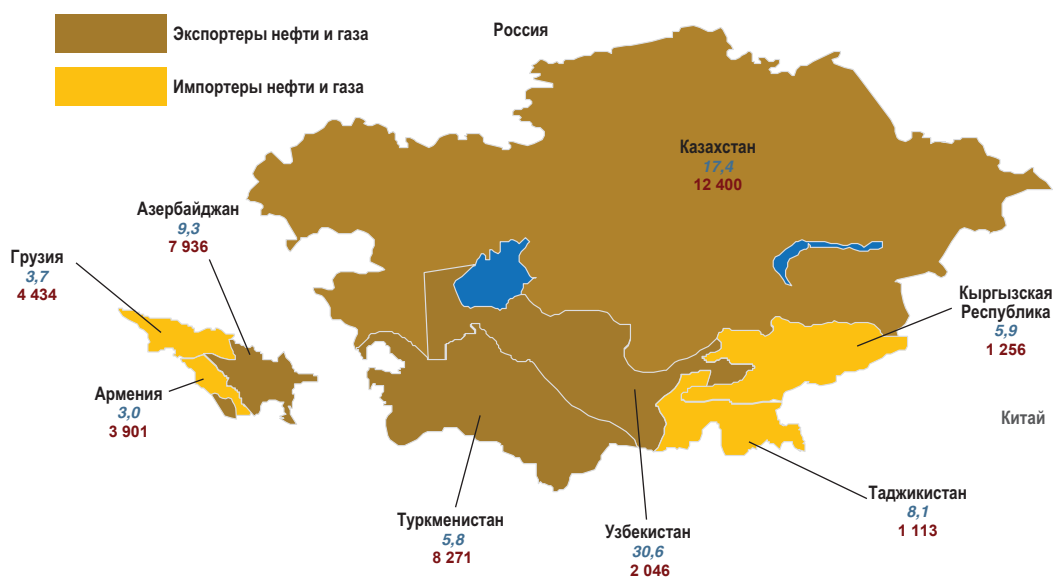


Кавказ и Центральная Азия

Население в миллионах человек (2014)

ВВП на душу населения в долларах США (2014)



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

Разнообразные внешние шоки — резкое падение цен на биржевые товары, замедление роста в России, обвал российского рубля и укрепление доллара США — привели к снижению темпов экономического роста в регионе КЦА, несмотря на контрциклические меры налогово-бюджетной политики, направленные на поддержку объема производства. Национальные валюты ослабли или были девальвированы, что создало инфляционное давление и ограничило возможности для смягчения денежно-кредитной политики. Возобновление экономического роста ожидается в следующем году, однако его темпы останутся умеренными, поскольку внешние условия, скорее всего, будут по-прежнему сложными. Необходимо, чтобы краткосрочные цели налогово-бюджетной политики обеспечили ее устойчивость в среднесрочной перспективе. Повышение гибкости обменного курса защитит внешнеэкономические буферные резервы и поможет уменьшить внешние дисбалансы, однако оно должно сопровождаться усилением финансового надзора в целях обеспечения стабильности финансового сектора. Ускорение структурных реформ будет необходимым условием для повышения темпов роста в среднесрочной перспективе.

Внешние шоки сдерживают рост

Снижение цен на нефть, газ и металлы, а также вторичные эффекты от сокращения производства в России привели к замедлению экономической активности в КЦА ввиду высокой степени зависимости региона от экспорта биржевых товаров и тесных связей с Россией через торговлю, инвестиции и денежные переводы. В этом году рост в регионе КЦА в целом, как ожидается, достигнет лишь $3\frac{3}{4}$ процента; это один из самых низких показателей со времени обретения независимости и на $1\frac{1}{2}$ процентного пункта ниже, чем в 2014 году. В рамках данного общего тренда между отдельными странами отмечаются значительные различия — в Узбекистане и Туркменистане темпы роста превышают 6 процентов по сравнению с темпами роста в 2–3 процента в большинстве других стран. Предполагается, что в 2016 году темпы роста в регионе КЦА вырастут до 4 процентов благодаря улучшению показателей экономического роста в России и Европе.

Риски в основном связаны с ухудшением ситуации. Дальнейшее снижение цен на нефть не только негативно скажется на странах-экспортерах нефти, но и приведет к замедлению роста в странах-импортерах нефти из-за вторичных эффектов из России, являющейся экспортером нефти. Более низкие, чем ожидается, темпы роста в Китае и других странах с формирующимся рынком могут вызвать дополнительное снижение мировых цен на биржевые товары и негативно повлиять на страны-экспортеры биржевых товаров в регионе. Более низкие по сравнению с ожиданиями темпы роста в других странах, являющихся основными торговыми партнерами, таких как Россия и страны Европы, также могут сдерживать восстановление экономики.

Реформы должны обеспечить поддержку стабильности и роста

Сальдо бюджетов ухудшились в разных странах региона из-за контрциклических мер налогово-бюджетной политики и уменьшения доходов в результате снижения цен на нефть в странах-экспортерах нефти и ослабления экономической активности в странах-импортерах. В странах-экспортерах цены на нефть, обеспечивающие сбалансированность бюджета, превышают текущие цены на нефть. В среднесрочной перспективе необходимо провести консолидацию бюджета, чтобы обеспечить пополнение резервов и накопление в странах достаточных сбережений для будущих поколений. Для стран-импортеров нефти среднесрочная бюджетная консолидация также является приоритетной задачей при одновременном

сохранении объемов капитальных расходов и расходов на систему социальной защиты с целью придания экономическому росту всеобъемлющего характера.

Замедление темпов экономического роста в сочетании со снижением курсов валют повысило уязвимость существенно долларизированных финансовых секторов. Целевое кредитование, кредиты нехеджированным заемщикам и короткие открытые валютные позиции усилили воздействие внешних шоков на сектор и требуют укрепления надзора, проведения макропруденциальной политики и реализации антикризисных мер.

Развитие частного сектора за пределами добывающих отраслей и обеспечение всеобъемлющего характера экономического роста помогут региону КЦА уменьшить свою зависимость от биржевых товаров и денежных переводов и повысить устойчивость по отношению к шокам. Регион отстает от других стран с формирующимся рынком и развивающихся стран по качеству образования, развитию финансового сектора и разнообразию экспорта, при этом во многих странах деловая среда и борьба с коррупцией также находятся на низком уровне. Устранение этих недостатков расширит возможности для экономического процветания в будущем.

Регион КЦА: отдельные экономические показатели, 2000–2016 годы

(В процентах ВВП, если не указано иное)

	Среднее 2000–11	2012	2013	2014	Прогнозы	
					2015	2016
КЦА						
Реальный ВВП (годовой рост)	8,9	5,6	6,6	5,3	3,7	4,0
Сальдо счета текущих операций	1,3	3,2	1,9	2,0	-3,4	-3,8
Общее сальдо бюджета	2,6	4,7	2,8	0,9	-3,5	-1,5
Инфляция, в среднем за период (годовой рост)	9,7	5,3	6,0	5,8	6,8	7,4
Страны-экспортеры нефти и газа КЦА						
Реальный ВВП (годовой рост)	9,3	5,6	6,8	5,4	3,8	4,1
Сальдо счета текущих операций	2,7	4,7	2,9	3,3	-2,7	-3,2
Общее сальдо бюджета	3,4	5,5	3,4	1,3	-3,5	-1,2
Инфляция, в среднем за период (годовой рост)	9,9	5,7	6,3	5,9	6,8	7,6
Страны-импортеры нефти и газа КЦА						
Реальный ВВП (годовой рост)	6,6	5,5	5,7	4,7	2,3	3,0
Сальдо счета текущих операций	-8,4	-10,2	-7,2	-10,2	-10,0	-9,2
Общее сальдо бюджета	-3,2	-2,2	-2,4	-2,2	-3,6	-3,6
Инфляция, в среднем за период (годовой рост)	8,2	2,1	3,6	4,6	6,3	6,1

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.

3. Кавказ и Центральная Азия: для преодоления шоков, связанных с товарными ценами и ситуацией в России, нужны реформы

Волна серьезных внешних шоков, в том числе снижение цен на биржевые товары и экономический спад в России, ухудшили перспективы роста и повысили уязвимость региона. Увеличение государственных расходов способствовало смягчению непосредственного воздействия на экономическую активность, однако консолидация бюджета остается приоритетной задачей в среднесрочной перспективе. Снижение курсов валют поддержало конкурентоспособность и помогло сохранить бюджетное пространство, но вместе с тем усилило инфляционное давление и создало проблемы в сильно долларизованных финансовых секторах. Повышение гибкости валютных курсов поможет защитить внешние буферные резервы, но должно сопровождаться усилением финансового надзора для обеспечения финансовой стабильности. Ускорение темпа структурных реформ остается главной предпосылкой для улучшения среднесрочных перспектив экономического роста и создания рабочих мест.

Страны, пораженные внешними шоками

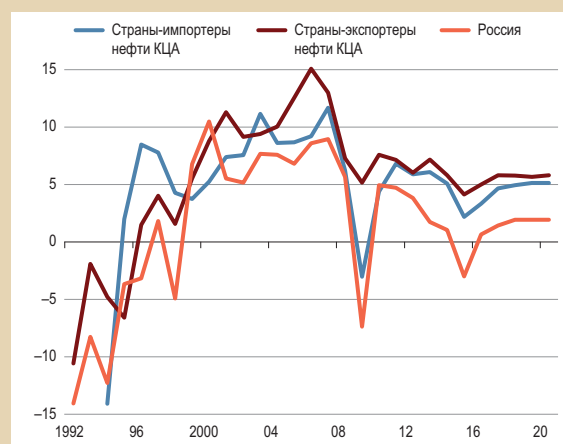
С конца 2014 года регион КЦА испытал воздействие ряда неблагоприятных внешних шоков — обвала цен на биржевые товары, особенно нефть и металлы, значительного снижения экономической активности у основных торговых партнеров, в особенности в России, и понижения конкурентоспособности (из-за повышения курса доллара США, относительно которого многие страны регулируют свои валюты, и снижения курса российского рубля). Ожидается, что эти шоки будут продолжительными, лишь частично отыграют назад в последующие годы и поставят директивные органы перед тяжелым выбором.

Отреагировав на эти шоки, экономическая активность снизилась ввиду сильной зависимости стран региона от экспорта биржевых товаров, тесных связей с Россией по линии торговли и денежных переводов и укрепившихся внутрирегиональных торговых связей между странами КЦА, экспортирующими и импортирующими нефть. Ожидается, что в этом году экономический рост достигнет лишь 3¼ процента — один из самых

Подготовлено Саадом Кайюмом с использованием материала от Инуту Луконги; помощь в исследованиях оказал Марк Фишер.

Рисунок 3.1

Темпы роста КЦА (Процентное изменение)



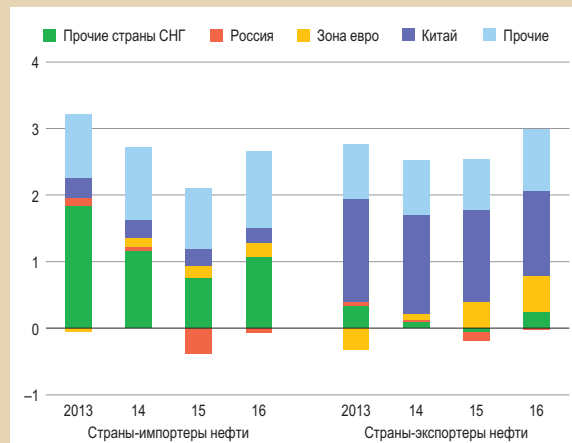
Источники: официальные органы стран; оценки персонала МВФ.

низких показателей после обретения независимости и на 1½ процентных пункта ниже, чем в 2014 году (рис. 3.1). Усиление роста в России, Европе и странах региона, являющихся торговыми партнерами должно обеспечить более сильную поддержку внешнего спроса и довести рост примерно до 4 процентов в 2016 году. Однако среднесрочные прогнозы намного ниже уровней 2000–2007 годов (рис. 3.1). Замедление темпов среднесрочного экономического роста отражает снижение темпов роста производительности, недостаточность инвестиций в материальную

Рисунок 3.2

Темпы роста торговых партнеров

(Процентное изменение, взвешенное по доле экспорта)



Источники: официальные органы стран; оценки персонала МВФ.
Примечание. СНГ = Содружество Независимых Государств.

инфраструктуру, чрезмерную зависимость от биржевых товаров, цены на которые упали, и ослабление перспектив экономического развития России и, в меньшей степени, Китая и Европы (Mitra et al., готовится к выпуску).

В странах-экспортерах нефти КЦА экономический рост в 2015 году, согласно прогнозам, составит $3\frac{3}{4}$ процента, снизившись с уровня почти $5\frac{1}{2}$ процента в предыдущем году, несмотря на значительные бюджетные стимулы в ряде стран (3 процента ВВП в Казахстане и 1 процент ВВП в Узбекистане). Замедлению экономического роста способствовали снижение темпов роста нефтедобычи (Азербайджан, Казахстан), уменьшение денежных переводов из России (Узбекистан) и более низкий уровень государственных инвестиций (Туркменистан), а также ослабление доверия в результате девальвации валют. Восстановление экономического роста до 4 процентов ожидается в 2016 году, поскольку экономический рост в странах, являющихся важными торговыми партнерами, таких как Россия и страны зоны евро, усиливается, а внутреннее доверие восстанавливается (рис. 3.2).

В странах-импортерах нефти КЦА ожидается замедление роста до $2\frac{1}{4}$ процента в 2015 году с $4\frac{3}{4}$ процента в 2014 году, несмотря на резкое

увеличение реальных бюджетных расходов в Кыргызской Республике и Армении. Страны-импортеры нефти имеют тесные экономические связи с Россией через торговлю, инвестиции и особенно денежные переводы. Соответственно, сжатие экономики в России на $3\frac{3}{4}$ процента в 2015 году оказало сильное воздействие на эти страны. Снижение цен на алюминий, хлопок (Таджикистан), медь (Армения) и уменьшение добычи золота (Кыргызская Республика) в совокупности с ужесточением денежно-кредитной политики для сокращения инфляционного и курсового давления также повлияли на экономическую активность в 2015 году. В 2016 году ожидается частичное восстановление роста до 3 процентов с учетом повышения внешнего спроса из России и других стран региона (рис. 3.2).

Риски снижения темпов роста

Растут риски снижения темпов роста в связи с возможным дальнейшим ухудшением внешней среды. Дальнейшее снижение цен на нефть может отрицательно сказаться не только на странах-экспортерах нефти, но и на странах, импортирующих нефть, ввиду сокращения импорта и денежных переводов из России — страны-экспортера нефти, чья валюта последние месяцы следовала за колебаниями цены на нефть. Связи с Китаем приобретают все большее значение (вставка 3.1; рис. 1.4 в главе 1), и, следовательно, более существенное, чем ожидалось, замедление темпов роста в Китае может ослабить спрос на экспорт из КЦА (особенно на газ и прочие биржевые товары из Армении, Казахстана, Туркменистана и Узбекистана) и сократить прямые иностранные инвестиции (ПИИ) из Китая. Кроме того, снижение экономической активности в Китае может еще больше усилить понижающее давление на мировые цены на биржевые товары (особенно нефть и металлы), учитывая значительную долю Китая в мировом потреблении биржевых товаров. Это ударит по странам-экспортерам таких биржевых товаров, в том числе из региона КЦА. Страны-импортеры биржевых товаров также будут затронуты в силу своих связей с Россией и странами КЦА, экспортирующими биржевые товары.

Вставка 3.1

Укрепление связей между Китаем и КЦА

Усиление роли Китая в регионе КЦА создает возможность для стимулирования роста, занятости и диверсификации. Оно также создает проблемы в области экономической политики, а именно быстрый рост внешних долговых обязательств перед Китаем, требующий принятия стимулирующих мер с целью сохранения устойчивости долговой ситуации в регионе.

Торговые и финансовые связи между Китаем и регионом КЦА за последнее десятилетие усилились, и ожидается, что в последующие годы они будут продолжать расширяться (рис. 3.1.1 и 3.1.2).

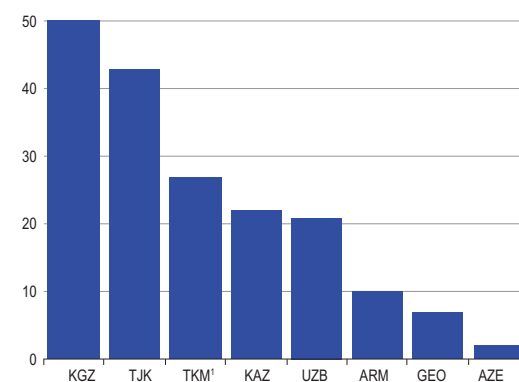
- Товарооборот между Китаем и регионом КЦА за последнее десятилетие увеличился почти в десять раз, до 48 млрд долларов США на конец 2014 года с уровня, составлявшего всего 5 млрд долларов США в 2005 году¹. Для Кыргызской Республики, Таджикистана и Туркменистана Китай является основным торговым партнером, обеспечивая более 25 процентов в совокупном товарообороте каждой страны. Экспорт в Китай представлен в основном нефтью и газом, минеральными ресурсами и металлами, а импорт состоит главным образом из продукции обрабатывающей промышленности.
- Официальное кредитование Китаем региона КЦА также резко возросло, с 262 млн долларов США в 2007 году до 4 435 млн долларов США в 2014 году². Внешние долговые обязательства перед Китаем растут быстрыми темпами, особенно в Кыргызской Республике, Таджикистане и Туркменистане. Трансграничные банковские риски находятся на низком уровне и существуют всего в двух странах (Грузия, Казахстан), а прочие связи, такие как валютные свопы и поддержка бюджета, носят случайный характер.
- Прямые иностранные инвестиции из Китая в последние годы также быстро увеличивались, достигнув в 2012 году 5 555 млн долларов США³. Ожидается, что в течение следующих трех-пяти лет Китай инвестирует в КЦА еще 30–35 млрд долларов США, в основном в инфраструктуру и горнодобывающую промышленность.

Экономические интересы Китая в регионе связаны с доступом к природным ресурсам, строительством инфраструктуры для поддержки добывающей и прочей экономической деятельности и прокладыванием новых путей на европейские рынки. Для реализации этой концепции Китай в 2013 году выступил с инициативой «Один пояс, один путь», к которой присоединились 58 стран из Южной, Восточной и Западной

Рисунок 3.1.1

Торговля КЦА с Китаем

(В процентах совокупной торговли, 2014 год)



Источники: МВФ, база данных «Статистика географической структуры торговли»; оценки персонала МВФ.
Примечание. Аббревиатурами стран служат страновые коды, используемые Международной организацией по стандартизации (ИСО).
¹ Данные, полученные от органов власти Туркменистана.

Подготовлено Эдди Джемайелем и Риту Басу.

¹ Статистика географической структуры торговли (СГСТ), МВФ.

² Сюда не входит Азербайджан, по которому информация отсутствует.

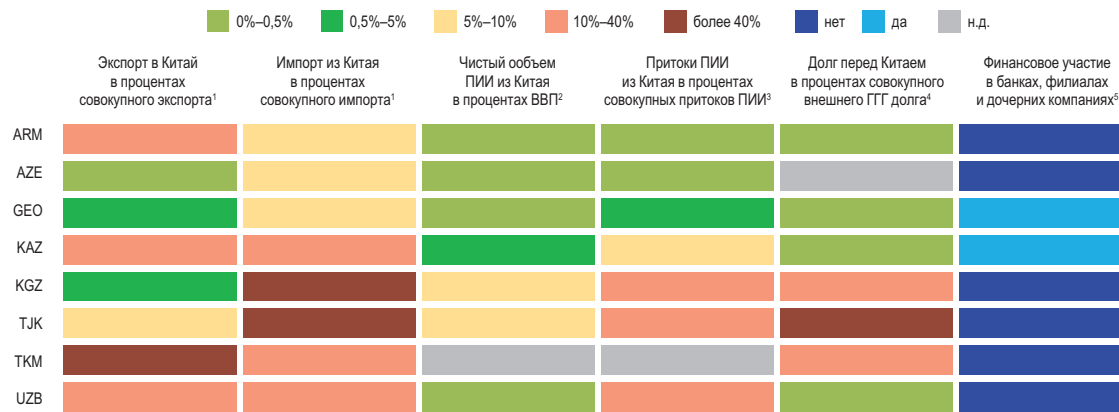
³ Этот совокупный показатель включает Грузию (с данными, относящимися к 2011 году), тогда как данные по Туркменистану отсутствуют.

(продолжение на след. стр.)

Вставка 3.1 (продолжение)

Рисунок 3.1.2

Связи между Китаем и КЦА



Источники: МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики» (ПРМЭ), база данных «Статистика географической структуры торговли» (СГСТ), база данных Координированного обследования прямых инвестиций (КОПРИ); Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД); официальные органы стран; оценки персонала МВФ.

Примечание. ПИИ = прямые иностранные инвестиции; ГГГ = государственный и гарантированный государством.

¹ Данные СГСТ, относящиеся к 2014 году.

² Данные КОПРИ, при наличии. Данные ЮНКТАД использовались для Таджикистана и Узбекистана. Данные относятся к 2013 году (последний год, за который имеются данные), кроме данных для Грузии (2011 год), Таджикистана и Узбекистана (2012 год).

³ Данные ЮНКТАД, при наличии. Страновые источники использовались для Таджикистана и Узбекистана. Данные относятся к 2012 году (последний год, за который имеются данные). Притоки ПИИ измерены на валовой основе.

⁴ Данные органов государственной власти по совокупному внешнему ГГГ долгу и внешнему ГГГ долгу в разрезе кредиторов в 2014 году.

⁵ Данные официальных органов стран.

Азии, а также из Восточной Европы, Южной и Западной Европы и Восточной Африки⁴. Ее цель заключается в том, чтобы создать Экономический пояс Шелкового пути, соединяющий страны в регионе, Южной Азии, Юго-Восточной Азии, на Ближнем Востоке и в Европе в транспортный коридор через автомагистрали, в тандеме с Морским шелковым путем XXI века, который соединит Китай с Европой через морские пути Азии (рис. 3.1.3). Эти инициативы будут поддерживаться Фондом развития Шелкового пути с капиталом 40 млрд долларов США и Азиатским банком инфраструктурных инвестиций (АБИИ) с капиталом 100 млрд долларов США⁵. Ожидается, что участие Китая улучшит экономические перспективы региона, в частности за счет доступа к крупным кредитам на инфраструктурные цели. Это увеличит возможности для ликвидации инфраструктурных пробелов и экономической диверсификации.

В целях максимизации эффектов от китайских инвестиций и торговли для экономического роста и занятости, а также обеспечения устойчивости внешней долговой ситуации необходимо принять вспомогательные меры политики. Реализация стратегии осмотрительного управления долгом и прохождение инвестиционными проектами строгой процедуры оценки укрепит потенциал управления быстрорастущей внешней задолженностью. Оптимизация налоговых льгот и улучшение делового климата также помогут уравнивать условия для внутренних и иностранных инвесторов.

