Морским шелковым путем XXI века, который свяжет Китай с Европой морскими путями через Азию (рисунок 4.1.1). Для финансирования проектов созданы Фонд развития Шелкового пути с капиталом 40 млрд долларов США и Азиатский банк инфраструктурных инвестиций с капиталом 100 млрд долларов США. Ожидается, что участие Китая будет способствовать расширению экономических перспектив для стран Ближнего Востока, Северной Африки, Афганистана и Пакистана, а также стран Кавказа и Центральной Азии за счет увеличения масштабов устранения инфраструктурных разрывов и экономической диверсификации.

Рисунок 4.1.1. Карта проекта «Один пояс, один путь»



Источник: *The Economist* (2016); официальные органы Пакистана.

Подготовила Прита Митра.

## Литература

- Cashin, P., K. Mohaddes, and M. Raissi. 2016. "China's Slowdown and Global Financial Market Volatility: Is World Growth Losing Out?" IMF Working Paper 16/63, International Monetary Fund, Washington.
- Duval, R., K. Cheng, K. H. Oh, R. Saraf, and D. Seneviratne. 2014. "Trade Integration and Business Cycle Synchronization: A Reappraisal with Focus on Asia." IMF Working Paper 14/52, International Monetary Fund, Washington.
- International Monetary Fund (IMF). 2016. "The People's Republic of China: 2016 Article IV Consultation—Press Release, Staff Report." Country Report 16/270, Washington, DC.
- Kireyev, A., and A. Leonidov. 2016. "China's Imports Slowdown: Spillovers, Spillins, and Spillbacks." Working Paper 16/51, International Monetary Fund, Washington.
- "Our Bulldozers, Our Rules." 2016. *The Economist*. July 2.



## Глава 5. Финансирование бюджетного дефицита в отдельных странах — экспортерах нефти БВСАП и КЦА

Несмотря на предпринимаемые усилия по консолидации, в среднесрочной перспективе сохранится значительный размер дефицита бюджета в государствах Совета по сотрудничеству стран Персидского залива, странах — экспортерах нефти Кавказа и Центральной Азии и в Алжире. Для финансирования дефицита и обеспечения баланса между расходованием активов и выпуском долговых инструментов странам необходимы надежные стратегии. Эти варианты финансирования должны подкрепляться действенными институциональными механизмами, а также четкими среднесрочными налогово-бюджетными основами. Наличие ограничений по внутренним источникам финансирования в краткосрочной перспективе приведет к значительной зависимости от внешнего финансирования. Однако масштабы текущих финансовых потребностей предоставляют возможности и создают стимулы для развития внутренних рынков долговых инструментов, что позволит получить больше экономических выгод.

### Причины роста бюджетного дефицита

В 2015 году совокупный объем дефицита государственного бюджета стран ССЗ, стран — экспортеров нефти КЦА и Алжира составил приблизительно 153 млрд долларов США, что в шесть раз превышает показатель 2014 года (порядка 25 млрд долларов США), причем бóльшая его часть (108 млрд долларов США) пришлась на страны ССЗ<sup>1</sup>. Примерно 80 процентов дефицита было покрыто за счет расходования финансовых активов, включая депозиты в коммерческих банках, что ограничило заимствования. Тем не менее, в 2016 году в странах ССЗ, как ожидается, изменится соотношение между использованием активов и накоплением долговых

Подготовлено Гомесом Агу, Эллисон Холланд (руководитель группы), Чжэ Лю, Андре Сантосом и Аминатой Туре.

<sup>1</sup>Эта глава посвящена странам-членам ССЗ, Алжиру и странам — экспортерам нефти КЦА. Прочие страны — экспортеры нефти БВСАП исключены из настоящего анализа, поскольку происходящие там изменения в основном обусловлены конфликтами (Ирак, Йемен, Ливия) или отменой санкций (Иран).

**Рисунок 5.1. Выпуск рыночных долговых обязательств в 2016 году превысил показатели 2015 года, с преобладанием международных обязательств<sup>1</sup>**  
(Млрд долларов США)



Источники: Bloomberg, L.P.; расчеты персонала МВФ.  
<sup>1</sup>Показатели 2016 года приведены на 31 августа.

обязательств: расходование активов позволит покрыть лишь около 20 процентов от общего объема потребностей в финансировании. В некоторых случаях это отражает опасения относительно влияния на внутреннюю ликвидность страны долговременной тенденции по выводу государственных депозитов из сектора коммерческих банков, а в других случаях — стремление поддерживать высокодоходные инвестиции или сохранять страховые буферные резервы. В целом в 2016 году совокупный бюджетный дефицит в странах ССЗ, странах — экспортерах нефти КЦА и Алжире составит 143 млрд долларов США, а объем новых заимствований достигнет примерно 100 млрд долларов США.