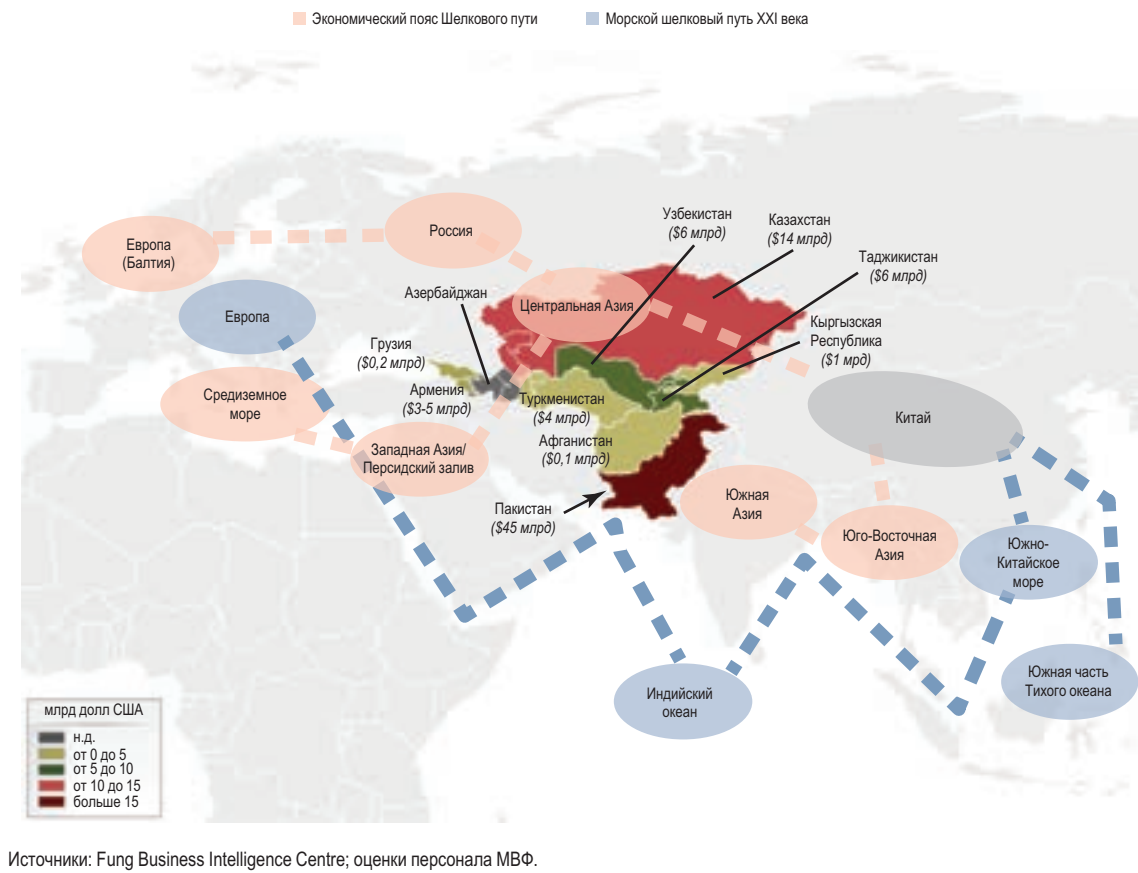
⁴ Сюда входят все страны КЦА: Азербайджан, Армения, Грузия, Казахстан, Кыргызская Республика, Таджикистан, Туркменистан и Узбекистан. В число участников входят и несколько стран БВСАП, включая Афганистан, Бахрейн, Египет, Иорданию, Ирак, Иран, Йемен, Катар, Кувейт, Ливан, Оман, Пакистан, Саудовскую Аравию и Сирию. Источник: Fung Business Intelligence Centre (2015).

¹⁰ Из 57 стран-членов АБИИ пять — из региона КЦА (Азербайджан, Казахстан, Кыргызская Республика, Таджикистан, Узбекистан).

Вставка 3.1 (окончание)

Рисунок 3.1.3

Инициатива Китая «Один пояс, один путь» и обязательства в отношении будущих инвестиций



Еще один риск замедления темпов роста заключается в том, что нормализация денежно-кредитной политики Соединенных Штатов может повысить стоимость заимствования для стран, имеющих доступ к международным рынкам (Азербайджан, Армения, Грузия, Казахстан), в большей степени, чем ожидается в настоящее время. Дальнейшее укрепление доллара США, отражающее асимметричность денежно-кредитной политики в ведущих развитых странах, наряду с ослаблением валют стран с формирующимся рынком может оказать давление на валюты КЦА, неблагоприятным образом повлияв на посредничество через сильно долларизованные финансовые системы стран КЦА. Риски повышения темпов роста

включают более активное восстановление экономики России, более быстрый, чем ожидалось, экономический рост в Китае и Европе и более значительный, чем ожидалось, подъем цен на биржевые товары.

Валютные курсы под давлением

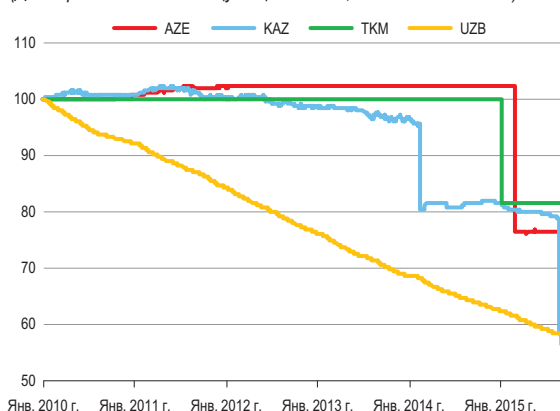
Многие страны КЦА жестко регулируют свои валюты относительно доллара США посредством применения прямых режимов курсовой привязки (Азербайджан, Туркменистан), узких коридоров (Армения, Таджикистан) или с использованием предварительно объявляемой траектории

Рисунок 3.3

Валютные курсы КЦА

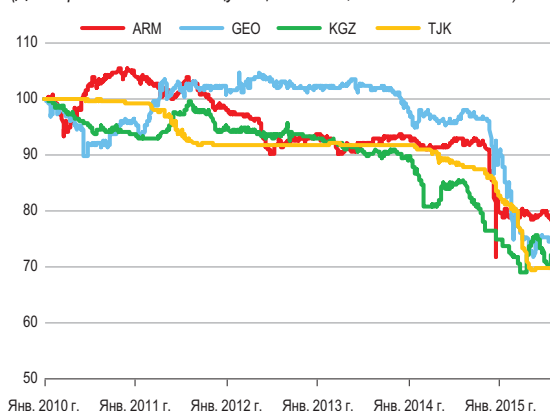
Страны-экспортеры нефти

(Долларов США за единицу нац. валюты, 1 янв. 2010 г. = 100)



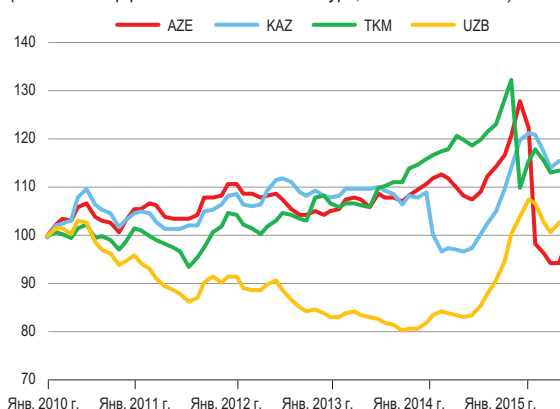
Страны-импортеры нефти

(Долларов США за единицу нац. валюты, 1 янв. 2010 г. = 100)



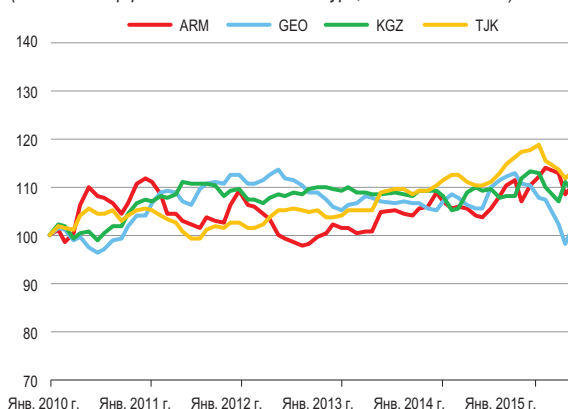
Страны-экспортеры нефти

(Реальный эффективный валютный курс, янв. 2010 г. = 100)



Страны-импортеры нефти

(Реальный эффективный валютный курс, янв. 2010 г. = 100)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Повышение курса представляет собой положительную динамику. Аббревиатурами стран служат страновые коды, используемые Международной организацией по стандартизации (ИСО).

валютного курса (Узбекистан). До перехода к режиму плавающего валютного курса в августе 2015 года Казахстан также жестко регулировал свою валюту в пределах узкого коридора.

Повышение курса доллара США и резкое снижение стоимости российского рубля вместе с сокращением притока иностранной валюты (денежные переводы, ПИИ, экспорт) создали давление на валюты КЦА, вызвав необходимость корректировки¹. Многие страны КЦА провели интервенции

на валютном рынке и, соответственно, понесли потери в части своих международных резервов.

С ноября 2014 года по август 2015 года все валюты КЦА ослабли относительно доллара США (рис. 3.3). Это, в свою очередь, помогло сдержать резкое повышение реальных эффективных валютных курсов (то есть укрепление их валют относительно валют торговых партнеров с поправкой на инфляцию) в конце 2014 года (рис. 3.3).

¹ С августа 2014 года по 2015 год номинальный эффективный курс доллара США повысился

на 16 процентов, а российского рубля упал на 45 процентов относительно курс доллара США.

В некоторых странах сохраняется давление в сторону корректировки валютного курса. Например, в Узбекистане разница между официальным курсом и курсом параллельного рынка с начала текущего года значительно возросла. Повышение гибкости валютных курсов, сопровождаемое более четкой информационной работой, направленной на стабилизацию ожиданий рынка, поможет странам КЦА приспособиться к внешним шокам и повысить свою конкурентоспособность². Тем не менее, директивным органам также нужно учитывать воздействие валютного курса на их финансовый сектор и принимать меры по обеспечению его устойчивости, особенно учитывая свойственный сектору значительный объем кредитов в иностранной валюте нехеджированным заемщикам и коротких позиций в иностранной валюте (вставка 3.2).

Налогово-бюджетная политика: поддержка краткосрочного экономического роста, восстановление буферных резервов и сохранение устойчивости долга

Антициклические меры налогово-бюджетной политики помогли многим странам КЦА смягчить снижение экономической активности в 2015 году. Дефицитам бюджетов в большинстве стран позволили вырасти при увеличении совокупных расходов (особенно в связи с государственными инвестициями) или сохранении ими стабильности, в то время как произошло сокращение доходов в связи со снижением цен на нефть в странах-экспортерах нефти и ослаблением экономической активности по всему

² К числу мер по повышению гибкости валютных курсов относятся ограничение валютных интервенций в Армении, Кыргызской Республике и Таджикистане, введение коридора вокруг центрального паритета или валютной корзины в Туркменистане и увеличение темпа девальвации валюты в Узбекистане.

Рисунок 3.4

Общее сальдо бюджета КЦА (В процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.
¹ В процентах от нефтяного ВВП.

региону (рис. 3.4). Азербайджан и Туркменистан с прогнозируемым снижением государственных расходов в 2015 году представляют собой исключения, поскольку эти страны уже приступили к консолидации своих нефтяных бюджетных позиций в ответ на снижение цен на нефть. Приrost доходов от корректировок валютных курсов также помог этим странам и Казахстану сократить масштаб необходимой бюджетной корректировки (рис. 4.10 в главе 4)³.

Меры налогово-бюджетной политики должны обеспечивать устойчивость краткосрочной адаптации в среднесрочной перспективе. В связи с ожидаемым в 2016 году улучшением внешних условий, в основном после начала восстановления экономического роста в России и Европе, большинство стран КЦА, как ожидается, снова встанут на путь консолидации бюджетов.

Так как в ближайшие годы ожидаются низкие цены на нефть, конкретные планы среднесрочной бюджетной консолидации обязательны для того, чтобы страны-экспортеры нефти могли восстановить буферные резервы и обеспечить

³ Поскольку бюджетные доходы от экспорта нефти поступают в долларах США, снижение валютного курса увеличивает их стоимость в национальной валюте.

Вставка 3.2

Принятие взвешенного компромиссного решения при выборе между макроэкономическими целями и целями финансовой стабильности в странах КЦА

В условиях ослабления экономической активности и повышения финансовых рисков странам КЦА необходимо увязать три конкурирующие между собой цели политики: поддержка роста, урегулирование внутренних и внешних дисбалансов и обеспечение того, чтобы финансовый сектор оставался стабильным и осуществлял эффективное посредничество между вкладчиками и инвесторами. Внешние шоки нарушают стабильность банковской системы, оказывая неблагоприятное воздействие на экономику. В этой связи сокращение экономических дисбалансов поддержит стабильность банковской системы.

Увеличение гибкости валютных курсов может сыграть важную роль в повышении конкурентоспособности, сокращении торговых и бюджетных дисбалансов, сохранении резервов и стимулировании роста. Однако оно может подорвать способность нехеджированных заемщиков обслуживать свой долг в иностранной валюте, а также дестабилизировать долларизованные банковские системы. В игру вступают несколько динамических характеристик, которые показывают, с какими трудностями сопряжен выбор альтернатив политики при текущем стечении обстоятельств:

- Ожидания девальвации валют повышают степень долларизации депозитов, что увеличивает короткие открытые валютные позиции и риск убытков от переоценки, тем самым ослабляя банковский капитал и внутреннюю ликвидность.
- Снижение валютных курсов также подрывает буферные запасы достаточности капитала у банков, имеющих капитал в местной валюте, а взвешенные с учетом риска активы — в долларах. Оно также увеличивает долговое бремя домашних хозяйств и корпораций, заимствующих средства в долларах.
- Защита валютного курса путем продажи официальных резервов сократит внешние буферные резервы, что может подорвать доверие и повысить риск неупорядоченной корректировки валютного курса.
- Передача воздействия валютного курса на инфляцию является высокой в силу высокой зависимости стран от импорта, однако ужесточение денежно-кредитной политики для сокращения инфляционного давления и обеспечения поддержки валютного курса может усугубить уже и так непростую ситуацию с ликвидностью в банках.
- Повышение процентных ставок для сокращения инфляционного давления усиливает бремя обслуживания долга у заемщиков, имеющих валютные кредиты с плавающей ставкой, в момент, когда их кредитное бремя и так усилилось из-за девальвации; при этом слабый механизм передачи воздействия процентных ставок сокращает их эффективность в части подавления инфляции.
- Повышение рисков для финансовой стабильности и ослабление совокупного спроса ограничивают рост кредита частному сектору, что может дополнительно ослабить банковские балансы.

Ожидается, что внешние шоки, поразившие регион, сохранят свое воздействие, что потребует корректировки реального эффективного валютного курса, важной частью которой является снижение номинального курса. При высокой долларизации и низком росте, которые ограничивают степень возможного снижения валютных курсов до появления угрозы для стабильности финансовой системы, краткосрочная политика должна быть ориентирована на меры по усилению устойчивости банков к макрошокам. К таким мерам относятся следующие:

- Мониторинг кредитных рисков, рисков концентрации, валютных рисков и рисков ликвидности (неожиданного массового изъятия депозитов и системных рисков ликвидности) через совершенствование правил представления отчетности и раскрытия информации об открытых валютных позициях банков и заемщиков, а также проведение стресс-тестирования.

Подготовлено Инуту Луконгой и Саадом Квайюмом.

Вставка 3.1 (окончание)

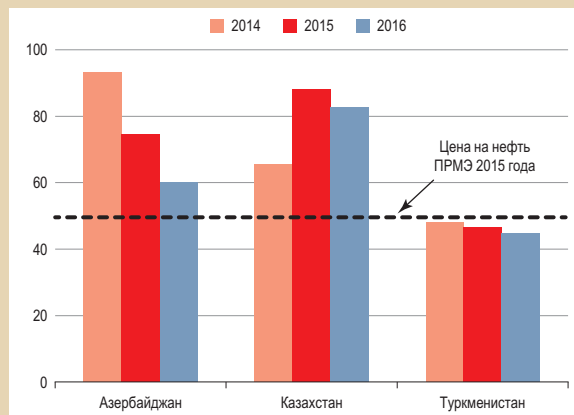
- Усиление банковского надзора, в особенности контроля за практикой банков в области управления рисками и определением цены валютных рисков, а также сокращение целевого кредитования.
- Пруденциальные меры, включая требования к минимальному капиталу и резервированию средств для покрытия рисков платежеспособности, возникающих из-за несоответствия валют активов и пассивов заемщиков, и требования к ликвидности в иностранной валюте для сокращения рисков ликвидности.
- Сокращение леввериджа среди заемщиков путем установления лимитов на отношение долга к доходам, отношение суммы ипотечного кредита к стоимости недвижимого имущества и дополнительных сборов с капитала при кредитовании нехеджированных заемщиков.
- В долларизованных банковских системах соответствие валютных позиций не защищает банки от убытков. Необходимо рассмотреть возможность применения пруденциального подхода, направленного на защиту отношения капитала к активам.

Средне- и долгосрочные цели политики должны включать устранение коренных причин долларизации. Этого можно достичь посредством развития финансовых рынков для обеспечения альтернативных инвестиционных возможностей в национальных валютах и разработку инструментов хеджирования (работа Ben Naceur, Hosny, and Hadjjan 2015). Эти меры должны подкрепляться разумными мерами макроэкономической и финансовой политики для формирования доверия к национальной валюте.

Рисунок 3.5

Безубыточные для бюджета цены на нефть в КЦА

(В долларах США за баррель)



Источники: официальные органы стран; оценки персонала МВФ.
Примечание. ПРМЭ = МВФ, база данных «Перспектив развития мировой экономики».

справедливость по отношению к будущим поколениям. Как показано на рисунке 3.5, безубыточные для бюджета цены двух из трех стран-экспортеров нефти будут выше прогнозируемых на этот год 52 долларов США, что указывает на их неспособность сбалансировать свои бюджеты при сохранении низкого уровня цен на нефть.

В странах-импортерах нефти бюджетная консолидация в среднесрочной перспективе при сохранении прежнего уровня капитальных и социальных расходов в купе с повышением качества государственных расходов помогут обеспечить устойчивость долговой ситуации и одновременно гарантировать рост, придав ему всеобъемлющий характер. В среднем в странах-импортерах нефти прогнозируется увеличение государственного долга примерно на 7 процентных пунктов ВВП относительно прошлого года до порядка 45 процентов ВВП, при этом в Кыргызской Республике он достигнет почти 60 процентов, а в Армении приблизится к 50 процентам.

Денежно-кредитная политика сталкивается со сложной проблемой выбора

Снижение валютных курсов должно ускорить инфляцию в большинстве стран в 2015 году, несмотря на ослабление спроса и низкие мировые цены на продовольствие. Ожидается, что инфляция в КЦА поднимется в 2015 году до 6¾ процента с 5¾ процента в 2014 году, достигнув двузначных цифр в Таджикистане.

В 2016 году прогнозируется увеличение инфляции в Казахстане, Кыргызской Республике и Грузии, отчасти из-за снижения валютных курсов, а во всех прочих странах ожидается ее замедление благодаря в целом умеренным ценам на продовольствие и топливо и слабому внутреннему спросу.

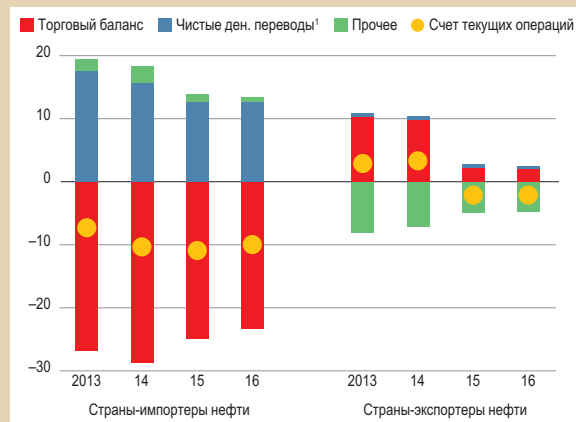
Денежно-кредитная политика в регионе КЦА сталкивается со сложной проблемой выбора: инфляция растет, при этом экономическая активность остается слабой, а сильно долларизованные финансовые сектора во многих странах испытывают стресс. Ужесточение денежно-кредитной политики может помочь стабилизировать инфляционные ожидания, однако излишнее ужесточение может ослабить финансовое посредничество и затормозить экономическую активность. Денежно-кредитную политику необходимо ужесточить в странах с высоким инфляционным давлением (Таджикистан, Узбекистан). В Грузии вырос темп инфляции, и центральный банк в рамках своего режима таргетирования инфляции в этом году пять раз повышал свою директивную ставку до уровня 7 процентов к концу сентября с 4 процентов в декабре 2014 года. В Армении, где проблема выбора из альтернативных вариантов стоит особенно остро, а денежно-кредитные условия жестче, чем были год назад, скорость нормализации должна быть увязана с инфляционными перспективами.

Усиление внешней уязвимости

В 2015 году прогнозируется радикальное ослабление внешних позиций в КЦА, в основном из-за снижения цен на нефть и металлы, резкого сокращения денежных переводов из России и падения конкурентоспособности местных товаров относительно российских товаров в связи со значительным ослаблением рубля. Ожидается, что сальдо счетов текущих операций в странах-экспортерах нефти КЦА из профицита в размере 3¼ процента ВВП в 2014 году превратится в дефицит в размере 2¾ процента в 2015 году в связи со значительными потерями выручки

Рисунок 3.6

Анализ счета текущих операций в КЦА (В процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; оценки персонала МВФ.
¹ Исключая оплату труда.

от экспорта нефти (рис. 3.6). В 2016 году прогнозируется дальнейшее сокращение экспорта под воздействием сокращения нефтяных поступлений, что доведет дефицит по счету текущих операций до 3¼ процента ВВП.

В странах-импортерах нефти КЦА ожидается сохранение дефицита счетов текущих операций на высоком уровне — около 10 процентов ВВП. Ослабление экспорта и значительное сокращение долларовой стоимости денежных переводов — отчасти из-за ослабления российского рубля — должны нейтрализовать выигрыш от снижения цен на нефть и замедления роста импорта. Учитывая зависимость от экономических перспектив России, потоки денежных переводов, как ожидается, восстановятся лишь со временем. В 2016 году ожидается небольшое сокращение дефицита счетов текущих операций, который останется на уровне свыше 9 процентов ВВП. Прогнозируется, что внешний долг вырастет в 2015 году до 74 процентов ВВП с 63 процентов ВВП в прошлом году из-за снижения валютных курсов и увеличения государственных потребностей в финансировании. Ожидается, что в Таджикистане резервы останутся на уровне примерно одного месяца импорта, но в других странах-импортерах нефти будут составлять более трех месяцев импорта.

Распространение вторичных эффектов от экономики на финансовый сектор

Девальвации валют, сокращение денежных переводов и снижение экономической активности создают напряжение для финансового сектора в КЦА. Воздействие этих шоков было усилено значительными факторами уязвимости, существовавшими ранее: долларизацией банковских балансов, короткими открытыми валютными позициями, кредитованием нехеджированных заемщиков, целевым кредитованием и концентрацией кредитных портфелей. Эти факторы уязвимости подразумевают, что буферные резервы капитала могут давать завышенную оценку способности банков абсорбировать шоки.

Балансы банков, домашних хозяйств и корпораций уже начали ослабляться по мере роста убытков от переоценки, а также кредитных рисков и рисков ликвидности. Банковская прибыльность и достаточность капитала сократились, а уровень необслуживаемых кредитов вырос (Азербайджан, Армения, Таджикистан — рис. 6.3 в главе 6)⁴. Финансовые условия ужесточились (особенно в Казахстане и Армении). Увеличившиеся балансовые риски усилили стремление банков избегать рисков, что в сочетании с сокращающимся совокупным спросом ограничивает рост кредита частному сектору. Несмотря на низкую емкость финансового рынка и слабую связь между кредитом и экономическим ростом в КЦА, вялый рост кредита оказывает эффекты обратной связи на экономическую активность и может повлиять на цены активов, приводя к дальнейшему ухудшению банковских балансов.

Для защиты финансовых систем меры политики должны быть направлены на улучшение

⁴ В Азербайджане раскрытые необслуживаемые кредиты дают заниженную оценку, так как включают только просроченную часть основного долга и процентов.

контроля за формирующимися макрофинансовыми рисками и усиление надзора и макропруденциальных мер политики, а также основ антикризисного управления, которые могут обеспечить упорядоченное урегулирование в случае банковского кризиса. Также необходимо предпринимать шаги для сокращения целевого кредитования (особенно в Таджикистане и Туркменистане), выполнения пруденциальных положений, относящихся к крупным рисковым сделкам и прочим случаям концентрации кредитов, а также бороться с причинами долларизации. Кроме того, директивным органам надлежит принять взвешенное компромиссное решение при выборе между макроэкономическими целями и целями по обеспечению финансовой стабильности (вставка 3.2; см. также главу 6).

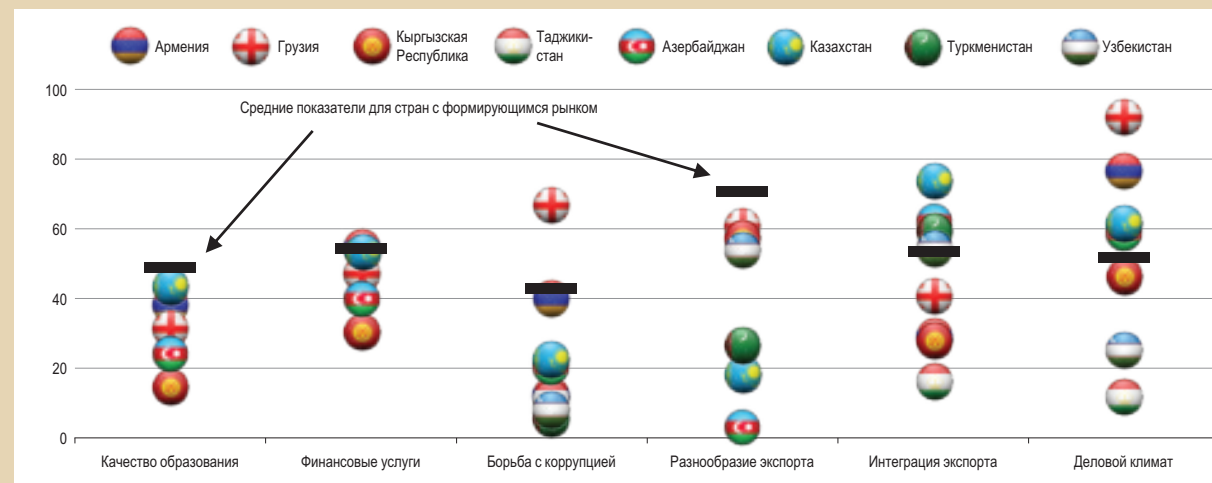
Улучшение среднесрочных экономических перспектив и создание рабочих мест

Развитие частного сектора за пределами добывающих отраслей и обеспечение всеобъемлющего характера экономического роста помогут региону КЦА сократить свою зависимость от биржевых товаров и денежных переводов. Регион отстает от прочих стран с формирующимся рынком и развивающихся стран с точки зрения качества образования, финансового развития и диверсификации экспорта, при этом для многих стран по-прежнему характерны слабый контроль за коррупцией и неблагоприятный деловой климат (рис. 3.7). Устранение этих проблем, а также узких мест в инфраструктуре, основанная на принципах рыночной экономики реструктуризация государственных предприятий будут способствовать улучшению среднесрочных перспектив роста и создадут возможности для трудоустройства возвращающихся мигрантов и новых участников рынка труда. Темпы роста производительности можно еще больше ускорить, взяв на вооружение более современные способы производства за счет усиления интеграции с глобальными цепочками

Рисунок 3.7

Необходимость структурных реформ в КЦА

(Общемировой рейтинг в процентах)



Источники: МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики»; МВФ и Министерство международного развития, индекс разнообразия экспорта; Всемирный экономический форум, «Доклад о глобальной конкурентоспособности»; Всемирный банк, «Ведение бизнеса»; Всемирный банк, «Общемировые показатели государственного управления».

добавленной стоимости (работа Mitra et al., готовится к публикации). Регион КЦА может реализовать значительный экономический потенциал при условии, что он адаптирует свои

меры политики к «новым нормальным условиям», формирующимся под воздействием того, что, вероятно, окажется продолжительными внешними шоками.

КЦА: отдельные экономические показатели

	Среднее 2000–11	2012	2013	2014	Прогнозы	
					2015	2016
Рост реального ВВП	8,9	5,6	6,6	5,3	3,7	4,0
<i>(Годовое изменение; в процентах)</i>						
Армения	8,0	7,1	3,5	3,4	2,5	2,2
Азербайджан	12,7	2,2	5,8	2,8	4,0	2,5
Грузия	6,1	6,4	3,3	4,8	2,0	3,0
Казахстан	8,4	5,0	6,0	4,3	1,5	2,4
Кыргызская Республика	4,3	-0,9	10,5	3,6	2,0	3,6
Таджикистан	8,0	7,5	7,4	6,7	3,0	3,4
Туркменистан	13,9	11,1	10,2	10,3	8,5	8,9
Узбекистан	6,8	8,2	8,0	8,1	6,8	7,0
Инфляция потребительских цен	9,7	5,3	6,0	5,8	6,8	7,4
<i>(Средняя за год; в процентах)</i>						
Армения	4,2	2,5	5,8	3,0	4,3	3,4
Азербайджан	7,1	1,0	2,4	1,4	5,0	4,2
Грузия	6,6	-0,9	-0,5	3,1	3,7	5,0
Казахстан	9,0	5,1	5,8	6,7	6,3	8,6
Кыргызская Республика	9,2	2,8	6,6	7,5	8,3	9,0
Таджикистан	15,3	5,8	5,0	6,1	10,8	8,2
Туркменистан	7,2	5,3	6,8	6,0	7,0	6,0
Узбекистан	15,3	12,1	11,2	8,4	9,7	9,2
Общее сальдо бюджета сектора государственного управления	2,6	4,7	2,8	0,9	-3,5	-1,5
<i>(В процентах ВВП)</i>						
Армения ¹	-3,5	-1,5	-1,6	-1,9	-4,0	-3,5
Азербайджан ¹	4,9	4,9	0,8	-0,4	-9,2	-5,5
Грузия	-3,2	-3,0	-2,6	-2,9	-3,3	-2,7
Казахстан	2,8	4,5	5,0	1,8	-3,2	-0,3
Кыргызская Республика	-3,1	-4,7	-5,1	-3,9	-5,9	-6,7
Таджикистан	-3,1	0,6	-0,8	0,0	-1,9	-2,6
Туркменистан ²	3,2	6,3	1,3	0,8	-0,9	-0,6
Узбекистан	2,8	8,5	2,9	1,9	-0,1	0,3
Сальдо счета текущих операций	1,3	3,2	1,9	2,0	-3,4	-3,8
<i>(В процентах ВВП)</i>						
Армения	-9,4	-10,0	-7,6	-7,3	-5,9	-6,4
Азербайджан	7,1	21,8	16,4	14,1	3,0	2,7
Грузия	-11,6	-11,7	-5,7	-9,7	-10,7	-9,6
Казахстан	-1,0	0,5	0,4	2,1	-3,0	-4,1
Кыргызская Республика	-3,5	-15,6	-15,0	-16,8	-17,7	-15,7
Таджикистан	-3,9	-2,5	-2,9	-9,2	-7,5	-6,1
Туркменистан	4,1	0,0	-7,3	-5,8	-13,6	-12,1
Узбекистан	5,2	1,8	2,9	1,7	0,2	0,3

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

¹Центральное правительство.

²Правительство страны.

4. Бюджетная корректировка в результате снижения цен на нефть в странах-экспортерах нефти БВСА и КЦА

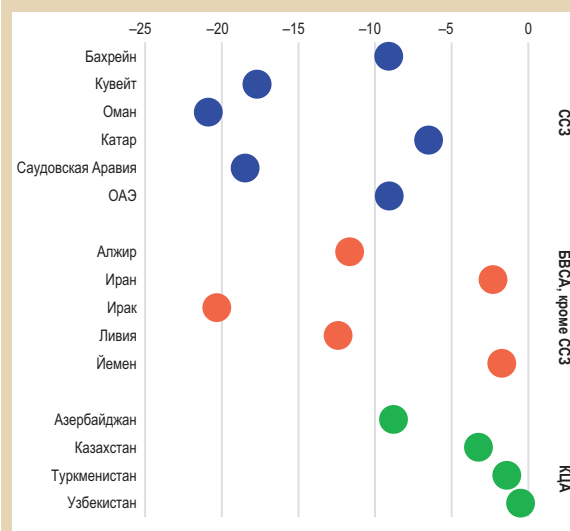
Под воздействием масштабного и продолжительного падения цен на нефть страны БВСА и КЦА, экспортирующие нефть, начали процесс бюджетной корректировки. Хотя многие страны и накопили значительные буферные резервы, которые позволят сокращать дефицит бюджета постепенно, в настоящее время необходимо ускорить разработку конкретных планов, способных обеспечить государственным финансам более надежную основу. К числу приоритетов относятся оптимизация расходов, увеличение налогообложения нефтяного сектора и постепенное восстановление буферных резервов в контексте комплексных реформ налогообложения, цен на энергоносители и управления государственными инвестициями. Решение этих задач требует поддержки в виде обязательных для исполнения среднесрочных налогово-бюджетных параметров, а также надежной стратегии информационной работы.

Резкое снижение цен на нефть значительно ухудшило бюджетные перспективы стран-экспортеров нефти в регионах БВСА и КЦА¹. Согласно прогнозам средняя цена на нефть марки Brent в 2015 году опустится до 53 долларов США за баррель с уровня почти 110 долларов США за баррель в первой половине прошлого года. Сальдо бюджетов стран-экспортеров из значительных профицитов превратились в крупные дефициты, а экспортные поступления стран БВСА и КЦА сократились на 360 млрд долларов США и 45 млрд долларов США соответственно только за этот год.

Воздействие на страны-экспортеры нефти будет значительно различаться (рис. 4.1). Страны с сильной зависимостью от экспорта нефти, особенно страны ССЗ, Алжир, Ирак и Ливия, испытают сокращение доходов бюджета, равное 10–20 процентным пунктам ВВП. Страны с относительно низкими нефтяными поступлениями, такие как Иран и Йемен, напротив, потеряют всего около 2 процентных пунктов ВВП, хотя их более слабые исходные позиции означают, что даже это менее значительное сокращение окажется тяжелым².

Рисунок 4.1

Воздействие снижения цен на нефть на сальдо бюджетов, 2014–2015 годы (В процентах ВВП)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Изменение в сальдо бюджета в связи с прогнозируемым падением цен на нефть с 2014 по 2015 год. ОАЭ = Объединенные Арабские Эмираты.

Подготовлено Греггом Оклером, Саадом Квайюмом, Мартином Соммером (руководитель группы), Эндрю Тиффином и Бруно Версалеом при участии Альберто Бехара и Бена Пивена.

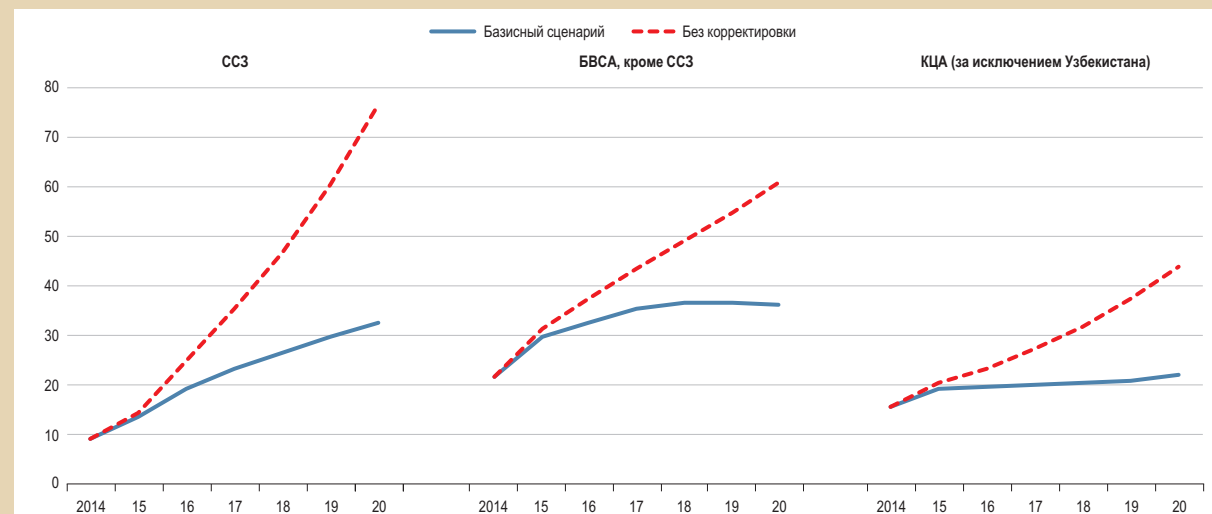
¹ В этой главе слово «нефть» употребляется для обозначения как сырой нефти, так и природного газа.

² Ограниченное воздействие снижения цен на нефть на бюджет Ирана частично объясняется разовым увеличением доли нефтяных поступлений, направляемой в бюджет, с соответствующим уменьшением перечислений в Фонд национального развития.

Рисунок 4.2

Прогнозы государственного долга в альтернативных сценариях

(В процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

Примечание. «Базис» относится к сценарию, основанному на оценке персоналом МВФ вероятных мер политики, проводимых органами власти страны; «без корректировки» подразумевает допущение о сохранении нефтегазового дефицита 2014 года в среднесрочной перспективе.

Среди стран КЦА сильнее всего пострадают Азербайджан и Казахстан, а воздействие на Узбекистан и Туркменистан будет более слабым в связи с характерными для них долгосрочными договорами на поставку природного газа³.

Для стран-экспортеров нефти главным вопросом политики является бюджетная корректировка и восстановление буферных резервов в среднесрочной перспективе. К концу десятилетия прогнозируется лишь скромное восстановление цены

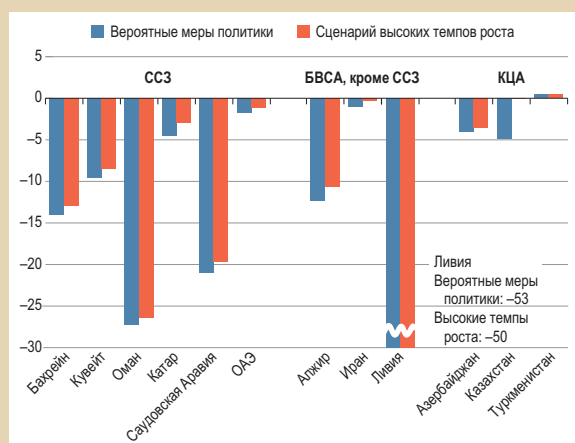
³ Цены на природный газ в целом снизились наравне с ценами на нефть на большинстве рынков (хотя и с запозданием). Необходимо отметить исключения, обусловленные географической сегментацией рынка природного газа и эксклюзивным характером долгосрочных договоров на поставку. Несколько стран КЦА, например, остались в выигрыше благодаря фиксированным ценам в договорах на поставку трубопроводного газа. Если говорить об Узбекистане, то переориентация экспорта природного газа с России на Китай — который платит более высокую цену — помогла компенсировать неблагоприятное воздействие снижения международных цен на нефть.

на нефть марки Brent до уровня около 66 долларов США за баррель, а экспортные поступления в странах БВСА и КЦА по-прежнему будут составлять 345 млрд долларов США и 30 млрд долларов США соответственно, то есть ниже уровня 2014 года, даже в 2020 году. В отсутствие корректировки сальдо бюджетов в большинстве стран останутся в глубоком дефиците, а коэффициенты государственного долга будут быстро расти (красные линии на рис. 4.2). Согласно базисным прогнозам МВФ, учитывающим вероятные корректирующие меры политики, рассматриваемые ниже, и исключая временные факторы⁴, среднесрочные бюджетные перспективы выглядят более благоприятно, чем в сценарии без корректировки. Однако даже в базисном сценарии МВФ коэффициенты государственного долга во многих странах-экспортерах ССЗ и КЦА будут продолжать расти (синие

⁴ Например, среднесрочные базисные прогнозы не учитывают недавние временные скачки расходов, связанных с безопасностью, и расходов на оказание международной помощи в некоторых странах.

Рисунок 4.3

Разрыв между прогнозируемыми сальдо бюджетов и рекомендуемыми мерами политики (В процентах нефтегазового ВВП)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Разница между прогнозируемым среднесрочным нефтегазовым первичным сальдо (ННПС) и ННПС, рекомендуемым гипотезой постоянного дохода. Сценарий высоких темпов роста использует допущение об увеличении темпов нефтегазового роста на 1 процентный пункт в год.

линии на рис. 4.2). В ряде стран сальдо бюджетов в среднесрочной перспективе опустятся намного ниже уровней, необходимых для того, чтобы обеспечить сохранение достаточной доли доходов от истощимых запасов нефти и газа для будущих поколений (рис. 4.3). У Бахрейна, Омана и Саудовской Аравии среднесрочные фискальные разрывы составляют порядка 15–25 процентных пунктов нефтегазового ВВП, а терзаемая конфликтами Ливия имеет разрыв свыше 50 процентов

⁵ Это разрыв между среднесрочным прогнозом нефтегазового сальдо бюджета и его рекомендуемым уровнем из модели, использующей гипотезу постоянного дохода (ГПД). Любой расчет чистой приведенной стоимости содержит оговорки в отношении чувствительности к таким допущениям, как процентные ставки, рост населения и задачи директивных органов (например, можно допустить, что директивные органы стремятся обеспечить стабильные реальные расходы или реальные расходы на душу населения в долгосрочной перспективе). Таким образом, к интерпретации точечных оценок фискальных разрывов следует подходить с осторожностью. Базисный целевой ориентир ГПД можно считать слишком амбициозным для стран со значительными потреб-

нефтегазового ВВП⁵. Иран, Катар, Объединенные Арабские Эмираты и страны-экспортеры нефти КЦА имеют относительно небольшие разрывы, не более 5 процентов нефтегазового ВВП. Но очевидно, что эти оценочные разрывы зависят от допущений о принятых мерах по сокращению дефицита в базисном сценарии МВФ, и, следовательно, они занижают общую сумму необходимой бюджетной корректировки.

Уроки предыдущих падений цен на нефть

Устойчивое снижение цены на нефть на протяжении 1980-х годов представляет собой поучительную историю. Два резких подъема цены на нефть в 1970-е годы вызвали повсеместное увеличение государственных расходов в ожидании того, что государственные инвестиции и увеличение расходов на социальные нужды заложат фундамент для будущего роста. В результате страны-экспортеры БВСА оказались плохо подготовленными к внезапному падению цен на нефть; государственные финансы испытали давление во время снижения цен в начале 1980-х годов, которое удвоилось после обвала цен на нефть в 1986 году⁶. Добывающие страны, которые сдерживали добычу нефти в попытке поддержать международные цены, такие как Саудовская Аравия, испытали еще более сильное сокращение нефтяных поступлений. Даже когда они

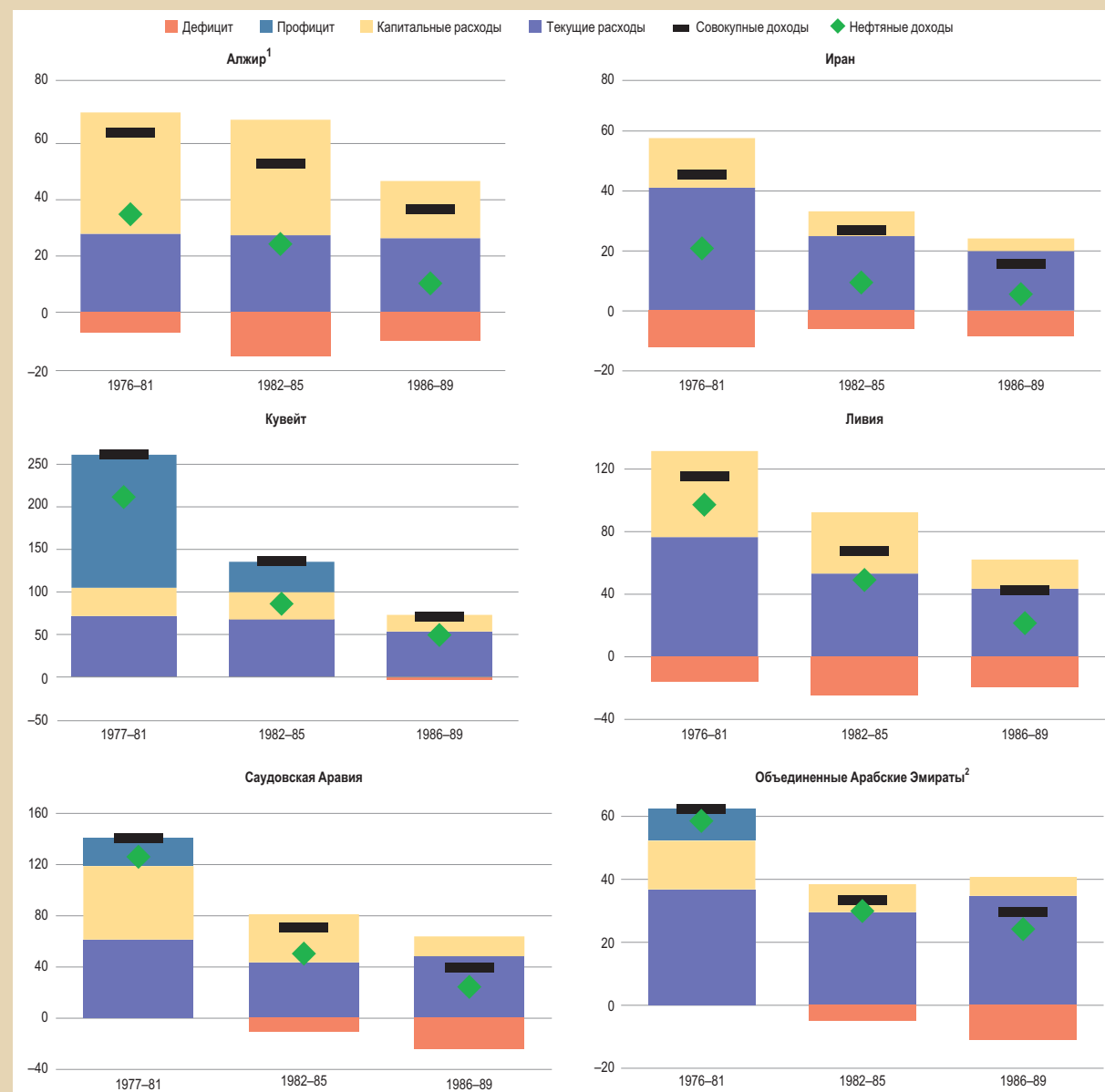
ностями в инфраструктуре (IMF, 2012), но слишком слабым для стран, подверженных высокой неопределенности цен на биржевые товары («Бюджетный вестник», октябрь 2015 года).