Такая значительная зависимость от долговых обязательств нашла отражение в резком росте выпуска рыночных долговых обязательств. При том что в 2015 году около трех четвертей (26 млрд долларов США) долга было привлечено в виде еврооблигации Казахстана на рекордную сумму 4 млрд долларов США и синдицированный кредит Катара в размере 5,5 млрд долларов США), к августу 2016 года уже было выдано 37 млрд долларов США (рисунок 5.1). В 2016 году выпускались

в основном международные долговые обязательства, составившие примерно 80 процентов от общего объема выпущенных обязательств по сравнению с чуть менее чем половиной в 2015 году. Они включают крупную сделку Катара на 9 млрд долларов США, сделку Объединенных Арабских Эмиратов (Абу-Даби) на 5 млрд долларов США, возвращение Омана на рынок еврооблигаций после 19-летнего отсутствия (сделка на 2,5 млрд долларов США), а также синдицированный кредит в размере 10 млрд долларов США, выданный Саудовской Аравией. Кроме того, в четвертом квартале, как ожидается, Саудовская Аравия осуществит первый выпуск международных облигаций на значительную сумму.

В перспективе, согласно прогнозам, совокупные дефициты бюджета стран ССЗ, стран — экспортеров нефти КЦА и Алжира в 2017–2021 годах составят примерно 336 млрд долларов США. Значительный объем и устойчивый характер дефицита в этих странах потребует реализации действенных стратегий финансирования, которые позволят установить необходимый баланс между расходом активов и выпуском долговых обязательств внутри страны или на внешних рынках. Такие стратегии должны предусматривать систематическую оценку затрат и рисков различных вариантов, упрощать оценку рисков и управление рисками, улучшать координацию политики и обеспечивать развитие внутренних рынков долговых инструментов (IMF and World Bank 2014).

## Выбор стратегий финансирования: основные аспекты

### Управление активами и обязательствами

Страны ССЗ и страны — экспортеры нефти КЦА располагают значительными финансовыми сбережениями, которые могут быть использованы для покрытия некоторых, а в отдельных случаях — всего объема их среднесрочных потребностей в финансировании. Кроме того, можно рассмотреть возможность приватизации прочих активов (в том

числе в Алжире) для сокращения общей потребности в финансировании. Для определения наиболее оптимального соотношения активов и долга в структуре финансирования странам необходимо разработать основы комплексного управления суверенными активами и обязательствами. В рамках разработки этих основ следует проанализировать суверенный баланс каждой из стран и определить соотношение между использованием активов (фонды национального благосостояния, или ФНБ, банковские депозиты, приватизация) и заимствованиями. Кроме того, необходимо интегрировать различные макроэкономические и финансовые компромиссные решения, чтобы максимизировать чистый доход или минимизировать чистые затраты при одновременном сокращении общего уровня финансовых рисков для балансов (Das et al., 2012).

Ключевым фактором при принятии решений должна быть доходность активов по сравнению со стоимостью долга. Однако необходимо учитывать и другие аспекты. Например, с учетом спреда между процентными ставками по депозитам и доходностью облигаций, сугубо количественный анализ относительного оптимального баланса между затратами и доходами показывает, что страны должны, в первую очередь, использовать свои депозиты, размещенные в коммерческих банках. Такой подход дает дополнительные преимущества за счет возможности доступа к высоколиквидным средствам, обеспечивая тем самым определенность в отношении сроков и доступности финансирования. Однако он может также привести к снижению ликвидности банковской системы и сокращению кредитования частного сектора. Кроме того, такие депозиты предоставляют гарантию на случай непредвиденных бюджетных или финансовых шоков, поэтому желательно поддерживать минимальный уровень кассовых остатков, несмотря на затраты. Эта практика применяется в некоторых странах с формирующимся рынком, например в Турции и Уругвае, в качестве защиты от риска «внезапной остановки» на международных рынках. Таким образом, поиск альтернативных источников финансирования, даже при доступности депозитов, может служить подходящим вариантом в рамках проводимой политики (например, IMF 2016).

Точно так же при анализе относительной целесообразности расходования активов ФНБ или накопления долга страны должны учитывать относительный оптимальный баланс между затратами и доходами. Относительно низкий уровень затрат на финансирование на международных рынках предполагает, что выбор в настоящее время может быть сделан в пользу выпуска еще большего количества долговых обязательств, причем особенно это касается стран с более высоким рейтингом (см. рисунок 5.3)<sup>2</sup>. Следует отметить, что сопоставление должно основываться на оценке взвешенных по риску доходов. Вместе с тем, наряду с соображениями окупаемости затрат, странам необходимо также учитывать институциональные вопросы, связанные с целевым назначением этих сбережений. Эти аспекты могут быть более однозначными для фондов национального благосостояния, предназначенных для стабилизации бюджета. Тем не менее, расходование активов, предназначенных для будущих поколений, требует взвешенной оценки, а также эффективной информационной работы, чтобы принятое решение согласовывалось с принципами обеспечения справедливости по отношению к будущим поколениям. В качестве альтернативы некоторые страны могут оценить косвенные преимущества от гарантии, обеспечиваемой этими сбережениями. Например, страны, располагающие меньшим объемом финансовых активов, могут в первую очередь обратиться к варианту заимствований, с расчетом на то, что остаточные сбережения также обеспечат некоторую защиту в случае непредвиденных бюджетных или финансовых шоков. Другие страны могут выбрать вариант выпуска определенных долговых обязательств для обеспечения большей диверсификации источников финансирования и сохранения сбережений, даже если при этом не в полной мере соблю-

<sup>2</sup>Это сложно оценить, поскольку многие ФНП не обнародуют свои нормы прибыли. Тем не менее, для иллюстрации, Государственный общий резервный фонд Омана сообщает, что его среднегодовая норма прибыли с момента учреждения по 2013 год составила 7,5 процентов (см. State General Reserve Fund, 2014). Если бы это указывало на текущую и прогнозную норму прибыли (скорректированную с учетом риска), то этот показатель выигрышно смотрелся бы на фоне доходности по 10-летнему еврооблигационному выпуску страны, составляющей 4,75 процента.