⁶ Цены на нефть стабилизировались на уровне примерно на 2/3 ниже своего максимума в 1980 году и оставались низкими с небольшими перерывами вплоть до середины 2000-х годов. Падение цен было вызвано значительным увеличением предложения не из стран ОПЕК и вялым спросом — оба эти фактора являлись сильной ответной реакцией на ранее высокие цены на нефть. Спрос также сдерживался значительным повышением налогообложения энергоносителей в некоторых странах в ответ на нефтяные шоки 1970-х годов.

Рисунок 4.4

Ответные меры налогово-бюджетной политики в 1970-е и 1980-е годы

(В процентах ненефтяного ВВП)



Источники: Haver Analytics; МВФ, Международная финансовая статистика и доклады по странам; расчеты персонала МВФ.

¹Капитальные расходы включают авансы и кредиты государственным предприятиям.

²Текущие расходы включают кредиты и гранты.

использовали буферные резервы и накапливали долг, директивные органы были вынуждены значительно сокращать государственные инвестиции, особенно после 1986 года. Текущие расходы, напротив, сокращались в гораздо меньшей степени (рис. 4.4). Попытки увеличить ненефтяные

поступления в целом были ограниченными. Такие страны, как Саудовская Аравия и Объединенные Арабские Эмираты, в течение 15 лет сохраняли дефициты бюджета, значительно увеличивая государственный и внешний долг. Общая бюджетная динамика стран-экспортеров БВСА

не менялась к лучшему до 2000-х годов, когда цены на нефть наконец восстановились⁷.

События 1990-х и 2000-х годов подчеркивают важность постепенного восстановления бюджетных буферных резервов. Извлекая уроки из цикла подъемов и падений цен в предыдущие два десятилетия, страны-экспортеры нефти усилили институциональные механизмы для смягчения воздействия волатильности цен на нефть посредством создания нефтяных стабилизационных фондов и суверенных фондов благосостояния. Кроме того, в отличие от 1980-х годов, два последующих падения цен на нефть в 1998 году и 2008–2009 годах оказались кратковременными. Тем не менее, ответные меры политики, относящиеся к этим двум эпизодам, различались между собой. В 1998 году страны-экспортеры нефти БВСА остались с ограниченными буферными резервами вследствие затяжного периода низких цен на нефть, и поэтому многие были вынуждены ужесточить налогово-бюджетную политику. К 2008–2009 годам буферные резервы были восполнены, что позволило проводить более антициклическую политику (рис. 4.5).

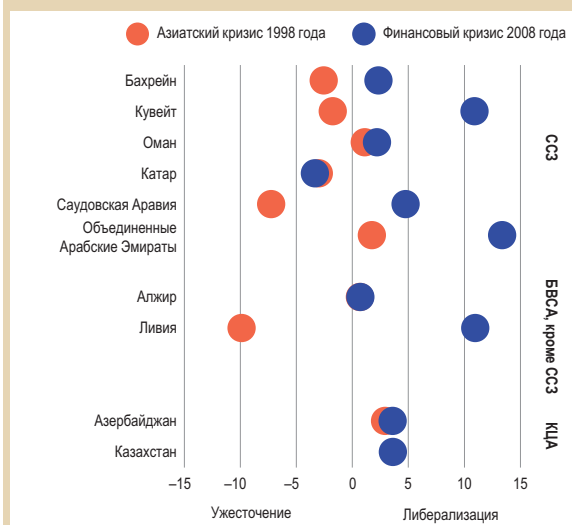
Корректирующие меры политики в настоящее время

Последнее снижение цен на нефть позволяет провести некоторые параллели с 1980-ми годами. Многие страны БВСА и КЦА в последнее десятилетие увеличили текущие и капитальные расходы, подняв уровень безубыточных для бюджета цен

⁷ Экономический рост и социальное развитие существенно замедлились, отчасти из-за неблагоприятной структуры бюджетной корректировки (Diwan and Akin, 2015). Многие другие страны по всему миру оказались так же плохо подготовлены к снижению цен на нефть в 1980-е годы, что повлекло за собой значительные бюджетные и внешнеэкономические корректировки (например, Норвегия, Мексика и Венесуэла). В ряде стран-экспортеров нефти, включая Саудовскую Аравию, реальный ВВП на душу населения в конце 1990-х годов был ниже, чем в 1970-е годы («Бюджетный вестник», октябрь 2015 года.)

Рисунок 4.5

Ответные меры налогово-бюджетной политики в 1990-е и 2000-е годы (В процентах нефтегазового ВВП)



Источники: МВФ, база данных «Перспектив развития мировой экономики»; Всемирный банк, база данных «Показатели мирового развития»; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Круги обозначают средние изменения в нефтегазовом первичном сальдо как долю нефтегазового ВВП за 1998–1999 и 2008–2009 годы.

на нефть намного выше текущей цены на нефть (см. главу 1)⁸. Так же, как и в 1980-е годы, ожидается, что в обозримом будущем цены на нефть будут оставаться на низком уровне (Husain et al., 2015). Средняя корректировка, необходимая для обеспечения сбалансированности бюджетов, в странах БВСА составляет 12–13 процентов ВВП, а в КЦА — 3½ процента ВВП⁹. Как указано выше и в октябрьском выпуске «Бюджетного вестника» 2015 года, обеспечение сохранения достаточных ресурсов для будущих поколений и накопление страховых буферных резервов для сокращения рисков, связанных с долговременными колебаниями цен на нефть, может потребовать еще

⁸ Безубыточная для бюджета цена на нефть определяется как цена на нефть, обеспечивающая сбалансированность государственного бюджета.

⁹ В Саудовской Аравии в этом году ожидается дефицит свыше 20 процентов ВВП. Только Катар и Кувейт в этом году будут иметь профицит с учетом предполагаемого дохода из своих национальных фондов благосостояния.

более значительной корректировки. Все это весьма внушительные цифры — недавнее исследование крупных бюджетных корректировок за последние 80 с лишним лет, проведенное Escolano et al. (2014), показало, что обычная (медианная) устойчивая корректировка составляла около 5 процентов ВВП, при этом лишь четверть анализируемых стран смогла обеспечить корректировку в размере более 7½ процентов ВВП. И все-таки странам-экспортерам нефти из БВСА, таким как Алжир, Ливия и Саудовская Аравия, в прошлом удавалось проводить аналогичные или даже более значительные бюджетные корректировки, в том числе за счет радикального сокращения расходов (рис. 4.4).

Планы корректировок, принятые к настоящему времени, скромны по сравнению с масштабом бюджетных проблем:

- Только половина из стран-экспортеров нефти БВСА и КЦА приняли в этом году значительные корректирующие меры. Директивные органы намереваются воспользоваться буферными резервами, при их наличии, и оптимизировать неосновные расходы. Общие дефициты бюджета будут частично сокращаться

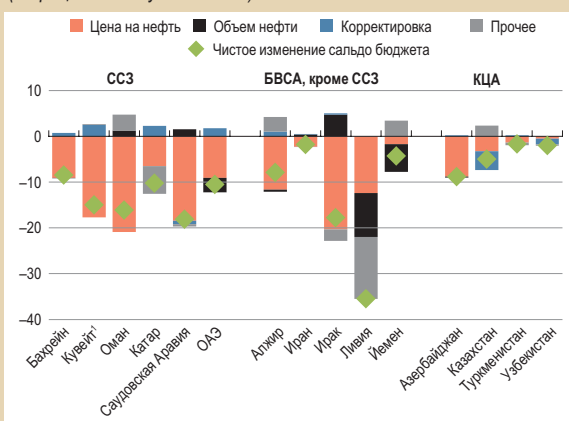
за счет уменьшения субсидий в связи со снижением цен на нефть и постепенного сокращения единовременных расходов прошлых лет (см. главу 1). Активные меры по консолидации, такие как увеличение налогов и сокращение расходов (например, уменьшение инвестиций, моратории на прием новых работников или реформа цен на энергоносители), превышают 1 процентный пункт нефтяного ВВП только в Алжире, Ираке, Катаре, Кувейте и Объединенных Арабских Эмиратах (рис. 4.6, таблица 4.1). Несколько стран-экспортеров, в частности Казахстан, Саудовская Аравия и Узбекистан, в 2015 году применили бюджетные стимулы на чистой основе¹⁰.

- Среднесрочные планы еще предстоит детально проработать. Директивные органы ССЗ в целом планируют значительно сократить государственные инвестиции, во многих случаях за счет отказа от новых проектов, а страны БВСА, не входящие в ССЗ, как ожидается, будут сокращать субсидии и трансферты. Эти допущения уже заложены в базисные прогнозы МВФ (рис. 4.7). Меры в отношении доходов будут носить ограниченный характер, вероятно, более выраженный в регионе БВСА, не входящем в ССЗ. Страны КЦА, испытывающие менее серьезную потребность в корректировке по сравнению со странами БВСА, на настоящий момент определили очень ограниченный набор мер по консолидации бюджета (таблица 4.1).

Рисунок 4.6

Анализ ухудшения сальдо бюджетов в период с 2014 по 2015 год

(В процентных пунктах ВВП)



Источники: органы государственной власти; расчеты персонала МВФ.
¹ Данные по Кувейту приводятся на основе бюджетного года.
 Примечание. Корректировка = продуманные меры политики по увеличению или уменьшению сальдо бюджета. Прочее = остаточная статья, отражающая изменения в сальдо бюджетов под воздействием таких факторов, как автоматическое сокращение субсидий в связи со снижением цен на нефть, разовые статьи и эффекты знаменателя от сокращения базы ВВП.

Рекомендуемые меры налогово-бюджетной политики

Большинству стран необходимо запланировать масштабную среднесрочную бюджетную

¹⁰ Эта бюджетная экспансия в основном связана с увеличением государственных инвестиций в Казахстане и Узбекистане и частично вызвана негативными вторичными эффектами из-за снижения активности в России. В Саудовской Аравии экспансия была вызвана комплексными мерами экономического стимулирования, принятыми в январе и апреле 2015 года.

Таблица 4.1. Недавно объявленные меры налогово-бюджетной политики в странах-экспортерах нефти БВСА и КЦА

(По состоянию на конец июня 2015 года)

ССЗ	
Бахрейн	Органы власти объявили о постепенном увеличении цен на газ (с апреля 2015 года), а также медицинского страхования работников и визовых сборов (с начала 2015 года). Сумма экономии составит до ½ процента ВВП как в 2015, так и в 2016 году. В мае 2015 года кабинет министров одобрил меры экономии на сумму 396 млн динаров, что эквивалентно примерно 3½ процента ВВП; сроки реализации еще не определены.
Кувейт	Реформа топливных субсидий: цены на дизельное топливо и керосин были увеличены (экономия ½ процента ВВП), а неосновные расходы сокращены.
Оман	Бюджет на 2015 год предусматривает сокращение расходов на оборону. Капитальные расходы отнесены к защищенным статьям.
Катар	Катар продолжает проводить политику ограничения текущих расходов при сохранении среднесрочного верхнего предела государственных инвестиций.
Сауд. Аравия	В январе и апреле 2015 года было объявлено о крупных пакетах бюджетных расходов.
ОАЭ	В январе 2015 года были повышены тарифы на водоснабжение и электроэнергию, что обеспечит экономию ½ процента ВВП. К числу прочих мер, запланированных на 2015 год, относится сокращение капитальных трансфертов связанным с государством организациям Абу-Даби.
БВСА, кроме ССЗ	
Алжир	В 2015 году введен мораторий на прием новых работников в государственном секторе. В июле был принят дополнительный закон о бюджете на 2015 год, предусматривающий сокращение капитальных расходов на 2¼ процента.
Иран	Бюджет на 2015/2016 годы направлен на ограничение падения нефтяных доходов путем: 1) увеличения доли выручки от нефтяного экспорта, идущей в бюджет; 2) снижения официального валютного курса (на 10%); 3) увеличения ставки НДС, сокращения налоговых льгот и активизации работы по сбору налогов.
Ирак	Бюджет на 2015 год предусматривает увеличение ненефтяных налогов и направлен на сокращение расходов, в том числе за счет изменения приоритетов в области капитальных расходов и ужесточения контроля за денежными потоками в части текущих расходов.
Ливия	Кризис в политической сфере и в сфере безопасности резко ограничил возможности для применения мер политики. Центральный банк заморозил трансграничные платежи для сохранения резервов.
Йемен	Программа реформ приостановлена из-за ситуации, связанной с безопасностью.
КЦА	
Азербайджан	Органы власти слегка повысили импортные пошлины и ожидают недоисполнения бюджета на 10-15 процентов в 2015 году, в основном в связи с сокращением неприоритетных капитальных расходов.
Казахстан	Органы власти приступили к реализации плана экономического стимулирования сроком от трех до пяти лет для модернизации критически важной инфраструктуры и содействия кредитованию малых и средних предприятий, предусматривающего финансирование в размере 12 млрд долл. США (5¼ процента ВВП) за счет буферных резервов и 7 млрд долл. США (3 процента ВВП) за счет кредитов многосторонних банков развития.
Туркменистан	Органы власти заложили в бюджет на 2015 год низкую цену на природный газ. Половина из намеченных на 2016 год инвестиций в сельскохозяйственные области может быть преобразована в условные расходы.
Узбекистан	Органы власти недавно объявили новую программу государственных инвестиций в размере 41 млрд долл. США на 2015–2019 годы (11 процентов ВВП).

Источники: официальные органы стран, оценки персонала МВФ.

корректировку для обеспечения устойчивости бюджета и справедливости по отношению к будущим поколениям и при этом со временем восстановить возможности для проведения антициклических мер политики. Страны, обладающие бюджетным пространством (включая потенциал заимствования; вставка 4.1), могут проводить корректировку более медленными темпами, для того чтобы смягчить неблагоприятное воздействие на экономический рост в краткосрочной перспективе, особенно если их ненефтяные сектора экономики ослабляются, однако среднесрочные планы корректировки, включая четкие задачи политики и планы действий на случай непредвиденных обстоятельств, необходимо разработать

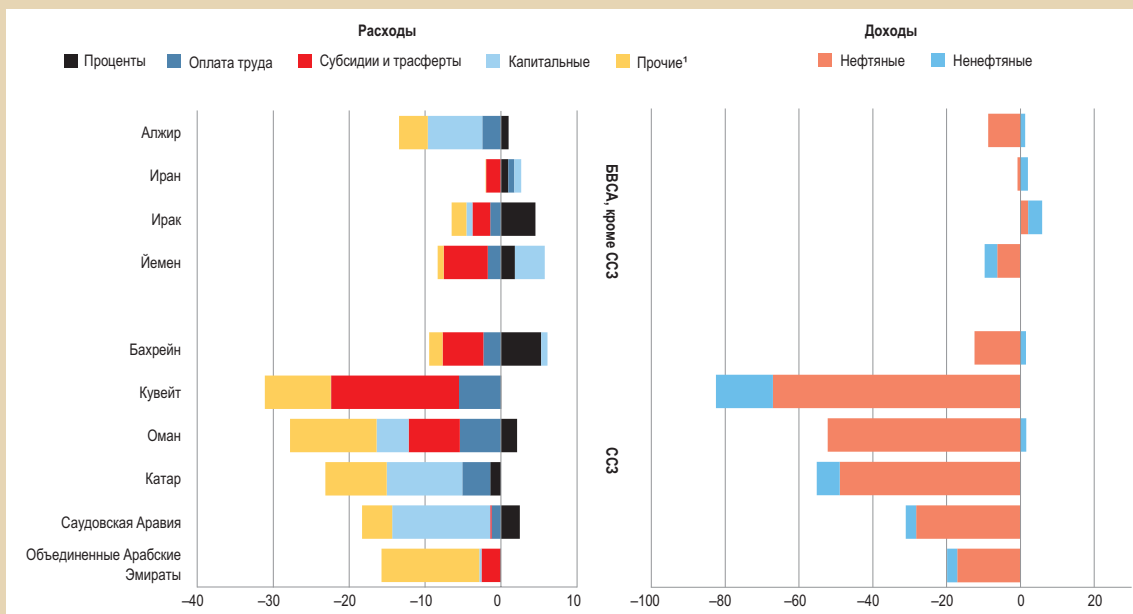
как можно скорее. Странам, не имеющим буферных резервов и доступа к рынку, не остается ничего другого, кроме как проводить быструю корректировку безотносительно того, в какой фазе экономического цикла они находятся. Этим странам необходимо выбрать конкретные меры, минимизирующие неблагоприятное краткосрочное макроэкономическое воздействие и при этом обеспечивающие большую справедливость и улучшающие среднесрочные перспективы роста (Husain et al., 2015).

Консолидация должна быть как можно более щадящей для экономического роста и справедливой, а также должна подкрепляться среднесрочной

Рисунок 4.7

Изменение расходов и доходов, 2014–2020 годы

(В процентных пунктах нефтяного ВВП)



Источники: МВФ, база данных «Перспектив развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

¹Включают субсидии и трансферты для Алжира и Катара.

бюджетной стратегией. К числу ее основных элементов относятся: справедливое налогообложение (расширение налоговой базы, усиление прогрессивности налога на доходы, расширение использования налога на добавленную стоимость [НДС] и повышение налогов на имущество; Jewell et al., 2015); акцент на сокращении текущих, а не капитальных расходов; и реформы цен на энергоносители (Coady et al., 2015). Среднесрочная стратегия должна учитывать межпоколенческие соображения и должна сопровождаться дополнительными реформами для увеличения охвата и прозрачности бюджетных счетов («Бюджетный вестник», октябрь 2015 года).

- *Увеличение нефтяных доходов.* Только Иран и Ирак приняли значительные новые меры в отношении доходов. Недавнее усиление странами ССЗ работы над основой регионального НДС приветствуется, однако необходим дальнейший прогресс, связанный с доработкой конкретных планов, включая график реализации. Например, 5-процентный НДС с широкой базой мог бы обеспечить доходы в размере около 1–2 процентов ВВП.

Странам КЦА, которые уже применяют значительное нефтяное налогообложение, следует сокращать льготы и повышать собираемость налогов.

- *Ограничение текущих расходов.* Существует возможность сокращения текущих расходов, учитывая рост заработных плат, административных и связанных с безопасностью расходов в последнее десятилетие (рис. 4.8). Эти статьи зачастую труднее всего регулировать с политической точки зрения, и они сделали бюджеты негибкими и плохо поддающимися корректировке. Заработные платы росли особенно быстро относительно нефтяного ВВП в Алжире, Кувейте и Омане, в то время как Бахрейн значительно увеличил социальные пособия. Возвращение текущих непроцентных расходов обратно к уровням, существовавшим до экономического подъема, могло бы сэкономить региону ССЗ более 3 процентов ВВП. Расходы на здравоохранение, образование и прочие жизненно важные социальные статьи следует защитить.

Вставка 4.1

Бюджетное пространство в странах-экспортерах нефти

Значительное и устойчивое снижение цен на нефть усилило уязвимость бюджетов в странах-экспортерах нефти БВСА и КЦА. Проблема бюджетного пространства становится критически важной в условиях, когда страны-экспортеры нефти решают, насколько быстро они будут адаптировать свои меры бюджетной политики к новой реальности устойчивого снижения цен на нефть. В настоящей вставке рассматривается несколько альтернативных показателей бюджетного пространства.

Хорошей отправной точкой служит величина государственных финансовых активов, обычно именуемых «бюджетными буферными резервами». Обычно страны с более крупными буферными резервами могут позволить себе сохранять дефициты бюджета в последующие годы, для того чтобы сократить воздействие снижения цен на нефть на экономический рост. Однако при текущих тенденциях ликвидные финансовые активы всех стран-экспортеров нефти БВСА, не входящих в ССЗ, согласно прогнозу, будут использоваться в течение следующих трех лет (см. главу 1). Для сравнения, имеющихся финансовых сбережений стран-экспортеров нефти КЦА хватит, по крайней мере, на 15 лет¹, в то время как страны ССЗ поровну делятся на страны с относительно большими буферными резервами (Катар, Кувейт и Объединенные Арабские Эмираты — запас более чем на 20 лет) и страны с относительно менее значительными буферными резервами (Бахрейн, Оман и Саудовская Аравия — менее чем на пять лет).

Дополнительную перспективу обеспечивает анализ траекторий государственного долга в прошлом. Страны-экспортеры нефти БВСА и КЦА накопили больше всего долга в период с середины до конца 1990-х годов, когда медианный коэффициент долга возрос практически до 50 процентов ВВП, при этом коэффициенты долга нескольких стран взлетели приблизительно до 100 процентов или даже выше (рис. 4.1.1). Коэффициенты государственного долга, прогнозируемые персоналом МВФ на период до 2020 года, вполне укладываются в исторические нормы для большинства стран-экспортеров нефти БВСА и КЦА, хотя эти прогнозы уже предусматривают некоторую бюджетную корректировку. При альтернативном сценарии «без корректировки», представленном в данной главе, коэффициенты долга будут оставаться в пределах исторических норм в течение нескольких следующих лет, но будут быстро возрастать, особенно в регионе ССЗ.

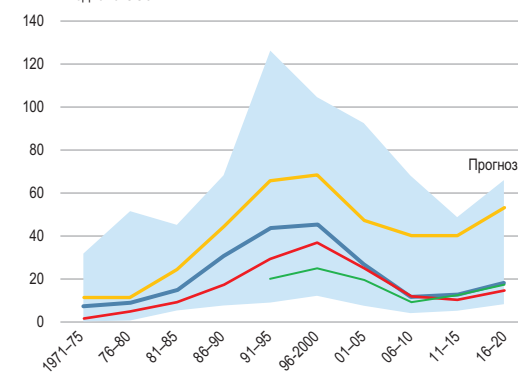
Суверенные рейтинги также дают информацию о государственном долге и бюджетном пространстве. Как правило, чем больше государственный долг страны, тем ниже суверенный рейтинг и потенциал заимствования. Несмотря на то, что все страны ССЗ (кроме Бахрейна) имеют рейтинги, аналогичные рейтингам развитых стран с самыми высокими экономическими показателями, их коэффициенты долга значительно ниже, чем у сопоставимых развитых стран — примерно на 20–40 процентных пунктов ВВП (рис. 4.1.2)². Аналогичный вывод справедлив и для

Рисунок 4.1.1

Коэффициенты государственного долга, 1970–2020 годы

(Долг в процентах ВВП)

— Медиана ЭН БВСА/КЦА — Медиана ЭН БВСА, кроме ССЗ
 — Медиана ЭН КЦА — 10/90 процентиль ЭН БВСА/КЦА
 — Медиана ССЗ



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ. Примечание. ЭН КЦА = страны-экспортеры нефти КЦА, кроме Узбекистана, для которого не имеется данных по долгу.

Подготовлено Мартином Соммером и Бруно Верселем при поддержке Грега Оклера.

¹ На основе имеющихся данных для Азербайджана, Казахстана и Туркменистана.

² Как правило, следует ожидать, что экспортирующие нефть страны с недиверсифицированной экономикой будут сохранять более низкие коэффициенты долга, нежели сопоставимые диверсифицированные страны с аналогичными рейтингами, учитывая риски, присущие высоковолатильным доходам.