дается оптимальный относительный баланс между затратами и доходами. Такой подход также согласуется с целями страны по развитию внутренних рынков долговых инструментов для расширения источников финансирования или инвестиционных возможностей частного сектора.

Приватизация корпоративных активов также может стать существенным источником финансирования дефицита. Например, план по приватизации небольшой доли (5 процентов) крупнейшей в мире нефтегазовой компании Saudi Aramco, стоимость активов которой превышает, по оценкам, 2 трлн долларов США, способен обеспечить значительный объем финансирования. Приватизация выгодна и с точки зрения создания инвестиционных стимулов для частного сектора (включая привлечение прямых иностранных инвестиций), а также повышения эффективности операций. Однако реализация этих активов, вероятно, потребует значительных временных затрат и промежуточного финансирования долга для устранения дефицита средств в течение этого периода, причем некоторые активы, возможно, придется реструктурировать, чтобы максимизировать их стоимость. Необходимо также взвесить и другие факторы, такие как стратегическая важность этих активов, поскольку любые убытки вследствие операции, воспринимаемой как «принудительная продажа», могут подорвать доверие инвесторов.

## Внутренний и внешний долг

Как только директивные органы определяют желаемый объем долга, им необходимо решить, осуществлять заимствования на внутреннем или на внешнем рынке. Несмотря на то что заимствования на внутреннем рынке имеют множество преимуществ, в том числе в целом более стабильную базу инвесторов и отсутствие каких бы то ни было валютных рисков, возможности внутренних заимствований ограничены степенью развития финансового сектора.

Как и в других странах с формирующимся рынком, финансовый сектор в этих странах находился на подъеме (рисунок 5.2). Но этот подъем подкреплялся, скорее, положительной динамикой

**Рисунок 5.2. Индекс развития финансового сектора**



Источники: Sahay et al. (2015); расчеты персонала МВФ.  
Примечание. КЦА = Кавказ и Центральная Азия, ССЗ = Совет по сотрудничеству стран Персидского залива.

в банковском секторе, а не развитием финансового рынка в целом. Несмотря на существенное увеличение емкости и эффективности финансового рынка в странах ССЗ в период с 2000 по 2008 год, выразившееся в ускорении развития финансового рынка, мировой финансовый кризис нарушил эту тенденцию<sup>3</sup>. Как следствие в краткосрочной перспективе возможность использования внутренних заимствований будет в значительной степени определяться способностью освоения этих средств банковским сектором.

Развитие банковского сектора было отмечено удвоением объема кредитования частного сектора в странах ССЗ в период с 2000 года — до 80 процентов ВВП, а в странах — экспортерах нефти КЦА и Алжире этот показатель вырос в восемь раз, хотя все еще составляет только половину от объема в странах ССЗ. Чтобы ограничить «вытеснение» и сохранить положительный эффект от большей доступности кредитов для частного сектора, необходимо проявлять осмотрительность при принятии решений о посредничестве в осуществлении

<sup>3</sup>Емкость финансового рынка оценивается с помощью различных показателей фондового рынка и рынка долговых обязательств, в то время как эффективность финансового рынка определяется динамикой фондового рынка. Следует отметить, что фондовый рынок является самым репрезентативным показателем развития финансового рынка в этих странах, учитывая их ограниченную потребность в доступе к рынкам долговых обязательств в прошлом. Подробнее об оценке развития финансового сектора см. в приложении I к работе Sahay et al. (2015).

дополнительных государственных заимствований через банковскую систему (вставка 5.1)<sup>4</sup>.

Анализ показывает, что внутренняя банковская система способна, не меняя структуры банковских активов, освоить чистое финансирование в объеме лишь около 17 процентов в среднем от общего дефицита каждой из стран (вставка 5.1, сценарий 1). Это даст странам с дефицитом бюджета из нашей выборки в общей сложности приблизительно 76 млрд долларов США от необходимого им совокупного объема 500 млрд долларов США. В случае замены активов (например иностранных активов или сокращения избыточных резервов) объем этих средств может увеличиться примерно до 250 млрд долларов США<sup>5,6</sup>. Осуществление такого заимствования путем выпуска долговых ценных бумаг, а не за счет привлечения кредитов, позволит обеспечить долгосрочную ликвидность банков благодаря предоставлению залога, который при необходимости может использоваться механизмами центрального банка или на межбанковских рынках. Способность внутренней банковской системы осваивать новые государственные заимствования можно нарастить за счет дальнейших действий по расширению доступа к финансовым услугам. Благодаря этим действиям официальный финансовый сектор может привлечь больший объем сбережений, что приведет к увеличению балансов банков.