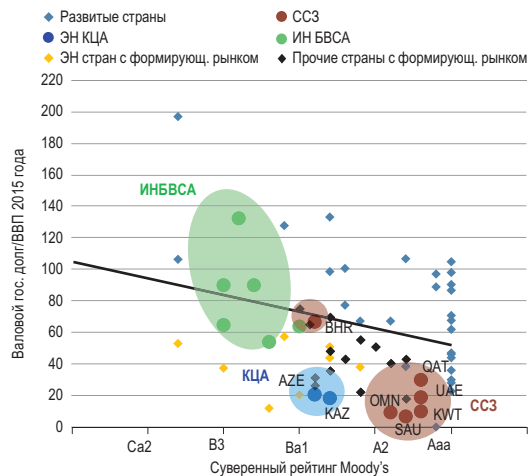
Вставка 4.1 (продолжение)

двух вошедших в рейтинг стран КЦА (Азербайджан, Казахстан). Однако эту достаточно воодушевляющую оценку следует противопоставить положению нескольких стран-экспортеров нефти БВСА, не входящих в ССЗ, которые находятся под воздействием проблем, связанных с безопасностью, и геополитических рисков, не имеют суверенных рейтингов и отрезаны от рынков финансирования (Иран, Ливия, Йемен).

Более детальную информацию можно получить из анализа «расстояния до предела долга». Эта концепция развивает подход, разработанный Остри и соавторами (Ostry et al., 2010) и Гошем и соавторами (Ghosh et al., 2013), и регулярно обновляется агентством Moody's. Бюджетное пространство определяется как «разница между отношением суверенного долга к ВВП страны и пределом, после которого страна допустит дефолт, если директивные органы не примут бюджетные меры, выходящие за рамки всего, что им когда-либо доводилось делать» (Moody's Analytics, 2011, стр.2). Оценку бюджетного пространства Moody's для развитых стран можно перенести на страны-экспортеры нефти БВСА и КЦА путем соотнесения суверенных кредитных рейтингов.

Рисунок 4.1.2

Суверенные рейтинги и государственный долг
(Валовой государственный долг 2015 года в процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ. Примечание. ЗН = экспортеры нефти; ИН = импортеры нефти. Аббревиатуры стран представляют собой коды стран, принятые Международной организацией по стандартизации (ИСО).

Таблица 4.1.1. Альтернативные показатели бюджетного пространства

	Бюджетное пространство					Общая оценка
	Большое	Среднее	Ограниченное	Небольшое	Нет данных	
	Бюджетные буферные резервы					
	Лет до истощения бюджетных резервов	Лет до истощения бюджетных резервов и достижения долга 70 процентов ВВП	Углеводородные запасы в процентах ВВП 2014 года			
	Потребности в финансировании					
			Сальдо бюджета в процентах ВВП, 2015 год	Отношение государственного долга к ВВП, 2015 год	Отношение государственного долга к ВВП, 2020 год	
	Потенциал заимствования					
			Отношение государственного долга к банковским активам, 2014 год	Рейтинг Moody's на середину 2015 года	Предел долга, Moody's ¹	
ССЗ						
Бахрейн	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Кувейт	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Оман	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Катар	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Сауд. Аравия	Green	Green	Green	Green	Green	Green
ОАЭ	Green	Green	Green	Green	Green	Green
БВСА, кроме ССЗ						
Алжир	Yellow	Green	Yellow	Red	Green	Red
Иран	Yellow	Green	Yellow	Red	Green	Red
Ирак	Yellow	Green	Yellow	Red	Green	Red
Ливия	Yellow	Green	Yellow	Red	Green	Red
Йемен	Yellow	Green	Yellow	Red	Green	Red
КЦА						
Азербайджан	Green	Green	Yellow	Yellow	Green	Green
Казахстан	Green	Green	Yellow	Yellow	Green	Green
Туркменистан	Green	Green	Yellow	Yellow	Green	Green
Узбекистан	Green	Green	Yellow	Yellow	Green	Green

Источники: Moody's Analytics, официальные органы стран, оценки персонала МВФ.
¹Оценки для стран-экспортеров нефти БВСА и КЦА получены путем регрессирования кредитных рейтингов развитых стран на оценки «расстояния до предела долга» агентства Moody's. Затем коэффициенты регрессии применяются вместе с кредитными рейтингами к странам-экспортерам нефти БВСА и КЦА для оценки «расстояния до предела долга».

Вставка 4.1 (окончание)

При таком подходе представляется, что Катар, Кувейт, Объединенные Арабские Эмираты и Саудовская Аравия имеют бюджетное пространство, сходное с бюджетным пространством Норвегии. Оман принадлежит к промежуточной группе наряду с Соединенным Королевством, в то время как Азербайджан, Бахрейн и Казахстан вместе находятся на уровне, где их долговая позиция считается более уязвимой по сравнению с прочими включенными в рейтинг заемщиками.

Иными словами, бюджетное пространство в регионах БВСА и КЦА значительно различается. Некоторые страны-экспортеры нефти имеют весьма ограниченное бюджетное пространство из-за незначительных сбережений, проблем, связанных с безопасностью, и геополитических факторов. Другие имеют обширные сбережения, низкие коэффициенты долга, доступ к международным рынкам и развитые финансовые системы. Страны-экспортеры нефти обладают дополнительными возможностями по финансированию дефицитов бюджета, в том числе путем заимствования, обеспеченного запасами нефти, и продажи долей собственности как в нефтяной, так и в ненефтяной отраслях. Таблица 4.1.1 объединяет все изложенные выше соображения и предполагает, что Катар, Кувейт, Туркменистан и Объединенные Арабские Эмираты имеют большую величину бюджетного пространства. К числу стран с ограниченным или небольшим бюджетным пространством относятся Бахрейн, Ирак, Йемен и Ливия.

Величина бюджетного пространства будет определять темп желательной корректировки мер политики, но со временем всем странам-экспортерам нефти нужно будет адаптироваться к новым условиям низких цен на нефть. Странам, не имеющим бюджетных буферных резервов, не остается ничего другого, кроме как проводить корректировку в ближайший период безотносительно того, в какой фазе экономического цикла они находятся. Страны с бюджетными буферными резервами обоснованно используют их для смягчения корректировки мер политики в целях поддержания экономического роста, но в среднесрочной перспективе им все же нужно провести консолидацию бюджета, поскольку цены на нефть, как ожидается, останутся на низком уровне. К данному вопросу следует относиться серьезно, даже если бюджетные буферные резервы окажутся значительными. Когда государственный долг быстро поднимается до высоких уровней, кредит частному сектору может вытесняться, что окажет неблагоприятное воздействие на рост ненефтяного сектора. Сейчас следует разработать конкретные планы по корректировке мер налогово-бюджетной политики и восстановлению буферных резервов в среднесрочной перспективе.

Крайне желательно дополнить указанные меры реформами государственной службы и созданием у работников стимулов для поиска работы в частном секторе.

- *Оптимизация государственных инвестиций при повышении их эффективности.* Альбино-Вар и соавторы (Albino-War et al., 2014) пришли к заключению, что в среднем инфраструктурные проекты БВСА и КЦА могли бы обеспечить те же результаты при 20-процентном снижении расходов посредством более эффективного использования ресурсов. Таким образом, повышение эффективности инвестиций могло бы дать экономию в размере около 2 процентных пунктов ВВП. Пространство Возможности для экономии могли бы оказаться даже больше, поскольку эта оценка основана на среднем показателе за два десятилетия, в то время как

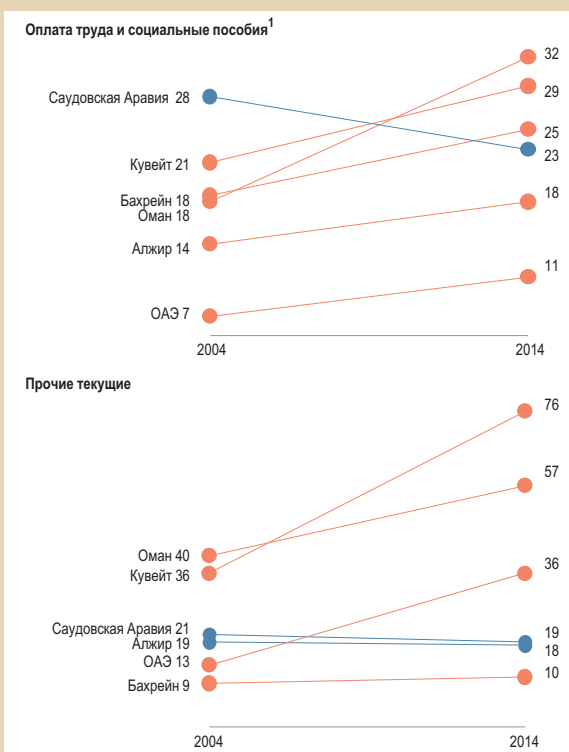
последние годы были отмечены бурным ростом государственных инвестиций (рис. 4.9). Любая дополнительная оптимизация, выходящая за пределы повышения эффективности, должна базироваться на тщательном анализе потребностей. Действительно, некоторые страны-экспортеры нефти БВСА, не входящие в ССЗ, которые в результате военных конфликтов имеют крупные инфраструктурные дефициты, должны *увеличить* государственные инвестиции, как только это позволит ситуация с безопасностью. Со временем всем странам необходимо разработать комплексную основу управления государственными инвестициями для повышения эффективности затрат; в этой области существенного прогресса добился Катар.

- *Среднесрочные основы.* Некоторые страны сформировали макробюджетные под-

Рисунок 4.8

Страны-экспортеры нефти БВСА: отдельные категории расходов

(2004–2014 годы, в процентах нефтяного ВВП)



Источники: МВФ, база данных «Перспектив развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

¹ Кувейт без учета социальных пособий.

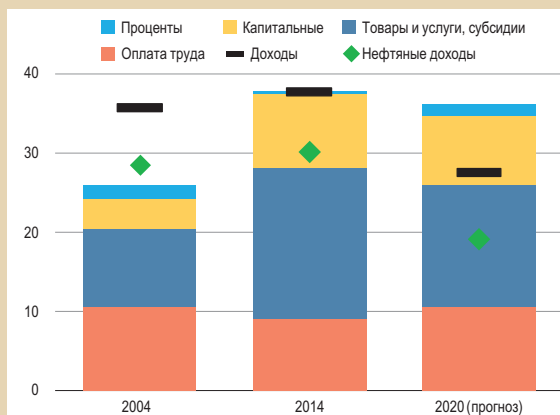
разделения (например, Катар и Кувейт)¹¹, а в ряде прочих стран-экспортеров нефти, таких как Алжир и Казахстан, ведется подготовка к созданию или усилению среднесрочных основ. Налогово-бюджетные параметры должны определять основные среднесрочные задачи и соответствующие меры политики, включая планы на случай непредвиденных обстоятельств, а также направлять

¹¹ На макробюджетные подразделения возложена задача по подготовке согласованного набора макроэкономических прогнозов и прогнозов бюджетных доходов и расходов. Надежно функционирующие макробюджетные подразделения являются необходимым предварительным условием для внедрения эффективных среднесрочных основ бюджета.

Рисунок 4.9

ССЗ: Структура доходов и расходов

(2004–2020 годы, в процентах ВВП)



Источники: МВФ, база данных «Перспектив развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

решения, относящиеся к годовым бюджетам. Налогово-бюджетные параметры должны подкрепляться надежной стратегией информационной работы для обеспечения поддержки трудных, но необходимых решений при сохранении доверия к проводимой политике в условиях значительных и устойчивых дефицитов бюджета.

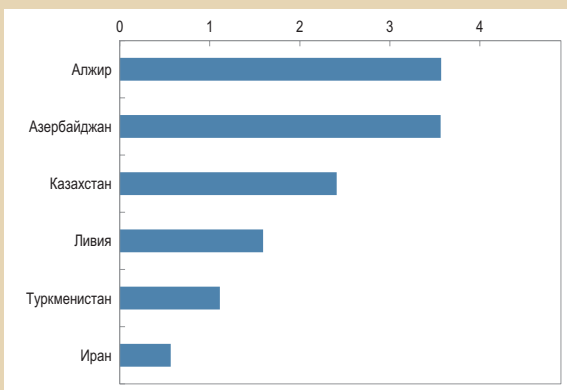
Дополнительные меры политики

Бремя бюджетной корректировки можно облегчить путем применения других мер политики, особенно курсовой и структурной политики:

- Некоторые страны БВСА и КЦА позволили своим валютным курсам снизиться. Этот шаг сократил потребность в бюджетной корректировке, поскольку способствовал увеличению поступлений в местной валюте от продаж нефти (например, в Азербайджане, Алжире, Иране и Туркменистане; рис. 4.10). Тем не менее, крупные курсовые корректировки могут оказать неблагоприятное воздействие на состояние баланса активов и пассивов в странах с долларизованной экономикой, таких как страны КЦА. Кроме того, эффективность понижения

Рисунок 4.10

Воздействие снижения валютного курса на нефтяные доходы (2015 год, в процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Рассчитано на основе изменений валютных курсов с июня 2014 года по сентябрь 2015 года.

курса в качестве механизма корректировки различается от страны к стране в зависимости от степени диверсификации, скорости реакции экспорта и импорта (включая рабочую силу мигрантов) на изменения валютного курса, а также воздействия на состояние баланса. Там, где снижение валютного курса не является надлежащей мерой, оправдан еще более сильный акцент на бюджетную корректировку. В частности, странам ССЗ следует сохранять свои режимы курсовой привязки, но способствовать как бюджетной, так и внешнеэкономической корректировке, формулируя надлежащие планы среднесрочной бюджетной консолидации уже на ранних стадиях.

- Меры структурной политики, направленные на стимулирование экономического роста, также будут способствовать бюджетной корректировке (рис. 4.3). Хотя структурные реформы весьма желательны, требуется время для того, чтобы они принесли плоды. Для обеспечения преимуществ в бюджетной сфере странам-экспортерам нужно будет усилить свои основы ненефтяного налогообложения, которые в странах БВСА и особенно ССЗ обычно недостаточно хорошо разработаны.

Финансирование дефицитов посредством выпуска долговых обязательств может поддерживать развитие финансового рынка. Страны-экспортеры с обширным бюджетным пространством могут выпускать долговые обязательства, что поможет им через установление ключевых ценовых ориентиров развивать местный рынок корпоративного долга (вставка 4.2)¹². В частности, имеющие высокие рейтинги страны ССЗ обычно имеют низкие коэффициенты долга по сравнению с сопоставимыми странами (вставка 4.1). Государственный долг Норвегии, например, составляет приблизительно 30 процентов ВВП, несмотря на значительное богатство, накопленное в ее суверенном фонде благосостояния. Вместе с тем, директивным органам придется отслеживать ликвидность на местных финансовых рынках для обеспечения того, чтобы государственные заимствования не вытесняли частные инвестиции. Четкое информирование о планах по выпуску долга могло бы помочь финансовым рынкам подготовиться. Некоторым странам с крупными дефицитами, возможно, придется прибегнуть к внешним заимствованиям. В этой связи риски, связанные с внешним финансированием, в ближайшем будущем могут возрасти, включая риски, относящиеся к зоне евро и вторичным эффектам от нормализации денежно-кредитной политики Соединенных Штатов.

Выводы

Страны-экспортеры нефти БВСА и КЦА только сейчас приступают к решению соответствующих

¹² Директивные органы до сих пор избирали разные подходы. Бахрейн, Ирак и Йемен выпускали долговые обязательства. Оман и Саудовская Аравия в основном использовали буферные резервы, хотя Саудовская Аравия недавно осуществила первый с 2007 года выпуск суверенных долговых обязательств. Сходным образом страны КЦА со значительными буферными резервами и относительно небольшими дефицитами в основном продают активы. Ожидается, что в этом году выпуск долга в среднем покроет 22 процента потребностей в финансировании дефицита в регионе ССЗ по сравнению с 62 процентами в странах БВСА, не входящих в ССЗ, и 54 процентами в КЦА.

бюджетных проблем, вызванных масштабным и продолжительным падением цен на нефть. Необходимо сделать гораздо больше для разработки и реализации значительной среднесрочной бюджетной корректировки. Страны, обладающие бюджетным пространством, используют свои буферные резервы надлежащим образом, однако отсутствуют среднесрочные планы, способные обеспечить более прочный фундамент для государственных финансов, в том числе в тех странах, которые испытывают наиболее существенные потребности в корректировке. Некоторые страны, не обладающие бюджетным пространством, начали удовлетворять некоторые свои потребности в финансировании через монетарное финансирование, что создает риски инфляции. Некоторые страны, не входящие в ССЗ, также могут выиграть от снижения валютного курса, которое облегчит необходимую бюджетную корректировку и повысит конкурентоспособность их нефтегазовых экспортных секторов. При разработке корректирующих мер следует уделять внимание воздействию на экономический рост и распределительным эффектам.

Среднесрочные меры политики, призванные решать проблему снижения цен на нефть, включают разработку среднесрочных параметров для обеспечения устойчивости бюджета и справедливости по отношению к будущим поколениям, постепенное восстановление буферных резервов, уменьшение негибкости бюджетных расходов, повышение прозрачности в налогово-бюджетной сфере путем раскрытия большего объема информации и включение внебюджетных

единиц в бюджет, особенно в энергетическом секторе. Планы на случай непредвиденных обстоятельств жизненно важны, учитывая неопределенность ситуации с более долгосрочными ценами на нефть. Директивным органам также следует усилить работу по диверсификации для поддержки нефтегазового экономического роста и нефтегазовых доходов.

МВФ может оказать помощь в виде консультаций, технической помощи, обучения, а также, если необходимо, финансовую поддержку. Техническая помощь и обучение могут быть предоставлены во многих релевантных областях, включая составление среднесрочных бюджетных планов; анализ расходов; разработку реформ в области налогообложения, цен на энергоносители и управления государственными инвестициями; и стратегии информационной работы¹³. Многие из указанных областей являются приоритетными и для стран БВСА и КЦА, импортирующих нефть, которые могут воспользоваться снижением цен на нефть для восстановления буферных резервов и проведения важных реформ (вставка 4.3).

¹³ МВФ проводит курсы по макроэкономическому управлению в странах, богатых природными ресурсами (<http://www.imf.org/external/np/INS/english/pdf/catalog2015.pdf>), включая бесплатный курс онлайн-обучения в области реформирования энергетических субсидий (<https://www.edx.org/course/energysubsidy-reform-imfx-esrx-0>).

Вставка 4.2

Развитие и повышение емкости рынков долговых обязательств в национальной валюте в ССЗ

Выбранный способ финансирования дефицитов бюджета может дать странам ССЗ возможность для развития своих местных долговых рынков, в том числе за счет суверенной эмиссии долгосрочных исламских инструментов. Развитие ликвидных и емких рынков внутреннего долга может повысить устойчивость стран к неблагоприятным шокам, облегчить проведение денежно-кредитной политики путем совершенствования механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики и внедрения норм ликвидности «Базель-III», а также способствовать реализации программ диверсификации, повышая доступность долгосрочного финансирования. Рынок активно обращающихся государственных облигаций в регионе ССЗ может обеспечить основу ценообразования для корпоративных облигаций в местных валютах и способствовать преодолению несоответствий между активами и пассивами по срокам погашения, ограничивающих долгосрочное банковское кредитование.

Рынки внутреннего долга стран ССЗ находятся на ранней стадии развития, и для их дальнейшего формирования предстоит многое сделать. Рынок внутренних корпоративных облигаций практически отсутствует (рис. 4.2.1). В июле 2015 года Саудовская Аравия, например, разместила среди местных банков свой первый с 2007 года выпуск суверенных облигаций для финансирования дефицита бюджета, а Оман и Кувейт планируют выпустить исламские облигации (сукук). Вместе с тем долговые выпуски в национальных валютах в странах ССЗ еще не трансформировались в достаточную ликвидность вторичного рынка, и только Катар в последние годы систематически демонстрирует прогресс в развитии рынка государственных ценных бумаг (рис 4.2.2).

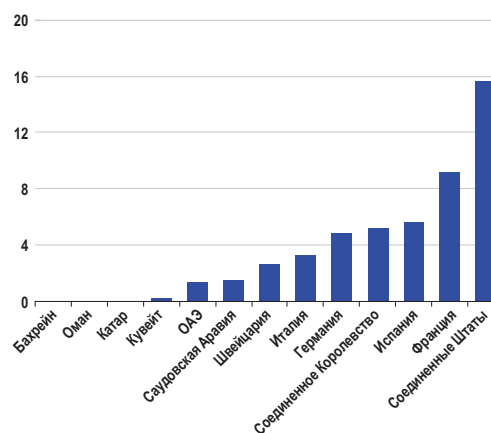
Создание ликвидного и успешно функционирующего рынка долгосрочного государственного и корпоративного долга требует активных и согласованных усилий от правительств, центральных банков, прочих органов регулирования и участников рынка. Основные шаги и условия включают следующие:

Подготовлено Прасадом Анатакришнаном.

Рисунок 4.2.1

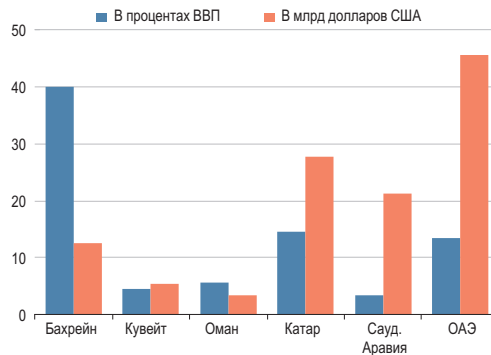
Выпуск внутреннего долга нефинансовыми корпорациями, 2014 год

(В процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; оценки персонала МВФ.

Рисунок 4.2.2

Остатки государственного внутреннего долга ССЗ, 2015 год

Источники: официальные органы стран; оценки персонала МВФ. Примечание. Остаток долга состоит из казначейских векселей и государственных облигаций; данные 2015 года относятся к последнему месяцу, за который есть данные.

Вставка 4.2 *(окончание)*

- Первоначально сконцентрироваться на развитии краткосрочной части кривой доходности, формируя рынок ликвидных казначейских векселей, выпуск которых поддерживается прогнозами ликвидности, с прозрачным механизмом определения цены окончательного расчета по сделкам.
- Сформировать диверсифицированную базу внутренних и иностранных институциональных инвесторов (включая пенсионные, страховые и паевые инвестиционные фонды), которые могут сделать главными финансовыми посредниками не банки, а рынки капитала, увеличив спрос на долгосрочные финансовые активы.
- Создать эффективную институциональную инфраструктуру — включая надежную рейтинговую систему, стандарты надлежащего корпоративного управления, прозрачность требований к отчетности и переход на международные стандарты бухгалтерского учета — все это способствует укреплению рыночной дисциплины.
- Достичь прозрачности ценообразования и совершенствования микроструктур, таких как эффективные механизмы торговли и депозитарные и расчетные системы, для повышения ликвидности и эффективности при сокращении связанных с трейдингом издержек и волатильности.

Вставка 4.3

Бюджетная корректировка в ответ на снижение цен на нефть в странах-импортерах нефти

Для большинства стран-импортеров нефти БВСАП и КЦА непредвиденный выигрыш от недавнего снижения цен на нефть был подавлен эффектами сопутствующих неблагоприятных шоков. Снижение цен на нефть для страны, импортирующей нефть, обычно подразумевает повышение реального располагаемого дохода и сокращение производственных издержек, что приводит к повышению уровня потребления и росту инвестиций. Тем не менее, недавний выигрыш, связанный с ценами на нефть, для большинства стран-импортеров нефти БВСАП и КЦА был частично нейтрализован прочими факторами. На КЦА неблагоприятно повлияли вторичные эффекты из России, основного экономического партнера региона. Многие страны-производители нефтепродуктов, включая Армению, Мавританию и Таджикистан, столкнулись со снижением стоимости единицы экспортной продукции в результате падения цен на металлы и хлопок. Данные пока не указывают на сокращение денежных переводов и иностранной помощи из стран ССЗ, но это остается значительным риском для ряда стран-импортеров нефти в Машрике и Пакистане. Данное обстоятельство может преобразоваться в замедление спроса на экспорт, поскольку ССЗ является еще одним важным торговым партнером. В ряде случаев эти отрицательные шоки с избытком нейтрализуют положительное воздействие снижения цен на нефть на экономический рост, по крайней мере в краткосрочной перспективе.

Несмотря на то, что снижение цен на нефть означает преимущества для счетов текущих операций стран-импортеров нефти БВСАП и КЦА¹, воздействие на сальдо бюджетов является неоднозначным. Регулирование внутренних цен на энергоносители подразумевает, что часть прироста реальных доходов от снижения цен на нефть приходится на бюджетный или квазибюджетный сектор, а не на конечных пользователей. Действительно, страны-импортеры нефти БВСАП и КЦА обычно характеризуются относительно низкой передачей воздействия от мировых на розничные цены на нефть (рис. 4.3.1).

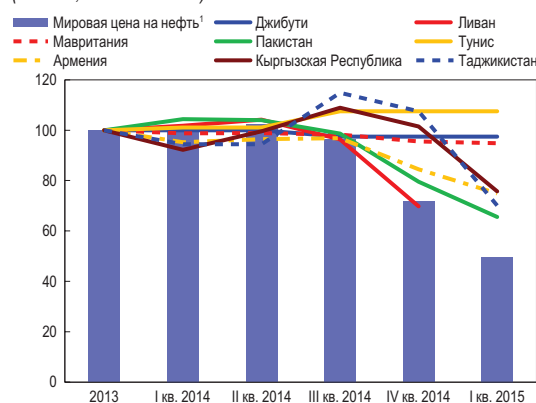
Подготовлено Гохар Минасян.

¹ На сальдо счетов текущих операций стран-импортеров нефти КЦА также неблагоприятно повлияло сокращение денежных переводов из России и экспорта в Россию — отчасти обусловленного снижением цен на нефть. Эти эффекты второго порядка здесь не учитываются.

Рисунок 4.3.1

Мировая цена на нефть и розничные цены на топливо

(Индекс, 2013 год =100)

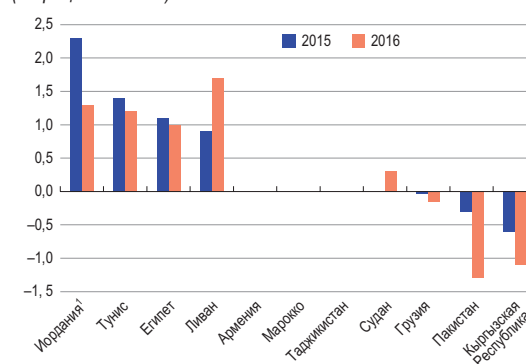


Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.
¹ Простое среднее спотовых цен на нефть Dated Brent, West Texas Intermediate и Dubai Fateh.

Рисунок 4.3.2

Изменение сальдо бюджета в связи с ценами на нефть

(В процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; оценки персонала МВФ.
 Примечание. Эффект первого порядка от изменения цены на нефть в ССЦН между 2014 годом (96,25 долл. США) и допущениями ПРМЭ для 2015 года (51,62 долл. США) и 2016 года (50,36 долл. США) при неизменности добычи нефти/газа и прочих факторов на уровне 2014 года.

¹ В случае Иордании оценка учитывает компанию по производству электроэнергии, находящуюся в государственной собственности.

Вставка 4.3 (окончание)

Тем не менее, хотя некоторые страны получают бюджетный и/или квазибюджетный выигрыш за счет экономии на энергетических субсидиях, в других этот выигрыш перевешивают убытки от адвалорных топливных налогов (Пакистан, Кыргызская Республика — рис. 4.3.2). В некоторых странах КЦА передача воздействия носит ограниченный характер, поскольку цены импорта топлива зафиксированы в долгосрочных международных договорах с Россией, а также в силу ограниченного предложения импорта бензина (особенно в Кыргызской Республике). Странам, получающим непредвиденные бюджетные выгоды, сейчас нужно решить, какую их часть сберечь, учитывая существующие факторы уязвимости и циклические риски. Фиксация непредвиденных выгод, сокращение государственного долга и укрепление буферных резервов налогово-бюджетной политики должны быть приоритетными задачами при значительных факторах уязвимости, но при серьезных разрывах между фактическим и потенциальным объемом производства непредвиденные доходы следует расходовать.

Оптимизация цен на энергоносители уже давно является приоритетной задачей политики для большинства стран БВСАП и КЦА, а низкие цены на нефть обеспечивают уникальную возможность для продвижения реформы. Полная либерализация внутренних цен на энергоносители или введение формул автоматического ценообразования, а также реформирование находящихся в государственной собственности предприятий энергетического сектора в условиях низких международных цен на нефть могут оказаться более легкими и сопряженными с меньшими политическими издержками задачами. Экономией от этих реформ можно воспользоваться для финансирования адресных трансфертов социально уязвимым группам и расходов, стимулирующих экономический рост. Поскольку низкие цены на энергоносители глубоко укоренились во многих странах Ближнего Востока, для того чтобы реформы оказались успешными, могут потребоваться адресные меры по смягчению последствий и эффективная стратегия информационной работы. Вселяет надежду то, что реформа цен на энергоносители стоит на повестке дня в большинстве стран, а некоторые страны, включая Иорданию, Марокко и Пакистан, уже предприняли конкретные шаги (таблица 4.3.1). Ожидается, что ряд стран КЦА (в частности, Армения) воспользуются возможностью увеличить топливные акцизы. Тем не менее, если краткосрочные бюджетные стимулы не будут надлежащим образом согласованы с долгосрочной программой реформирования цен на энергоносители, снижение цен на нефть может создать угрозу для реформ. В частности, снижение цен на нефть временно облегчает бремя субсидий для бюджета, что может создавать для правительств стимулы откладывать реализацию реформ цен на энергоносители, как это, похоже, уже происходит в Египте.

Таблица 4.3.1. Прогресс, достигнутый в реформировании субсидий в отдельных странах

	Египет	Иордания	Мавритания	Марокко	Тунис	Пакистан
Реформа бюджетных субсидий	Реализуется пятилетний план по ликвидации субсидий на электроэнергию. Имеется отставание в части реформы топливных субсидий.	Завершена. Обусловленные денежные трансферты при ценах на нефть, превышающих 100 долл. США за баррель, будут сохранены.	Субсидии на бензин ликвидированы.	Субсидии на сжиженный природный газ ликвидированы.	Реформа по ликвидации энергетических субсидий началась, но работа идет медленными темпами.	Проводятся реформы по сокращению субсидий на электроэнергию.
Реформа ГП	Существенного прогресса в реформировании EGPC и EGAS не достигнуто.	Ведется работа по возмещению затрат на электроэнергию к 2018 году.	Планы по реформированию ГП энергетического сектора отсутствуют.	Планы по реформированию ГП энергетического сектора отсутствуют.	Ликвидированы перекрестные субсидии между компаниями энергетического сектора.	Органы власти разработали план по урегулированию просроченной задолженности ГП энергетического сектора.

Источники: официальные органы стран; и расчеты персонала МВФ.

Примечание. EGPC = Египетская национальная нефтяная корпорация; EGAS = Египетская газовая холдинговая компания; ГП = предприятия, находящиеся в собственности государства.

5. Экономические последствия соглашения с Исламской Республикой Иран

Недавнее соглашение между группой стран П5+1 и Ираном позволяет снять большую часть экономических санкций и значительно улучшить экономическую перспективу Ирана¹. Экономические вторичные эффекты в отношении остального мира носят неопределенный характер, однако, по всей вероятности, будут иметь положительный чистый итог по двум причинам. Ожидается, что возвращение Ирана на мировой нефтяной рынок увеличит мировое предложение нефти; кроме того, отмена санкций должна открыть новые торговые и инвестиционные возможности. Насколько велики будут эти эффекты и как быстро они материализуются, неизвестно из-за ряда факторов: значительной неопределенности относительно того, когда именно произойдет отмена санкций и на какой срок, скорости, с которой Иран сможет наращивать свою нефтедобычу, и реакции других нефтедобывающих стран, а также того, будет ли отмена санкций сопровождаться столь необходимыми реформами, направленными на восстановление внутренней экономики.

Текущее состояние экономики Ирана

Совместный комплексный план действий (СКПД) Ирана и стран П5+1 появился после нескольких тяжелых для иранской экономики лет. Вслед за ужесточением международных торговых и финансовых санкций в конце 2011 года иранская экономика сжалась приблизительно на 9 процентов в течение 2012/2013 года и 2013/2014 года (рис. 5.1). Одновременно значительное реальное снижение курса национальной валюты вместе с перебоями на стороне предложения вызвали взлет 12-месячной инфляции до пикового уровня 45 процентов в июне 2013 года. Рост занятости в большинстве секторов экономики замер, а доля экономически активного населения сократилась, при этом безработица удерживается на уровне около 10½ процента. Промежуточное соглашение, достигнутое со странами П5+1 в ноябре 2013 года, наряду

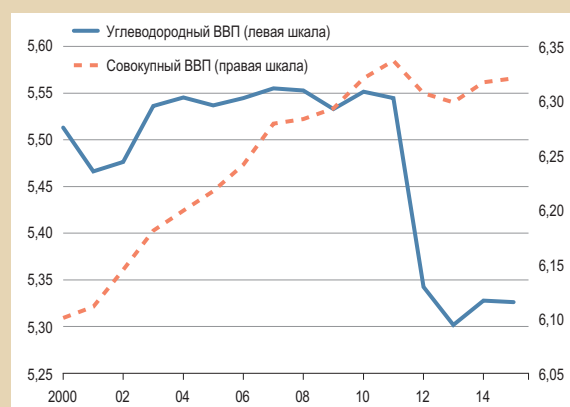
Подготовлено Робертом Блотевогелем, Мартином Керисолой, Кейко Хоньо, Асгаром Шахморади, Натальей Тамирисой и Бруно Версалем.

¹ Совместный комплексный план действий (СКПД) группы стран П5+1 (пять постоянных членов Совета безопасности ООН — Китай, Франция, Россия, Объединенное Королевство и Соединенные Штаты — плюс Германия).

Рисунок 5.1

Уровень ВВП

(В логарифмах, постоянных ценах)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

с осмотрительной внутренней макроэкономической политикой обеспечили значительные импульсы для развития некоторых секторов, в особенности нефтяного, транспортного и обрабатывающей промышленности. Реальный ВВП в 2014/2015 году вырос на 3 процента, а 12-месячная инфляция заметно снизилась, стабилизировавшись на уровне примерно 15 процентов. Тем не менее, к концу 2014/2015 года уровень экономической активности все еще на 6 процентов отставал от уровня конца 2011/2012 года, в основном из-за снижения добычи углеводородов. Годовая инфляция оставалась в пределах

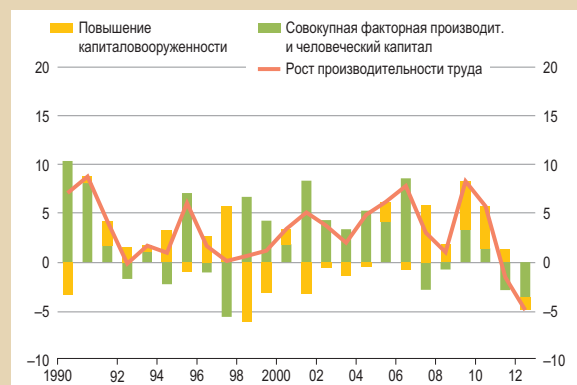
Таблица 5.1. Рост годовой добавленной стоимости, занятости и производительности
(В процентах)

	Среднее за 2008–2010	2012	2013
Производительность труда в нефтяном секторе	5,4	-1,5	-4,9
<i>Вклад:</i>			
Капитал на одного работника	3,5	1,3	-1,3
СФП и человеческий капитал на одного работника	1,9	-2,9	-3,6
Рост занятости в нефтяном секторе	0,1	0,6	3,4
Добавленная стоимость в нефтяном секторе	5,5	-1,0	-1,5
Рост занятости в нефтяном секторе	-5,9	-1,0	-1,0
Добавленная стоимость в нефтяном секторе	-0,8	-46,8	-9,3

Источники: иранские официальные органы; оценки персонала МВФ.
Примечание. СФП = совокупная факторная производительность.

Рисунок 5.2

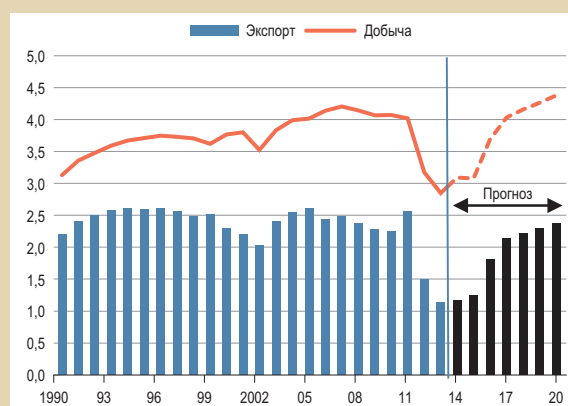
Нефтяной сектор: производительность труда и определяющие факторы
(1990–2013 годы; в процентах)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

Рисунок 5.3

Нефтяной сектор: добыча и экспорт
(1990–2020 годы; млн баррелей в день)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

двузначных чисел, а безработица в декабре 2014 года составила 10½ процента.

Большая часть сжатия экономики, вызванного санкциями, проявилась в резком падении производительности относительно тренда. За три года, предшествующие ужесточению санкций, объем нефтяного производства на одного работника рос со среднегодовой скоростью 5 процентов под воздействием активного накопления капитала и совокупной факторной производительности (СФП) (таблица 5.1). После ужесточения экономических и финансовых санкций в конце 2011 года накопление капитала и СФП резко сократились. Углеводородный сектор испытал резкое сжатие добычи и экспорта (рис. 5.2 и 5.3).

Как снятие санкций повлияет на иранскую экономику?

Ожидается, что СКПД, после утверждения и реализации, обеспечит снятие санкций в четырех широких областях: 1) экспорт и транспортировка углеводорода и углеводородных продуктов; 2) банковские и другие финансовые услуги и операции, включая восстановление доступа к международной платежной системе (SWIFT); 3) доступ к иностранным финансовым активам; 4) продажа, поставка запасных частей и трансферт товаров и услуг в автомобильную и авиатранспортную промышленность, а также соответствующие иностранные инвестиции.

Снятие санкций принесет Ирану три основных преимущества. Первым и самым главным станет положительное *шоковое воздействие внешнего спроса* — как для нефтяного, так и для ненефтяного экспорта. Кроме того, сокращение затрат на внешнеторговые и финансовые операции проявится в виде положительного *шокового воздействия условий торговли* (снижение цены импорта и повышение цены экспорта). И, наконец, восстановление доступа к иностранным активам и рост экспорта нефти также должны привести к положительному *эффекту благосостояния*. Такое трехстороннее воздействие должно привести к значительному улучшению перспектив развития иранской экономики на ближайшие годы, перевесив негативное влияние резкого снижения мировых цен на нефть за последний год.

Оценка вероятного масштаба этого воздействия сопряжена со значительной степенью неопределенности. Она по существу проистекает из отсутствия сопоставимых исторических прецедентов и обусловленности отмены санкций (оговорки о «повторном вводе»). Кроме того, еще неизвестно, насколько быстро Ирану удастся нарастить свою нефтедобычу, учитывая значительные инвестиционные потребности отрасли и то, как отреагируют другие нефтедобывающие страны.

Дивиденды от постсанкционного роста также будут зависеть от ответных мер внутренней макроэкономической политики и скорости и характера структурных реформ после отмены санкций. Главный вопрос заключается в том, насколько быстро иранская экономика восстановит темпы накопления капитала и роста производительности, наблюдавшиеся до введения санкций. Структурные реформы делового климата, рынка труда и финансового рынка могли бы сыграть в этом ключевую роль. Меры макроэкономической политики в предстоящие годы также необходимо будет скорректировать для того, чтобы органы власти смогли достичь своих целей по обеспечению уровня инфляции в пределах одноразрядных чисел, конкурентоспособного реального валютного курса и устойчивого повышения темпов всеобъемлющего экономического роста. В частности, дополнительная консолидация

Рисунок 5.4

Иран: прогнозируемый рост ВВП и определяющие факторы после отмены санкций (В процентах)



Источник: Blotevogel and others (готовится к публикации).

Примечание. СФП = совокупная факторная производительность.

бюджета может способствовать ограничению повышения реального валютного курса и поддержать денежно-кредитную политику в сдерживании спроса и достижении желательного сокращения инфляции.

Оценки воздействия на экономический рост на основе анализа иранской экономики² указывают на то, что внутренняя деловая активность после снятия санкций может заметно возрасти (рис. 5.4).

Реальный рост ВВП может увеличиться до 5½ процента в 2016/2017 году и 2017/2018 году, а в последующие годы колебаться вокруг уровня 3½–4 процента в год. Самым важным фактором роста в краткосрочной перспективе может стать восстановление добычи и экспорта нефти, которые, согласно прогнозам, должны увеличиться примерно на 0,6 млн баррелей в день в 2016 году и примерно на 1,2 млн баррелей в день в среднесрочном периоде. Повышение объема нефтедобычи может обеспечить около трех четвертей и двух третей

² Динамическое финансовое исчисляемое общее равновесие, определяемое для Ирана, основано на работах Shahmoradi, Haqiqi, and Zahedi (2010), Haqiqi (2011), и Haqiqi and Bablou Noren (2013). Дополнительная информация содержится в работе Blotevogel and others (готовится к публикации).

оценочного экономического роста в 2016/2017 году и 2017/2018 году соответственно. Снижение затрат на торговые и финансовые операции может дополнительно увеличить рост на $\frac{3}{4}$ –1 процент.

Если санкции будут отменены, то эффективность нефтегазового сектора экономики постепенно должна повыситься, поскольку сокращение транзакционных издержек стимулирует инвестиции и производительность, в частности, в обрабатывающей промышленности и строительстве. Темпы роста СФП в нефтегазовом секторе будут постепенно увеличиваться, достигнув в 2020 году своего среднего значения за 1990–2010 годы. Скорость восстановления будет зависеть, среди ряда прочих факторов, от способности органов власти сохранять конкурентоспособный реальный валютный курс и разумных мер макроэкономической политики. Значительное укрепление валюты имеет тенденцию замедлять темпы восстановления.

Если принимать во внимание обратное воздействие глобальных факторов, оценки экономического выигрыша Ирана от отмены санкций будут несколько ниже. Глобальная модель³, которая учитывает международные вторичные эффекты через торговые и финансовые каналы и мировые рынки нефти, показывает, что сочетание положительных шоков внешнего спроса, благосостояния и условий торговли может повлечь за собой кумулятивный 15-процентный прирост реального ВВП в следующие пять лет относительно базисного сценария, предусматривающего сохранение санкций.

Состояние счета текущих операций будет улучшаться по мере увеличения объемов экспорта нефти; однако возросшие уровни инвестиций и частного потребления наряду со снижением

премии за риск могут стимулировать импорт и, возможно, сдерживать положительную динамику счета текущих операций. Несмотря на то, что Иран будет по-прежнему направлять от одной четверти до одной трети своей выручки от экспорта нефти в Национальный фонд развития Ирана, реальный валютный курс в среднесрочной перспективе повысится приблизительно на 5 процентов, создавая давление на нефтегазовый экспорт. Инфляция в целом останется стабильной, поскольку передача воздействия от повышения курса, скорее всего, будет нейтрализована увеличением давления на спрос в нефтегазовом секторе экономики.

К представленным выше оценкам нужно относиться с осторожностью. Ни одна из моделей не использует допущение о том, что отмена санкций будет сопровождаться существенными экономическими реформами внутри страны. Как указывалось ранее, если такие реформы будут приняты и реализованы, ускорение темпов роста после отмены санкций, вероятно, окажется более значительным. Также следует сделать оговорку о том, что модели не принимают во внимание проблемы ликвидности и платежеспособности, распространившиеся в корпоративном и банковском секторе в последние несколько лет. Эти факторы могут оказать отрицательное воздействие на глубину и скорость восстановления, особенно применительно к инвестициям в нефтегазовый сектор. Кроме того, цель органов власти по достижению уровня инфляции в пределах односторонних чисел подчеркивает сильную потребность в дальнейшей корректировке в предстоящие годы. В частности, для поддержки денежно-кредитной политики и содействия сохранению конкурентоспособного реального валютного курса потребуются дополнительная консолидация бюджета.

Влияние соглашения на мировые цены на нефть и деловую активность

Возвращение Ирана на мировой рынок нефти и усиление его интеграции в мировую экономику могут иметь далеко идущие экономические

³ Модель динамического стохастического общего равновесия отражает мировую экономику и является частью Гибкой системы глобальных моделей (ГСГМ), разработанной в МВФ (Andrle et al., 2015). Сценарий отмены санкций использует следующие допущения: 1) увеличение иранского экспорта нефти; 2) сокращение премий за суверенный и корпоративный риск Ирана; 3) сокращение стоимости импорта и увеличение цены экспорта.

последствия, учитывая большой размер его экономики (почти 1½ процента мирового ВВП или 18 процентов ВВП БВСА), население (78 миллионов) и запасы нефти и газа (четвертое и второе место в мире соответственно).

Анализ событий показывает, что цены на нефть являются основным каналом, через который последствия соглашения могут распространиться на остальной мир.

- Ужесточение международных санкций в 2010–2013 годы вызвало повышение международных цен на нефть. В дни введения новых санкций против Ирана в 2012–2013 годы цены на нефть, как правило, поднимались. Кумулятивное воздействие может достигать до 14 долларов⁴.
- Представляется, что к середине июля 2015 года отыграла назад только часть увеличения в ценах на нефть, связанного с санкциями. Цены на нефть значительно снизились в дни, предшествующие заключению промежуточного соглашения в ноябре 2013 года. Однако последующие знаменательные вехи в переговорном процессе — продление сроков переговоров, заключенное в апреле 2015 года рамочное соглашение и, наконец, итоговое соглашение — в целом не оказали значительного воздействия⁵. Этот результат наводит на мысль о том, что цены на нефть могут еще больше снижаться по мере разрешения неопределенности в отношении скорости и сроков возвращения Ирана на нефтяной рынок и расширения предложения нефти на мировом рынке.

Согласно оценкам, мировой ВВП (без учета Ирана) должен в среднесрочной перспективе вырасти приблизительно на ¼ процента, в основном

за счет снижения цен на нефть, а также благодаря увеличению ненефтяной торговли с Ираном. Постепенное увеличение нефтедобычи в Иране может обеспечить увеличение мировой нефтедобычи к 2020 году почти на 1½ процента и, вероятно, повлияет на мировую экономику, стимулируя дальнейшее снижение мировых цен на нефть (рис. 5.5). Сокращение премий за риск Ирана и торговых издержек, скорее всего, вызовет гораздо менее значительные глобальные и региональные вторичные эффекты, чем снижение цен на нефть⁶.

Масштаб снижения цены на нефть характеризуется высокой степенью неопределенности. Он зависит от того, насколько быстро Иран сможет увеличить свою нефтедобычу и как отреагируют другие нефтедобывающие страны. При правдоподобных допущениях — включая то, что в соответствии с недавними заявлениями члены ОПЕК не станут компенсировать увеличение экспорта нефти Ираном, сократив свою собственную нефтедобычу, — снижение цен на нефть в среднесрочной перспективе может составить от 5 до 10 процентов.