Анализ показывает, что во избежание вытеснения необходимо использовать альтернативные источники финансирования для покрытия остаточного совокупного дефицита в объеме 250 млрд долларов США. Несмотря на весьма благоприятные

<sup>4</sup>Для целей настоящей главы будем считать, что «вытеснение» означает сокращение доли кредита частному сектору в банковских активах вследствие увеличения доли требований к органам государственного управления.

<sup>5</sup>Этой переориентации могли бы, при необходимости, способствовать сокращение размера обязательных резервов или изменения в макропруденциальных лимитах. Например, Оман недавно изменил порядок измерения обязательных резервов, разрешив покрыть 2 из необходимых 5 процентов государственными ценными бумагами, а параллельно увеличил максимальный лимит вложений до 45 процентов собственного капитала. Это почти наполовину сократило при этом максимальную разрешенную открытую позицию по иностранным активам. Следует отметить, что при таких изменениях следует учитывать последующее воздействие на повышение рисков.

<sup>6</sup>Прогнозы для отдельных стран потребуют более точных допущений в отношении динамики банковских балансов.

в настоящее время условия на международных рынках (см. *Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности* за октябрь 2016 года), а также на по-прежнему свободный доступ стран ССЗ и стран — экспортеров нефти КЦА к рынку (они привлекли примерно 30 процентов от общего объема суверенного выпуска объемом 100 млрд долларов США, осуществленного странами с формирующимся рынком в первой половине 2016 года<sup>7</sup>); поддержание этой тенденции в среднесрочной перспективе может оказаться проблематичным. В частности, по оценкам, на международных рынках в течение последних шести лет обращалось 3,6 трлн долларов США долговых обязательств, выпущенных в странах с формирующимся рынком, что указывает на достаточную емкость рынка. При этом на суверенные эмитенты из стран с формирующимся рынком пришлось только 600 млрд долларов США, что говорит о том, что для поддержания ими стабильного доступа к рынкам на текущих уровнях может потребоваться определенное замещение со стороны несuverенных эмитентов.

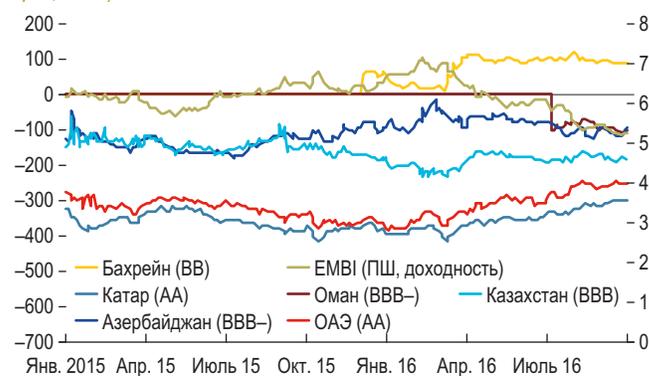
Оценка затрат также указывает на целесообразность выбора международных рынков. Несмотря на сложившуюся в 2016 году неблагоприятную ситуацию на международных рынках в отношении затрат для стран — экспортеров нефти ССЗ в относительном выражении (что отражает ухудшение экономических перспектив в сочетании с понижением ряда суверенных рейтингов, рисунок 5.3)<sup>8</sup>, неизменный интерес к странам с формирующимся рынком указывает на падение затрат в абсолютном выражении. Напротив, менее благоприятная ситуация с внутренней ликвидностью (см. главу 1) означает, что затраты на внутреннее финансирование выросли в абсолютном выражении и в целом превышают доходность аналогичных международных инструментов. Например, в августе Катар выпустил на внутреннем рынке 5-летние облигации, доходность которых выше доходности 5-летних еврооблигаций на 60 базисных

<sup>7</sup>Источник: Dealogic. Отмечаем, что Алжир не осуществляет внешних заимствований с 1999 года.

<sup>8</sup>Спреды относительно облигаций Казначейства США также ухудшились.

### Рисунок 5.3. Международные финансовые условия в целом остаются благоприятными, но относительные затраты растут

(Спред по индексу EMBI, базисные пункты; доходность EMBI, проценты)



Источник: Bloomberg, L.P и расчеты персонала МВФ.  
Примечание. Кредитные рейтинги представляют собой рейтинги Standard & Poor's. EMBI = Emerging Market Bond Index; ПШ = правая шкала.

пунктов, а доходность 10-летних внутренних облигаций на 85 базисных пунктов выше доходности по 10-летним еврооблигациям.

Тем не менее, несмотря на преимущества, которые обеспечивает доступ к более широкой базе инвесторов и относительно низкая стоимость заимствований, выход на международные рынки влечет за собой ряд значимых рисков, которыми необходимо управлять. В частности, международные инструменты более подвержены внезапным изменениям настроений инвесторов. Это влияет как на вероятность «внезапной остановки» (которую можно уменьшить за счет краткосрочных соглашений о предоставлении кредита на случай непредвиденных обстоятельств или за счет доступа к альтернативным источникам финансирования), так и на вероятность неожиданного ухудшения ситуации на международных финансовых рынках (что можно частично компенсировать мерами по сокращению дефицита и созданию более прочной основы для среднесрочных налогово-бюджетных планов (глава 1)). Кроме того, необходимо уделять серьезное внимание вопросам управления сопутствующими валютными рисками, которые также относятся к другим формам внешнего долга. Так, курсовое давление, с которым столкнулись страны — экспортеры

**Рисунок 5.4. непогашенные рыночные долговые обязательства по типам инструментов**  
(В процентах от совокупного непогашенного долга)



Источник: Bloomberg, L.P.; официальные органы стран; расчеты персонала МВФ  
Примечание. Данные для Алжира приведены на конец декабря 2015 года.

нефти КЦА (глава 3), ведет к значительному увеличению долгового бремени, учитывая преобладающую долю заимствований в иностранной валюте в их совокупных долговых обязательствах. С другой стороны, эти риски можно ограничить путем создания основ более взвешенной политики, способной обеспечить большее доверие к экономике.

## Разработка инструментов и рыночная инфраструктура

Для практической реализации выпуска долговых обязательств для внутреннего или международного рынка также необходимо принять ряд технических решений по разработке инструментов. Эти решения должны учитывать различные аспекты, касающиеся затрат, рисков и потенциальных выгод<sup>9</sup>, а также предпочтений инвесторов (для снижения риска дефицита финансирования). В целом задача состоит в выборе подходящего набора инструментов с приемлемым уровнем портфельного риска при разумных затратах (IMF and World Bank 2014). В частности, инструменты с фиксированными процентными ставками предполагают более прогнозируемые механизмы погашения

<sup>9</sup>Sommer et al. (2016).

задолженности, в то время как долгосрочный долг способствует снижению риска пролонгации, а в совокупности они позволяют ограничить процентные риски. Тем не менее краткосрочный долг может быть более привлекательным для конкретных инвесторов, таких как банки, в силу особенностей структуры их баланса, а также в целом более привлекательным для инвесторов в условиях неопределенной макроэкономической ситуации (поскольку управлять большей чувствительностью долгосрочного долга к ценам гораздо сложнее)<sup>10</sup>. Следовательно, при расчете параметров смягчения риска, что обычно ассоциируется с долгосрочным долгом, необходимо учитывать относительную премию к затратам.

По состоянию на 31 августа 2016 года 60 процентов непогашенных рыночных долговых обязательств стран ССЗ, стран — экспортеров нефти КЦА и Алжира составляли международные ценные бумаги (рисунок 5.4)<sup>11</sup>. Это также нашло отражение в валютной структуре, только 40 процентов которой составляют обязательства в национальной валюте, что указывает на некоторую подверженность валютному риску. Тем не менее, процентные риски и риски пролонгации представляются ограниченными, что связано с преобладающей долей долга с фиксированными купонами (73 процента от общего объема рыночных долговых обязательств), при этом только 13 процентов подлежат погашению в течение 12 месяцев<sup>12</sup>.

Преобладают традиционные долговые инструменты; исламские инструменты составляют лишь около 12 процентов непогашенных рыночных долговых обязательств. Эти инструменты выпущены Бахрейном, Катаром, Объединенными Арабскими Эмиратами и Оманом. Исключительная зависимость от традиционных инструментов заимствования может привести

<sup>10</sup>Долгосрочный долг имеет большую дюрацию, что повышает чувствительность цены к небольшим изменениям в доходности.

<sup>11</sup>Обращающиеся долговые обязательства охватывают казначейские векселя, облигации и исламские инструменты, такие как сукук, и синдицированные кредиты; двусторонние кредиты к ним не относятся.

<sup>12</sup>На основе остатка срока до погашения долга.

к недостаточному использованию значительных источников исламского финансирования, которые могли бы предоставить широкие возможности по расширению и диверсификации базы инвесторов. Несмотря на ряд препятствий, в частности необходимость наличия надлежащей правовой основы, потенциальные выгоды, включая предоставление исламским инвесторам доступа к инструментам с относительно низкими кредитными рисками, могут оправдать деятельность по разработке таких инструментов.

Учитывая текущий уровень развития финансового сектора, странам, стремящимся расширить набор финансовых инструментов, следует также оценить вероятный рост и разнообразие институциональных инвесторов (страховые, пенсионные, хеджевые и паевые инвестиционные фонды), а также домашних хозяйств. Развитие внутреннего рынка долговых инструментов должно происходить постепенно и подкрепляться эффективной системой организации выпуска обязательств, определяющей условия продажи (в том числе роль первичных дилеров, использование розничной сети и порядок проведения аукциона), календарь проведения аукциона и объем инструментов. По возможности страны должны способствовать проведению масштабных эталонных выпусков для стимулирования развития вторичного рынка, в то же время обеспечивая соответствующий оптимальный риск пролонгации. Регулярный выпуск ценных бумаг с типовыми сроками погашения также способствует формированию надежной кривой доходности. Такой подход позволяет обеспечить не только более широкое развитие рынка корпоративных долговых обязательств, но также предоставляет эффективный инструмент для измерения рыночных ожиданий относительно макроэкономической ситуации и перспектив. По сравнению с действиями отдельных игроков, скоординированные действия региональных эмитентов по основным направлениям стратегии развития рынка долговых инструментов могут способствовать привлечению иностранных инвесторов и скорейшему увеличению емкости внутреннего рынка долговых инструментов (вставка 5.2).