Как это повлияет на ненефтяную торговлю Ирана с регионом?

Ненефтяная торговля между Ираном и остальным миром в настоящее время носит ограниченный характер, однако ожидается увеличение ее объемов, отражающее повышение уровня доходов в Иране и остальном мире и сокращение транзакционных издержек. В течение следующих пяти лет прогнозируется увеличение импорта Ирана на 50 процентов, с 75 млрд долларов США в этом году до 115 млрд долларов США в 2020 году. Иран также располагает значительным потенциалом по дальнейшему наращиванию ненефтяного экспорта (рис. 5.6). Оценки,

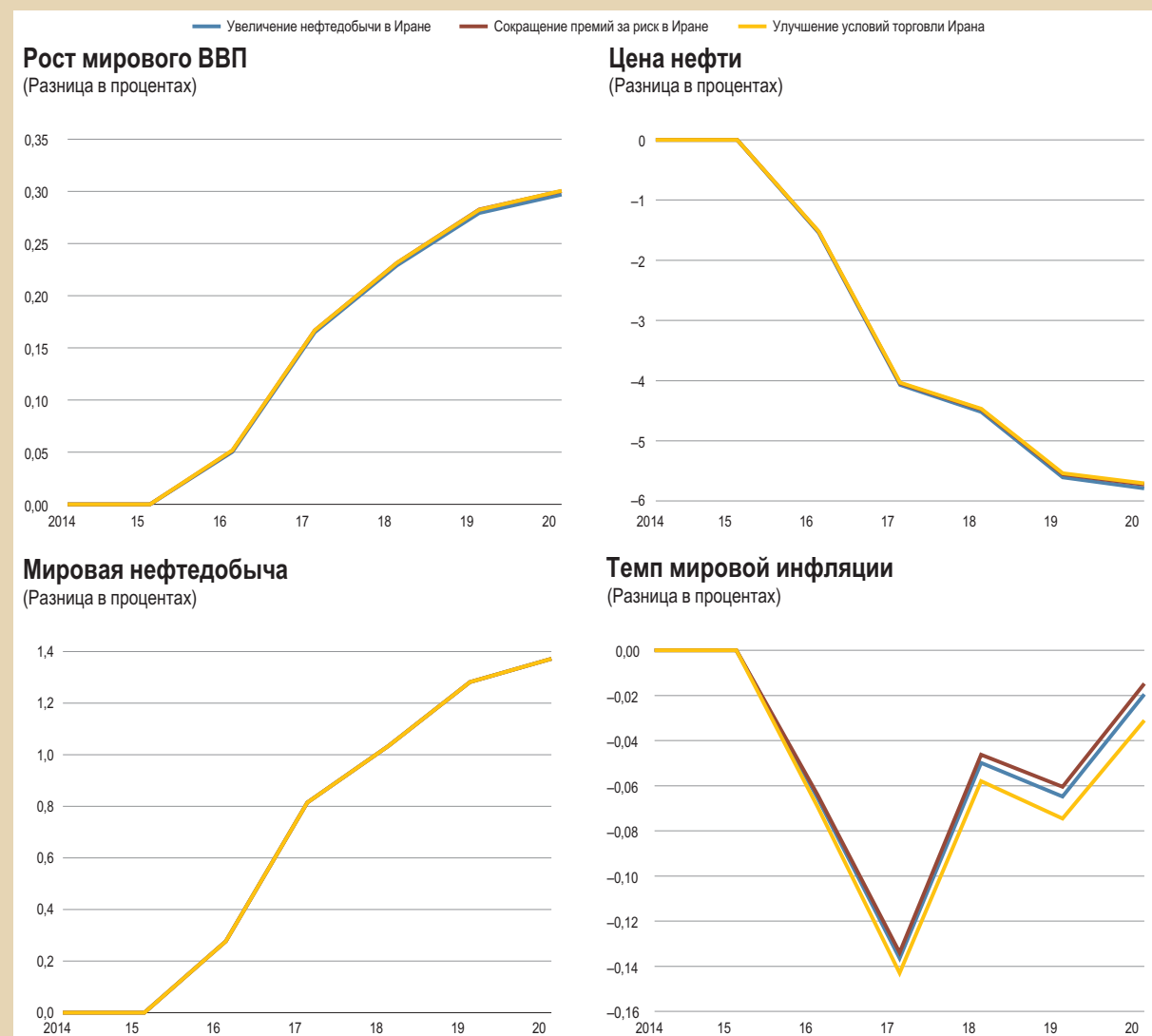
⁴ Эти результаты соответствуют оценкам Управления по информации в области энергетики США (2015 год) и Всемирного банка (2015 год).

⁵ С датами объявления о ходе переговоров с Ираном совпали другие значимые шоковые потрясения, в частности, затронувшие Йемен, Ливию и Ирак, что понижает достоверность оценок.

⁶ Помимо экспорта нефти, поставки природного газа из Ирана в другие страны региона (например, в Оман, Пакистан и Армению) также могут со временем вырасти при условии строительства новых трубопроводов.

Рисунок 5.5

Оценочное мировое воздействие отмены санкций



Источник: оценки персонала МВФ.

полученные на основе гравитационных моделей или путем сравнения структуры экспорта Ирана со структурой экспорта прочих стран-экспортеров нефти, показывают, что уровни экспорта Ирана составляют менее половины от потенциально возможных.

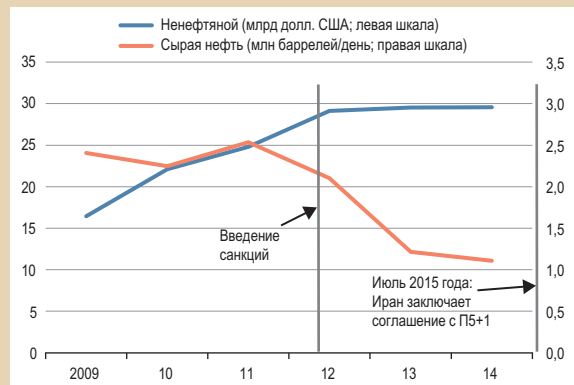
Торговые партнеры Ирана окажутся в выигрыше от увеличения объемов торговли с Ираном. Для Объединенных Арабских Эмиратов, например, Иран является самым важным направлением экспорта после Индии. Отмена санкций может

повысить реальный ВВП Объединенных Арабских Эмиратов более чем на 1 процентный пункт за период с 2016 по 2018 год только за счет роста объемов неуглеводородного экспорта (IMF 2015a). Как ожидается, экономический рост в Китае и Индии, хотя и замедляется, но останется высоким, что укрепляет положение этих стран как все более значимых для Ирана торговых партнеров (рис. 5.7).

Иран уже заключил преференциальное торговое соглашение с Турцией, еще одной страной, с которой он быстро наращивал объемы торговли

Рисунок 5.6

Иранский экспорт, 2009–2014 годы



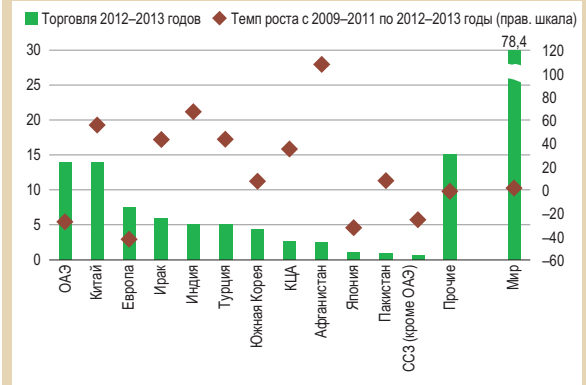
Источники: Организация стран-экспортеров нефти, Статистический ежегодник; Атлас мировой торговли.

в последние годы. Европа, напротив, наблюдала сокращение своей доли в торговле в период действия санкций, хотя эта доля может и возрасти в постсанкционном мире. Страны КЦА в долгосрочной перспективе могут получить значительные экономические выгоды, если станут транзитными пунктами для растущих объемов торговли

Рисунок 5.7

Неуглеводородная торговля 2012–2013 годов и рост торговли с 2009–2011 годов по 2012–2013 годы

(В млрд долл. США и процентах)



Источники: Атлас мировой торговли; расчеты персонала МВФ.

между Китаем, Индией, Ираном и прочими странами как в регионе, так и в Европе (вставка 3.1). Это будет зависеть от реализации амбициозных региональных инициатив. Более подробную информацию о вероятных последствиях соглашения с Ираном для конкретных стран см. в таблицах 5.2 и 5.3.

Таблица 5.2. Региональные последствия отмены санкций против Ирана для стран-экспортеров нефти БВСАП и КЦА

	Газ	Нефтефтяная торговля	Финансы и инвестиции	Нефть
ССЗ				
Бахрейн	Строительство трубопровода для экспорта газа из Ирана (2014 год) может ускориться, поскольку некоторые задержки были обусловлены санкциями.	Объемы торговли между двумя странами малы, существенного воздействия не ожидается.	Потенциальные ПИИ со стороны Катара, учитывая синергию при добыче природного газа.	Ожидаемое увеличение нефтедобычи создаст понижающее давление на цену нефти, что сократит связанные с нефтью бюджетные и экспортные поступления. Увеличение объемов иранского экспорта нефти может привести к усилению конкуренции за долю рынка (особенно в Азии) с другими странами-экспортерами нефти в регионе.
Кувейт		Объемы торговли между двумя странами малы.		
Оман		Хорошие перспективы. На совещании министров в феврале 2015 года обсуждались торговые связи.		
Катар		Объемы торговли между двумя странами малы.		
Саудовская Аравия		Иран является вторым по величине экспортным рынком ОАЭ. Высокий потенциал для развития торговли и туризма. Отмена санкций может обеспечить увеличение роста на 1¼ п.п. в следующие три года только за счет увеличения экспорта неуглеводородной продукции.		
ОАЭ		Отмена санкций создаст стимул для двусторонних инвестиций, особенно в недвижимость и МСБ.		
Кроме ССЗ				
Алжир		Объемы торговли между двумя странами малы, существенного воздействия не ожидается.	Поскольку Алжир имеет закрытый счет операций с капиталом, санкции не повлияли на трансграничные финансовые операции.	
Ирак		Торговля с Ираном может быть вытеснена, так как отмена санкций может диверсифицировать источники иранского импорта.	Возможен выигрыш от роста иранских ПИИ.	
Ливия		В настоящее время страны практически не торгуют друг с другом — существенного воздействия не ожидается.	Мало ПИИ в обе стороны — существенных изменений не ожидается.	
Йемен		Объемы торговли сейчас находятся на низком уровне, возможно увеличение после отмены санкций.	Финансовые потоки в настоящее время осуществляются в незначительных объемах — возможно увеличение после отмены санкций.	

(Продолжение на следующей странице)

Таблица 5.2. Региональные последствия отмены санкций против Ирана для стран-экспортеров нефти БВСАП и КЦА (продолжение)

	Газ	Нефтепродукты	Финансы и инвестиции	Нефть
КЦА				
Азербайджан	В крупнейшее газовое месторождение Азербайджана вложены значительные инвестиции от иранской компании, освобожденной от санкций. Сотрудничество в газовом секторе, вероятно, продолжится в будущем.	После ввода санкций иранский экспорт в Азербайджан увеличился.	Азербайджан выиграл от увеличения иранских ПИИ. После отмены санкций может расширяться сотрудничество в банковском секторе.	
Казахстан		В период санкций объем двусторонней торговли увеличился, ожидается дальнейший рост при появлении в будущем новой инфраструктуры, например, железной дороги Казахстан-Туркменистан-Иран. Торговля расширяется за счет нового оборудования для транспортировки.	В настоящее время поток ПИИ в Иран и из Ирана ограничен.	
Туркменистан	Ожидается, что Иран поможет Туркменистану диверсифицировать доступ к источникам газа, в том числе через новый газопровод.	Импорт из Ирана за последнее десятилетие вырос в 10 раз. Для сохранения данного темпа роста требуются новые инфраструктурные проекты.		
Узбекистан		После отмены санкций ожидается умеренное расширение торговых отношений и развитие транспортного коридора.		

Источники: официальные органы стран; оценка персонала МВФ.

Примечание. ПИИ = прямые иностранные инвестиции.

Таблица 5.3. Региональные последствия отмены санкций против Ирана для стран-импортеров нефти БВСАП и КЦА

	Газ	Нефтяная торговля	Финансы и инвестиции	Нефть
Страны-импортеры нефти БВСАП				
Афганистан		Важный торговый партнер — большие объемы торговли через неофициальные каналы (то есть санкции не оказали большого воздействия).	Слабые официальные финансовые связи — серьезные изменения маловероятны.	Ожидаемое увеличение нефтедобычи в Иране создаст понижающее давление на цену нефти, обеспечивая выигрыш странам-импортерам нефти БВСАП и КЦА. Счета на оплату импорта нефти уменьшатся; в случае передачи воздействия снижения цен на нефть к конечным пользователям производственные затраты снизятся, а располагаемый доход увеличится. Снижение цен на нефть негативно отразится на России и странах-экспортерах нефти БВСАП, что может привести к отрицательным эффектам второго порядка для стран-импортеров нефти КЦА и БВСАП соответственно.
Джибути		Объемы торговли малы, существенного увеличения не ожидается.		
Египет		Ограниченная торговля между двумя странами.		
Иордания		Объемы торговли малы, существенного увеличения не ожидается.	Низкие инвестиционные потоки — существенных изменений не ожидается.	
Ливан		Торговые отношения после снятия санкций улучшатся, особенно ввиду того, что в 2010 году Ливан заключил с Ираном 17 двусторонних торговых соглашений, в том числе в нефтяном и газовом секторе.	Банки могут потерять часть транзакционного бизнеса с иранскими клиентами, учитывая отключение иранских банков от системы SWIFT. Однако существенного влияния на прибыльность банков это не окажет.	
Мавритания		Объемы торговли малы, существенного увеличения не ожидается.		
Марокко		Объемы торговли малы, существенного увеличения не ожидается.		
Пакистан	Отмена санкций может привести к завершению строительства газопровода, с выигрышем для энергетического рынка Пакистана.	Объемы торговли малы, несколько увеличились в период санкций — после отмены санкций могут быть переориентированы в страны с более низким уровнем затрат.	Потоки капитала были очень малы как до, так и после введения санкций — существенного увеличения не ожидается.	
Тунис		Объемы торговли малы, существенного увеличения не ожидается.	Финансовые связи ничтожно малы.	
Страны-импортеры нефти КЦА				
Армения		Значительная двусторонняя торговля пострадала от санкций. Торговля может возобновиться, особенно при строительстве железной дороги между странами.	ПИИ после 2011 года прекратились, могут увеличиться после отмены санкций. Сотрудничество в энергетической сфере (экспорт, транспортировка газа) расширится только при значительных инвестициях.	
Грузия		В настоящее время объемы торговли малы, но способны в среднесрочной перспективе вырасти, особенно если Иран захочет диверсифицировать свои торговые пути.		
Кыргызская Республика		Торговля в настоящее время ничтожно мала. Потенциальное строительство железнодорожной магистрали (Афганистан-Китай-Иран-Кыргызская Республика-Таджикистан) и преференциальное торговое соглашение могут способствовать росту торговли.		
Таджикистан		В период санкций экспорт в Иран увеличился, импорт оставался стабильным. В зависимости от улучшения инфраструктуры Таджикистан может выиграть от увеличения торговли между Ираном, Южной Азией и Центральной Азией.		

Источники: официальные органы стран; и оценка персонала МВФ.

Примечание. ПИИ = прямые иностранные инвестиции.

6. Как устойчивое снижение цен на нефть может повлиять на банковские системы БВСА и КЦА?

Снижение цен на нефть, ввиду его негативного воздействия на страны, зависящие от нефти, поставило под вопрос стабильность финансового сектора стран БВСА и КЦА. Риски носят более ярко выраженный характер в случае стран КЦА и стран-экспортеров нефти, не входящих в ССЗ, в которых шоковое воздействие нефтяных цен усугубляется вторичными эффектами, связанными с Россией, и другими шоковыми потрясениями на фоне и без того повышенной уязвимости банков. По мере сохранения низких цен на нефть некоторые банки могут стать проблемными, особенно в странах, имеющих ограниченные возможности для проведения антициклической политики и/или слабые основы регулирования и надзора. Проведение обоснованной макроэкономической политики, усиление контроля со стороны надзорных органов, укрепление пруденциальных основ и основ антикризисного управления, а также сокращение факторов уязвимости банков, особенно долларизации, являются залогом снижения рисков для финансовой стабильности.

Снижение цен на нефть влечет за собой серьезные последствия для экономики стран БВСА и КЦА и их финансовых секторов. В странах-экспортерах нефти более низкие цены на нефть ведут к ослаблению балансов нефтяных компаний и органов государственного управления, а также повышению кредитного риска и риска ликвидности банков в силу негативного воздействия таких цен на экономику в целом. В таких странах, как страны ССЗ, где государству или нефтяным компаниям принадлежат контрольные пакеты акций в банках, имеющих рейтинг, более низкие цены на нефть могут негативно сказаться на внутренней устойчивости банков, а для тех банков, которые имеют доступ к международным рынкам, стоимость финансирования может повыситься. В странах-импортерах нефти более низкие цены на нефть положительно влияют на экономику, однако негативные вторичные эффекты,

вызванные зависящими от нефти странами – торговыми партнерами, могут частично уменьшить выгоды от снижения цен. Другие происходящие одновременно шоковые потрясения, такие как усиление конфликтов в странах БВСА, не входящих в ССЗ, и вторичные эффекты замедления экономического роста в России в странах КЦА, дополняют воздействие более низких цен на нефть.

В настоящей главе рассматривается влияние устойчивого снижения нефтяных цен на финансовую стабильность в странах БВСА и КЦА, а также меры политики по снижению макрофинансовых рисков. В ней указываются основные каналы передачи воздействия, факторы уязвимости и каналы обратной связи, которые могут усилить влияние снижения нефтяных цен на банковские системы, а также пробелы в данных, которые могут воспрепятствовать эффективному надзору в финансовом секторе. В ней также рассмотрены варианты мер политики, призванных уменьшить макрофинансовые риски для банков. Анализ охватывает 21 страну, включая 14 стран-экспортеров нефти и семь стран-импортеров нефти. Ливия и Судан не включены ввиду ограниченности данных. Включены только те страны-импортеры нефти, основные торговые партнеры

Подготовили: Инуту Луконга (руководитель группы) и Моэз Суиси, при содействии Кусаи Алкунаизи, Кей Чун, Приты Митры, Рафика Селима, Саада Каюма, Андре Сантоса и Бруно Версаля. Содействие в проведении исследований оказывали Марк Фишер, Грегори Хаджиян, Брайан Хайленд и Иона Розенталь.

которых относятся к странам-экспортерам нефти на нетто-основе.

Как низкие цены на нефть могут повлиять на банковские системы в странах БВСА и КЦА?

В ССЗ сокращение объемов государственных расходов создает серьезный риск для банковских систем, но до сих пор он сдерживался. Государственные расходы на инфраструктуру поддерживают рост ненефтяного ВВП, а также банковское кредитование государственных организаций и частных подрядчиков, результаты деятельности которых, в свою очередь, сказываются на кредитных рисках банков. Банковские кредиты домохозяйствам зависят от роста фонда оплаты труда в государственном секторе. Поскольку большинство стран ССЗ располагают значительными буферными резервами, сокращение объемов государственных расходов при снижении цен на нефть, как ожидается, будет происходить постепенно, тем самым ограничивая кредитные риски (см. главу 4). Кроме того, для соблюдения правил «Базель-III» были укреплены пруденциальные основы. При этом по-прежнему беспокоит возможность усиления кредитного риска в связи с высокой концентрацией кредитов отдельным заемщикам и/или секторам, в особенности, чувствительным к стадии цикла, таким как секторы недвижимости и строительства (рис. 6.1)¹. Привязки валютных курсов воспринимаются как внушающие доверие, так что валютные риски «приглушены».

Риски для финансовой стабильности более значительны в странах БВСА – экспортерах нефти,

¹ Косвенные риски, связанные с недвижимостью, из-за применения механизмов залогового обеспечения и инвестиций растущего исламского банковского сектора остаются значительными. Существующие показатели не охватывают косвенные риски, связанные с недвижимостью, особенно в странах со значительным присутствием исламских банков, поскольку банкам разрешается учреждать дочерние компании для инвестиционных целей.

не входящих в ССЗ. Сохраняются существенные факторы уязвимости банков, тогда как возможности снижения рисков ограничены обычно менее значительными или недоступными буферными резервами и более слабыми или отсутствующими макропруденциальными основами и основами антикризисного управления. В Алжире и Ираке зависимость банков от связанных с нефтью депозитов (рис. 6.1) и операции с государственными предприятиями (ГП), результаты деятельности которых зависят от нефти, на фоне слабого корпоративного управления как в банках, так и в ГП, усиливают и кредитный риск, и риск ликвидности. Влияние государства в банковской системе Ирана, как правило, снижает стандарты андеррайтинга, что создает риск для качества активов. Банковские секторы Ирака и Йемена также подвержены суверенному кредитному риску и риску ликвидности в связи с чрезмерным объемом кредитов, предоставленных зависящим от нефти правительствам, состояние бюджетов которых ухудшилось. Пробелы в пруденциальных основах ограничивают возможности снижения рисков.

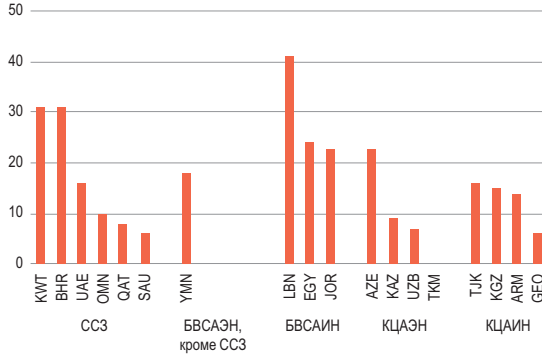
В странах БВСА – импортерах нефти банковские системы подвержены рискам шокового воздействия нефтяных цен через взаимосвязи с экспортерами нефти, особенно ССЗ. Денежные переводы из ССЗ (см. вставку 2.1) поддерживают ликвидность банковских систем и валютных рынков этих стран, особенно Иордании и Ливана, в меньшей степени — Египта; последний также получает значительный объем официальных грантов от ССЗ. Высокая степень долларизации (рис. 6.1), возросший объем необслуживаемых кредитов (НОК) и высокий уровень риска банков по суверенным долговым обязательствам могут создать угрозы для финансовой стабильности в случае резкого снижения экономической активности в странах ССЗ. Фактический риск, связанный с чувствительными к стадии экономического цикла секторами недвижимости и строительства, также значителен в некоторых странах. Пробелы в пруденциальных основах усиливают риски.