Исходя из опыта стран с формирующимся рынком, эффективная программа взаимоотношений с инвесторами является важным элементом обеспечения развития обширной и разносторонней базы инвесторов (при условии создания максимальных возможностей для снижения портфельных рисков). Эффективная программа взаимоотношений с инвесторами позволяет иметь постоянный двусторонний канал связи между правительством и инвесторами, который позволяет: 1) своевременно получать ключевые экономические и финансовые данные, в том числе информацию по среднесрочным налогово-бюджетным планам и стратегии в отношении долга; 2) непрерывно оценивать настроения участников рынка касательно основных направлений политики; и 3) обеспечить ясное взаимопонимание эмитентов и инвесторов, а также возможность для эмитентов направлять инвесторам ясные и контролируемые сообщения.

## Выводы и рекомендации в области политики

Странам ССЗ, странам — экспортерам нефти КЦА и Алжиру в среднесрочной перспективе потребуются значительные объемы финансирования — примерно 680 млрд долларов США в период с 2016 по 2021 год. Масштабы этих потребностей, в сочетании с предполагаемой способностью рынков освоить новый объем долга, свидетельствуют о том, что для их удовлетворения странам по-прежнему придется сочетать расходование активов и выпуск долговых обязательств. Выбор их оптимального соотношения является непростой задачей. Хотя относительную доходность активов в сравнении со стоимостью долга необходимо учитывать всегда, также важно принимать во внимание и другие вопросы политики.

Для минимизации потенциального бремени этих вариантов финансирования, которое ложится на экономику, необходимо разработать надежные стратегии финансирования, дающие всестороннее представление о суверенном балансе каждой из стран. Для разработки таких

стратегий потребуются вложение средств в развитие потенциала и институциональные основы.

- В дополнение к текущим операциям по управлению активами следует создать структуры по управлению долгом, которые: 1) надлежащим образом укомплектованы специалистами; 2) имеют четкие основы управления, в рамках которых определяются цели, четко прописываются задачи, роли и сферы ответственности, а также определяется надежная правовая база; 3) имеют надежные механизмы управления портфелем для контроля за меняющимися затратами и рисками, а также для отчетности по данным вопросам.
- Кроме того, для построения эффективного процесса принятия решений необходимо разработать механизмы координации действий между основными заинтересованными сторонами, особенно между органами, ответственными за управление активами и долгом, а также органами, обеспечивающими координацию различных аспектов денежно-кредитной, налоговой-бюджетной политики и финансового сектора. Несмотря на различия в реализации таких механизмов, они должны предоставлять ясно обозначенные полномочия по принятию решений и обеспечивать подотчетность.
- Возможно, потребуется также учесть и другие технические сложности. Например, эффективная координация между органами, отвечающими за управление денежными средствами и долгом, может быть затруднена отсутствием единого казначейского счета, как, например, в странах ССЗ.

В краткосрочной перспективе следует продолжать работу в области заимствования из международных источников, однако это требует управления сопутствующими рисками. Эти рынки способны освоить значительные объемы

финансирования, а привлечение внешнего финансирования будет способствовать повышению внутренней ликвидности, устранению дефицита внешнего финансирования, а также минимизации вытеснений. В настоящее время страны ССЗ и страны — экспортеры нефти КЦА пользуются свободным доступом на рынок на благоприятных условиях. Однако для сохранения этого уровня доступа необходимо продолжать работу по укреплению устойчивости бюджета, а также поддерживать кредитные рейтинги за счет расширения основ экономической политики. Кроме того, для поддержания доступа к рынку на текущем уровне необходимо разработать программу систематического взаимодействия с инвесторами, направленную на повышение прозрачности и предсказуемости налогово-бюджетной политики, обеспечение возможности своевременного получения достоверных данных о финансовых активах и обязательствах, а также на создание постоянного канала двусторонней связи с инвесторами.

В средне- и долгосрочной перспективе все страны должны направить усилия на развитие внутренних рынков долговых инструментов. Это обеспечит немаловажную альтернативу международным заимствованиям и позволит более эффективно управлять рисками, связанными с доступом к международным рынкам. Поскольку реализация этих усилий требует времени, к ней следует приступить безотлагательно, чтобы расширить охват финансового сектора. При развитии внутренних рынков страны должны стремиться также расширить варианты финансирования частного сектора, в том числе путем введения кривой доходности. В соответствующих случаях следует рассмотреть возможности координации действий с другими партнерами для повышения результативности усилий в области развития рынка и максимально возможного увеличения привлекательности для самого широкого круга инвесторов.

### Вставка 5.1. Возможности банков отдельных стран БВСАП и стран — экспортеров нефти КЦА по освоению государственного долга

К концу 2015 года активы коммерческих банков в странах ССЗ, странах — экспортерах нефти КЦА и Алжире достигли 2,2 трлн долларов США, из которых около 50 процентов составляли требования к частному сектору (рисунок 5.1.1)<sup>1</sup>. В среднем общая сумма требований к правительству (в том числе кредиты и портфели ценных бумаг) по отношению к совокупным активам была меньше, чем в других странах — экспортерах нефти с формирующимся рынком — 9 и 13 процентов соответственно<sup>2</sup>. В других странах — экспортерах нефти с формирующимся рынком эта сумма обязательств приходится в основном на портфели государственных ценных бумаг, однако в странах ССЗ, странах — экспортерах нефти КЦА и Алжире эти обязательства более равномерно распределены между кредитами и ценными бумагами. Напротив, банки в странах ССЗ, странах — экспортерах нефти КЦА и Алжире имеют большую долю иностранных активов (в среднем 18 процентов) по сравнению с другими странами — экспортерами нефти с формирующимся рынком (5 процентов).

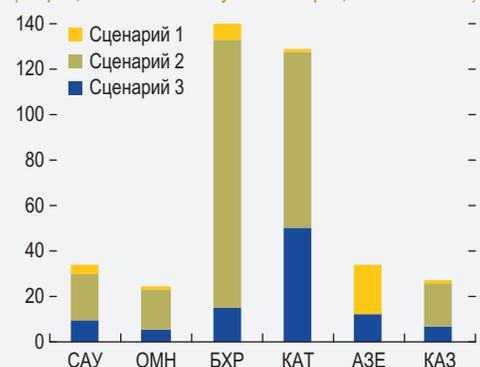
Для оценки потенциальной способности банковского сектора по освоению прогнозируемых потребностей стран в финансировании было рассмотрено три сценария для шести стран — экспортеров нефти<sup>3</sup>

**Рисунок 5.1.1. Структура банковских активов стран — экспортеров нефти, 2015 год**



Источники: Naver Analytics; МВФ, «Международная финансовая статистика»; «Перспективы развития региональной экономики: Ближний Восток и Центральная Азия»; расчеты персонала МВФ. Примечания. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО); СФР = страны с формирующимся рынком, ССЗ = Совет по сотрудничеству стран Персидского залива, КЦА = Кавказ и Центральная Азия.

**Рисунок 5.1.2. Суммарные изменения требований к правительствам, 2016–2021 годы**  
(В процентах от совокупного дефицита бюджета)



Источник: оценки персонала МВФ.  
Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

Подготовлено Чжэ Лю.

<sup>1</sup>Данные по Туркменистану и Узбекистану отсутствуют.

<sup>2</sup>Включают Бразилию, Индонезию, Колумбию и Мексику.

<sup>3</sup>Включая Алжир, Бахрейн, Казахстан, Катар, Оман и Саудовскую Аравию. Азербайджан и Кувейт не включены в анализ, так как на рассматриваемом горизонте планирования в этих странах прогнозируется совокупный профицит бюджета. Объединенные Арабские Эмираты также исключены из анализа, поскольку, по прогнозам, страна будет иметь в целом сбалансированный бюджет (с совокупным дефицитом в 2016–2021 годах на уровне 1 млрд долларов США).

**Вставка 5.1** (окончание)

с суммарным прогнозируемым на 2016–2021 годы дефицитом бюджета примерно в 500 млрд долларов США. Во всех сценариях предполагается, что банковские балансы будут увеличиваться в соответствии с динамикой номинального ВВП соответствующей страны без учета нефти.

Сценарий 1 не предусматривает изменений в структуре активов, то есть требования банков к правительству также будут расти в соответствии с динамикой номинального ВВП без учета нефти; сценарий 2 предполагает, что в дополнение к росту объема требований к правительству, описанному в сценарии 1, на 50 процентов сократится объем иностранных активов в банках, и эти средства будут перераспределены в пользу требований к правительству; сценарий 3 предполагает дополнительное перераспределение 50 процентов всей избыточной ликвидности в пользу центрального банка.

В соответствии со сценарием 1, банки могут освоить (без изменения структуры активов) объем новых долговых обязательств, равный в среднем 17 процентам совокупного дефицита каждой страны, а в соответствии со сценарием 3, при условии неизменности доли кредитов частному сектору в структуре активов банков это значение увеличивается до 65 процентов. Этот результат обусловлен ситуацией в Бахрейне, в банковской системе которого ощутима доля иностранных активов (47 процентов), а также в Катаре, стране с наименьшим совокупным дефицитом бюджета по отношению к совокупным банковским активам выборки (рисунок 5.1.2)<sup>4</sup>. Однако, даже без учета этих двух стран, также отмечается заметный рост емкости рынка — в среднем до 30 процентов и не менее чем до 25 процентов. Однако во избежание вытеснения большая часть потребностей в финансировании по-прежнему будет покрываться из других источников.

<sup>4</sup>Данные по Бахрейну охватывают только розничные банки; оптовые банки исключены из настоящего анализа с учетом их ограниченной интеграции в экономику Бахрейна.

### **Вставка 5.2. Содействие процессу развития внутреннего рынка долговых инструментов: возможности координации в странах ССЗ**

Одним из способов увеличения емкости внутреннего рынка долговых инструментов является расширение участия иностранных инвесторов. Для содействия доступу инвесторов на внутренние рынки долговых инструментов, вероятно, потребуется повысить осведомленность потенциальных иностранных инвесторов об этих рынках, а также провести различные технические реформы и реформы в сфере нормативно-правового регулирования и операционной деятельности. Чтобы добиться положительных вторичных эффектов представляется целесообразным координировать усилия в области развития рынка, особенно на региональном уровне. С учетом того, что основы для сотрудничества уже существуют, страны ССЗ имеют все инструменты для анализа таких возможностей.

Один из наиболее очевидных способов предполагает координацию действий по продвижению на рынке. Успешным примером такой координации является Инициатива в отношении рынков облигаций Азии (АВМІ). Инициатива была создана в 2003 году для поддержки развития рынка облигаций в странах Юго-Восточной Азии, а также в Китае, Корее и в Японии. Интернет-ресурс по азиатским облигациям (Asian Bonds Online), созданный по инициативе АВМІ в 2004 году, представляет собой хранилище данных о суверенных и корпоративных облигациях, а также данных в разрезе регионов и стран, структурированных таким образом, чтобы участники рынка и потенциальные инвесторы имели доступ к оперативной и актуальной информации о состоянии рынка (Asian Development Bank, 2016). На веб-сайте представлен обзор ситуации на рынке: доходность по облигациям, валютные курсы и процентные ставки, суверенные рейтинги и данные о структуре рынка. Помимо этого, приведены данные об инструментах, эмитентах, распределении, информации по клиринговым и расчетным операциям, торговым площадкам, а также нормативно-правовая база. Стандартизация рыночной практики и гармонизация нормативно-правовой базы также может способствовать упрощению доступа иностранных инвесторов на внутренний рынок. Например, Форум по рынку облигаций АСЕАН+3<sup>5</sup>, также созданный под эгидой АВМІ в 2010 году, был призван стимулировать эти процессы в контексте трансграничных сделок с облигациями (Kurihara, 2012).

Аналогичным образом, перед подкомитетом по рынкам суверенного долга Европейского союза (ЕС) при Экономическом и финансовом комитете (ЕФС) в 1999 году была поставлена задача по совершенствованию функционирования первичного и вторичного рынков государственного долга ЕС и повышению их привлекательности и конкурентоспособности (European Union, 2015). Предпринятые действия включали гармонизацию соглашений о числе дней и осуществлении расчетов, соглашений первичных дилеров (путем принятия кодекса поведения), а также требований к отчетности (путем согласования унифицированного формата отчетности). Подобным образом ЕФС также поддерживал усилия официальных органов, отвечающих за управление долгом, направленные на расширение ассортимента выпускаемых инструментов (например, индексированных с учетом инфляции облигаций и облигаций с очень длительными сроками погашения), в том числе путем содействия процессу обмена опытом и аналитическими данными. Кроме того, растущая популярность универсальной электронной торговой площадки для операций на вторичном рынке — торговой площадки МТС — способствовала интеграции рынков государственных облигаций ЕС, сокращению спредов и повышению ликвидности (Leclercq, 2015).

Подготовлено Андре Сантосом.

<sup>5</sup>Страны АСЕАН+3 включают десять государств-членов Ассоциации стран Юго-Восточной Азии: Бруней-Даруссалам, Вьетнам, Индонезию, Камбоджу, Лаосскую Народную Демократическую Республику, Малайзию, Мьянму, Сингапур, Таиланд и Филиппины, а также Китай, Республику Корея и Японию.

## Литература

- Asian Development Bank. 2016. Asian Bonds Online website. Manila.
- Das, Udaibir S., Yin Lu, Michael G. Papaioannou, and Iva Petrova. 2012. "Sovereign Risk and Asset and Liability Management—Conceptual Issues." IMF Working Paper 12/241, International Monetary Fund, Washington, DC.
- European Union. 2015. EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets website. Brussels.
- International Monetary Fund (IMF). 2009. "Managing Public Debt—Formulating Strategies and Strengthening Institutional Capacity." IMF Policy Paper, Washington, DC.
- . 2016. "United Arab Emirates: Article IV Staff Report." IMF Country Report 16/251, Washington, DC.
- , and World Bank. 2014. "Revised Guidelines for Public Debt Management." IMF and World Bank Policy Paper, Washington, DC.
- Kurihara, T. 2012. "Achievements of Asian Bonds Market Initiative (ABMI) in the Last Decade and Future Challenges." Presentation at the OECD–ADBI 12th Roundtable on Capital Market Reform in Asia, Tokyo, February 7.
- Leclercq, A. 2015. "European Sovereign Debt Markets (ESDM) Sub-Committee of the EFC." Presentation at European Central Bank Bond Market Contact Group, Frankfurt, April 21.
- Sahay, R., M. Cihak, P. N'Diaye, A. Barajas, R. Bi, D. Ayala, Y. Gao, A. Kyobe, L. Nguyen, C. Saborowski, K. Svirydzhenka, and S. Yousefi. 2015. "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets." IMF Staff Discussion Note 15/08, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Sommer, M., G. Auclair, A. Fouejjieu, I. Lukonga, S. Quayyum, A. Sadeghi, G. Shbaikat, A. Tiffin, J. Trevino, and B. Versailles. 2016. "Learning to Live with Cheaper Oil." Middle East and Central Asia Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- State General Reserve Fund. 2014. State General Reserve Fund website. Oman.