Рисунок 6.1

БВСА и КЦА: факторы уязвимости банковских систем

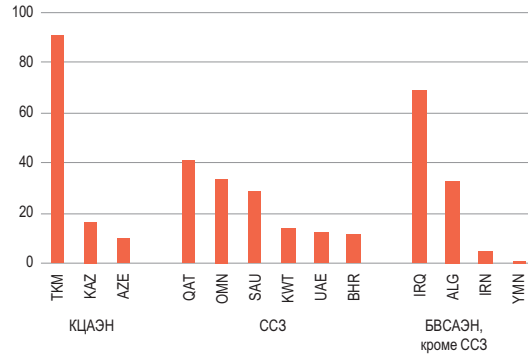
Прямые риски, связанные с секторами недвижимости и строительства

(Ипотечные кредиты, кредиты под залог недвижимого имущества и на строительство, в процентах совокупных кредитов, конец 2014 года¹)



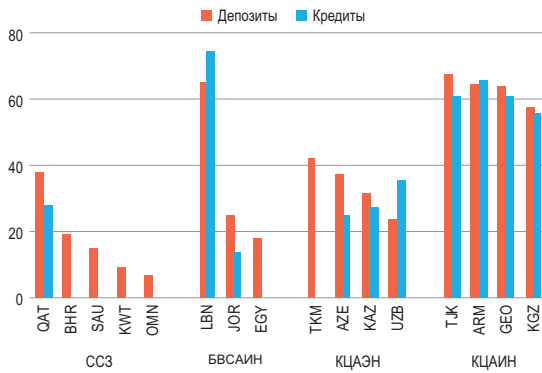
Зависимость от связанных с нефтью государственных депозитов

(Депозиты государственного сектора, в процентах совокупных депозитов, конец 2014 года²)



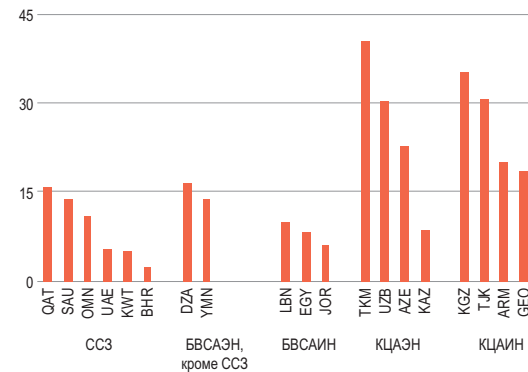
Долларизация балансов банков

(Валютные депозиты/кредиты, в процентах совокупных депозитов/кредитов, последние имеющиеся данные)



Банковский кредит частному сектору

(Годовое процентное изменение, среднее за 2012–2014 годы)



Источники: официальные органы стран; оценки персонала МВФ.

Примечание. ЭН = экспортеры нефти; ИН = импортеры нефти; аббревиатурами для стран служат коды стран, используемые Международной организацией по стандартизации (ИСО).

¹Включая только риски по кредитам. Косвенный риск, связанный с залоговым обеспечением или инвестициями, не принимается во внимание.

²Включая депозиты органов государственного управления и другие депозиты государственного сектора.

Банковские системы стран КЦА подвержены рискам через несколько каналов. Влияние более низких цен на нефть, усиленное вторичными эффектами экономического спада в России, снижением обменного курса (см. главы 3 и 7) и повышением процентных ставок в ответ на рост инфляции в некоторых странах, усилило не только кредитный риск и риск ликвидности, но и валютный риск, а также риск неплатежеспособности банков КЦА. Стратегии

финансирования банков, основанные на перераспределении долларовых депозитов и предоставлении валютных кредитов нехеджированным заемщикам, повышают эти риски. Кроме того, быстрый рост кредита частному сектору в годы, предшествовавшие недавнему шоковому воздействию нефтяных цен — в Армении, Азербайджане, Грузии, Кыргызской Республике и Таджикистане — повышает вероятность ухудшения качества активов в странах, испытывающих

замедление темпов экономического роста². Слабое корпоративное управление в банках и государственных предприятиях (ГП) — получателях кредитов усиливает кредитные риски (Таджикистан). Задержки в урегулировании НОК прошлых лет и ситуации с проблемными банками также усугубляют риски для стабильности в ряде стран (Азербайджан, Казахстан, Таджикистан). Кроме того, значительные пробелы в пруденциальных основах и основах антикризисного управления могут ограничивать возможности упорядоченного урегулирования ситуации с проблемными банками в том случае, если эти риски материализуются.

Каковы были последствия для устойчивости банков до настоящего времени?

КЦА

Согласно последним показателям финансовой устойчивости (ПФУ) банки в нескольких странах КЦА стали менее надежными (см. рис. 6.2)³. Наблюдается тенденция к росту объема НОК, снизилась норма прибыли и, несмотря на все еще высокие коэффициенты достаточности капитала (КДК), их значения уменьшаются в большинстве стран⁴. Открытые валютные позиции растут, так что снижение обменных курсов увеличило убытки от переоценки и привело к сокращению капитала в дополнение к косвенным рискам по кредитам, предоставленным в иностранной валюте. Рост кредита частному сектору также

² Рост кредита в некоторой степени отражает влияние изменения валютных курсов на стоимостную оценку, что указывает на значительное увеличение бремени задолженности заемщиков по кредитам в иностранной валюте, повышая вероятность дефолта.

³ В некоторых случаях различия в определении и/или измерении ПФУ влияют на их сопоставимость между странами.

⁴ Банковские системы в Узбекистане и Туркменистане, где темпы экономического роста остались на высоком уровне, представляются более стабильными.

замедлился в целом по КЦА, особенно в реальном долларовом выражении.

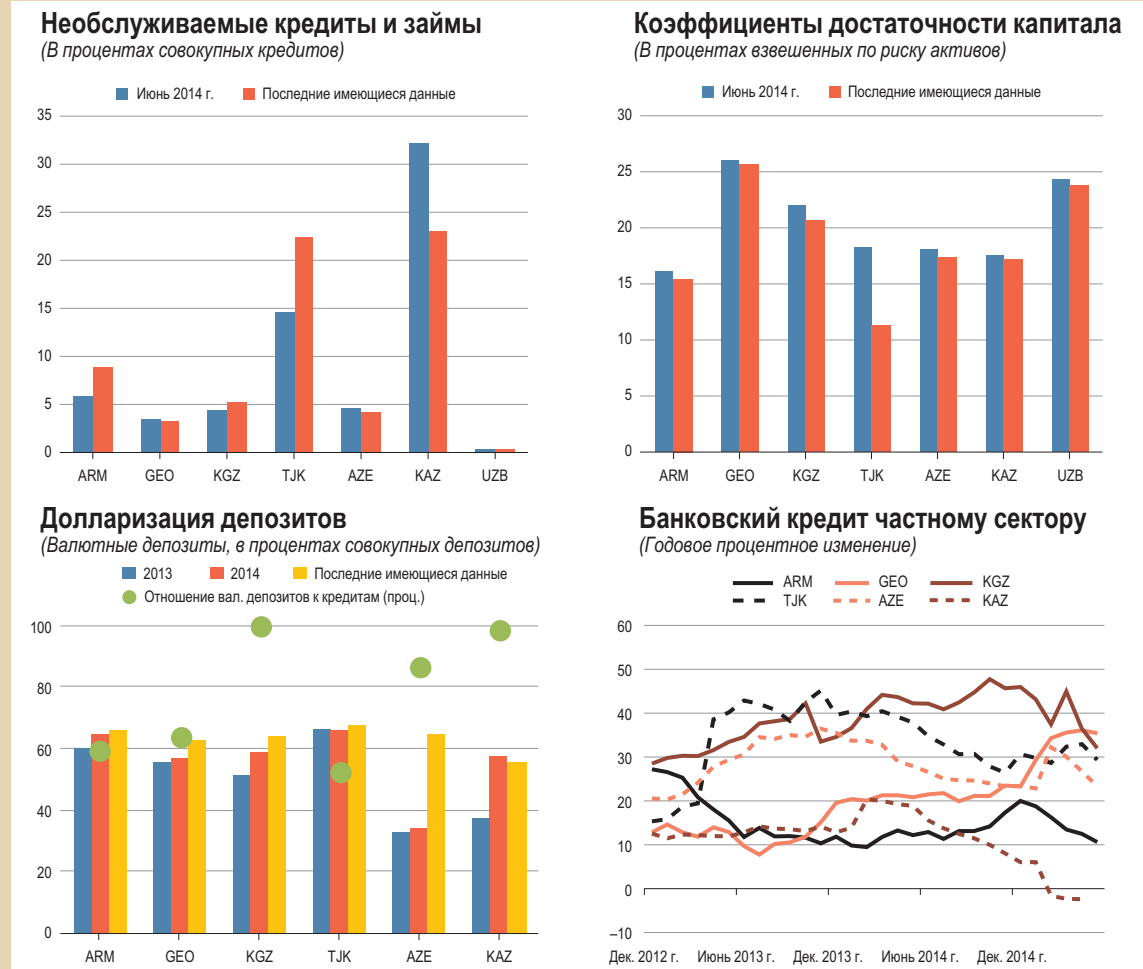
Имеющиеся в настоящее время сводные показатели могут занижать степень ухудшения надежности банков. Последние экономические шоки, вероятно, скажутся на объеме НОК с лагом. Некоторые банки проводят реструктуризацию кредитов (Армения, Азербайджан, Казахстан). Устойчивость показателей банковских балансов завышается в результате неадекватности классификации кредитов и политики формирования резервов (Азербайджан, Казахстан, Таджикистан), а также разовых изменений объемов НОК⁵. Анализ отдельных банков также показывает дисперсию показателей деятельности банков⁶.

Снижение валютных курсов особенно быстро и сильно сказалось на надежности банковской системы, ввиду значительной степени долларизации балансов банков и заемщиков. Девальвация способствовала сохранению международных

⁵ В Казахстане банковские кредиты в большинстве случаев обеспечены недвижимостью, однако банки не проводят своевременной переоценки стоимости заложенного обеспечения, и оценки обычно основаны на прежних высоких ценах. Сокращение объема НОК в последнее время также отражает отзыв банковской лицензии у АО БТА Банк и устранение налоговых, учетных и прочих правовых препятствий для списания и переводов НОК в структуры целевого назначения вместо повышения качества активов. В Азербайджане объем НОК занижен в силу того, что в показатели НОК включены только просроченные части основной суммы долга и процентов, а не полная стоимость кредита.

⁶ В Азербайджане и Казахстане уровень капитала в некоторых банках опустился ниже официального минимального норматива, тогда как в Армении уменьшение банковского капитала сдерживалось вливанием нового капитала, привлеченного для обеспечения соответствия новым обязательным требованиям к минимальному размеру капитала. В Таджикистане размещение государственных депозитов и валютных депозитов Национального банка Таджикистана (НБТ) в коммерческих банках на протяжении 2014 года поддерживало ликвидность ряда банков (см. доклады МВФ по стране 15/241 и 15/65; пресс-релизы 15/265 и 15/268).

Рисунок 6.2

КЦА: последние изменения показателей надежности и результатов деятельности банковской системы

Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Аббревиатурами для стран служат коды стран, используемые Международной организацией по стандартизации (ИСО).

резервов и улучшению состояния бюджетов, однако фактические и ожидаемые девальвации ускорили долларизацию депозитов, снизив при этом спрос на кредиты в иностранной валюте (рис. 6.2). Растущее несоответствие валютной структуры активов и обязательств банков увеличивает убытки от переоценки, которые «размывают» капитал банков и ограничивают кредитование в национальной валюте в отсутствие доступных инструментов хеджирования. Снижения валютных курсов также усилили косвенный кредитный риск среди заемщиков по кредитам в иностранной валюте. Повышение степени долларизации депозитов, утечка

депозитов — и меры, направленные на сдерживание снижения валютного курса или инфляции — ужесточили условия ликвидности в национальной валюте в ряде стран (Армения, Казахстан).

Ответные меры экономической политики были направлены на сбалансированное сочетание целей, заключающихся в содействии адаптации экономики к сильным внешним шокам и сохранении финансовой стабильности (см. вставку 3.2). Помимо валютных интервенций и административных мер по сдерживанию давления на обменный курс, некоторые страны (Армения, Азербайджан, Казахстан) поддерживали банки

ликвидностью в условиях изменчивости депозитов, стремились смягчить общее положение с ликвидностью путем снижения нормативов обязательных резервов (Азербайджан) или размещали государственные и валютные депозиты в коммерческих банках (Таджикистан). Другие меры включали использование валютных свопов для хеджирования вкладов в тенге (Казахстан); повышение резервных требований по валютным депозитам для решения проблемы растущей долларизации депозитов и повышение требований к капиталу банков (Армения); снижение требований к формированию резервов на покрытие возможных потерь по кредитам в случае реструктурированных кредитов (Азербайджан)⁷.

БВСА

Банковские системы в странах БВСА были в целом более устойчивыми, однако между странами имелись значительные расхождения в отношении результатов деятельности и факторов уязвимости банков (рис. 6.3). КДК остаются на высоком уровне, а НОК — на низком, за исключением стран, повышенные уровни НОК которых сформировались до последних шоковых потрясений. Темпы роста объема депозитов в странах-экспортерах нефти (Алжир, Иран, Оман, Катар, Саудовская Аравия, Объединенные Арабские Эмираты) начали снижаться, но ликвидность банков остается на высоком уровне. Рост кредита при этом замедляется, за исключением Катара, где движущей силой спроса на кредит служат инвестиции в ходе подготовки к чемпионату мира ФИФА 2022 года.

Банковские секторы ССЗ по-прежнему демонстрируют высокие результаты деятельности, отражающие стабильные основные экономические показатели и незначительные факторы уязвимости банков. Несмотря на уменьшение бюджетных и внешних профицитов в результате шокового воздействия нефтяных цен, последствия для

экономической активности носили ограниченный характер, поскольку значительные финансовые буферные резервы позволили правительствам избежать резкого сокращения государственных расходов, поддерживая доверие потребителей и инвесторов и сдерживая снижение курса акций (см. главы 1 и 4). Кредиты домохозяйствам получают в основном работники государственного сектора, на доходах которых не сказалось снижение цен на нефть. Банки воспользовались изобилием розничных вкладов, тогда как доступное финансирование сдерживало использование органами государственного управления средств, размещенных на банковских депозитах.

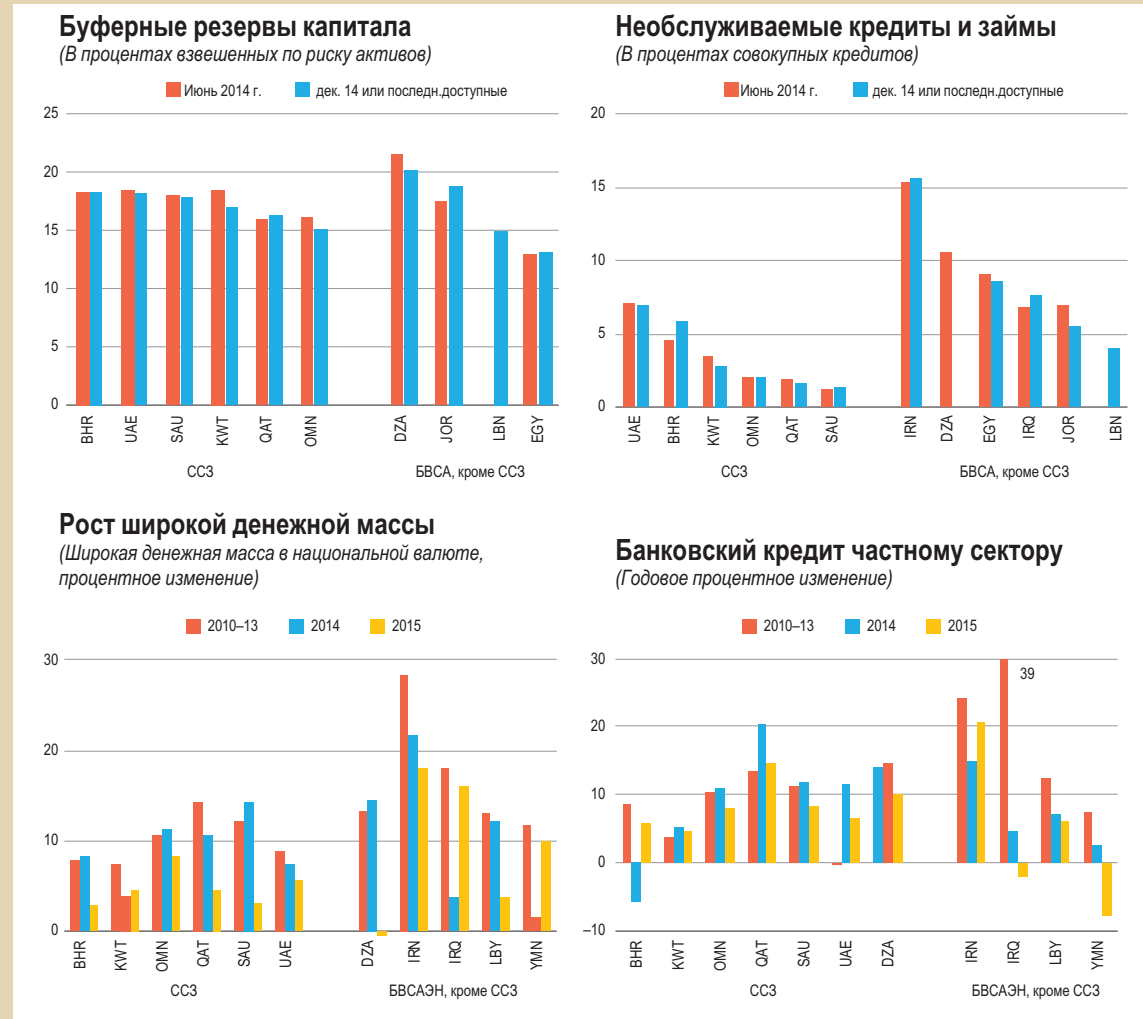
В странах БВСА – экспортерах нефти, не входящих в ССЗ, показатели деятельности банковского сектора были неоднозначными, отражая структурные факторы уязвимости, возникшие до шокового воздействия нефтяных цен. Обменный курс валюты Алжира снизился, а экономический рост замедлился, однако контроль банковских валютных рисков и административные ограничения, связанные с кредитованием домохозяйств, снизили валютный и кредитный риски для банков. В банковской системе Ирана возникла напряженность в результате санкций и проблем управления банками, тогда как воздействие низких цен на нефть было менее очевидным. В Ираке снижение экономической активности и бюджетный кризис, вызванные низкими ценами на нефть и боевыми действиями группировки «Исламское государство Ирака и Леванта» (ИГИЛ), усилили риски для финансовой стабильности по мере роста объемов банковского финансирования бюджетных операций. В Йемене низкие цены на нефть, наряду с усилением конфликтов, ухудшили состояние бюджета, а также повысили суверенный кредитный риск и риск ликвидности для банков в связи со значительным объемом операций с государственными ценными бумагами.

Банковским системам стран БВСА – импортеров нефти пошло на пользу улучшение экономических показателей в последнее время. Более низкие цены на нефть ослабили бюджетное давление, тогда как рост государственных расходов в ССЗ

⁷ Непредвиденным последствием снижения объемов резервов по реструктурированным кредитам может стать поощрение банков к пересмотру условий кредитов с заемщиками вместо признания новых НОК.

Рисунок 6.3

БВСА: последние изменения показателей надежности и результатов деятельности банковской системы



Источники: официальные органы стран; оценки персонала МВФ.
Примечание. ЭН = экспортеры нефти; аббревиатурами для стран служат коды стран, используемые Международной организацией по стандартизации (ИСО).

способствовал сохранению притока денежных переводов и поддержке ликвидности банков.

Насколько уязвимы банки стран БВСА и КЦА в случае устойчиво низких цен на нефть?

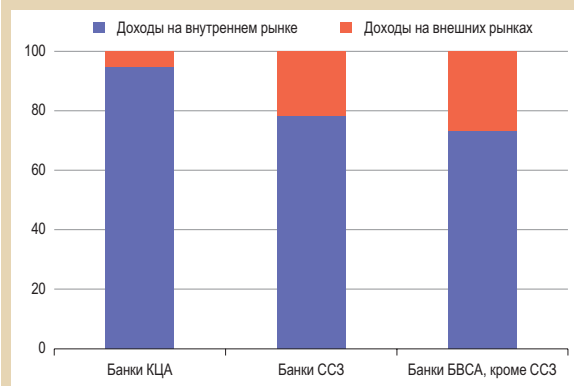
Поскольку ожидается, что цены на нефть останутся низкими, экономическая ситуация для банков стран КЦА и БВСА будет по-прежнему

сложной. Банки получают большую часть своих доходов на внутреннем рынке и от кредитования домохозяйств и нефтегазового сектора (рис. 6.4). Следовательно, более резкое снижение экономической активности, по всей вероятности, повысит кредитные риски. Эти риски могут быть усилены за счет концентрации кредитов в секторах (недвижимость, строительство) и по отдельным заемщикам. Дальнейшее снижение цен на нефть может также замедлить рост депозитов и кредитов частному сектору, даже при снижении рисков

Рисунок 6.4

Банки получают большую часть своих доходов в стране происхождения

(Внутренние и иностранные доходы, в процентах совокупных доходов)



Источники: прошедшая аудиторскую проверку финансовая отчетность банков.

Примечание. Включая данные по 60 крупнейшим банкам из 11 стран. Внутренние доходы для некоторых стран ССЗ (Бахрейн и Кувейт), вероятно, отражают доходы от деятельности в других странах ССЗ.

ликвидности при помощи механизмов центрального банка.

Страновой эконометрический анализ подтверждает тесную взаимосвязь между ценами на нефть и показателями деятельности банков в странах БВСА и КЦА. Несмотря на ограничение эконометрического анализа, обусловленное наличием данных, он неизменно показывает, что наиболее сильное воздействие на рост НОК оказывает рост ВВП. Цены на нефть сказываются на НОК главным образом через ВВП и, в некоторых случаях, другие экономические переменные, такие как обменные курсы (Duma, 2015). Воздействие проявляется со значительными лагами, однако имеет устойчивый характер (Espinoza and Prasad, 2010).

В странах КЦА обменные курсы являются важной детерминантой НОК. Процентные ставки также важны для Грузии, тогда как в Азербайджане существенной детерминантой НОК является инфляция. В Таджикистане, экономика которого сильно зависит от притока денежных переводов из России, сектор корпораций порождает более серьезный кредитный риск, чем домохозяйства, несмотря на существенное влияние уменьшения притока денежных переводов на качество

банковских активов. Денежные переводы из России помогают объяснить динамику роста реального ВВП в странах, зависящих от денежных переводов, таких как Таджикистан⁸.

В некоторых банковских системах стран БВСА внешние финансовые связи являются важным каналом передачи воздействия шоковых потрясений. Поскольку к банкам Бахрейна относятся не только «розничные», но и оптовые банки, более широкое географическое присутствие последней группы банков ослабляет воздействие роста ВВП на НОК в странах ССЗ (Blotevogel and Sidahmed 2013). В странах БВСА – импортерах нефти (Египет), приток капитала обычно влияет на качество активов банков, подтверждая значимость внешних финансовых связей (Love and Ariss, 2013).

Согласно этим выводам, несмотря на то, что в настоящее время возросшие риски для стабильности ярко выражены в основном в странах КЦА, в более долгосрочной перспективе от них не застрахованы и банковские системы БВСА. Лаги и устойчивость влияния замедления экономического роста на кредитные риски позволяют предположить, что макрофинансовые последствия низких цен на нефть ощущаются еще не в полной мере и возможно дальнейшее снижение качества кредитов.

- Для банков КЦА уязвимость в случае устойчиво низких цен на нефть усиливается за счет ухудшения балансов банков и заемщиков, нелинейного воздействия макроэкономических потрясений на банки, менее значительных буферных резервов для того, чтобы «плыть против течения» — особенно для снижения риска ликвидности в долларизованных банковских системах — и пробелами в основах надзора. Банкам также предстоит иметь дело со все более сложной операционной средой в результате снижения экономической активности внутри страны и в странах – основных торговых партнерах, таких как Россия и Китай.

⁸ См. Duma (2015), IMF (2015b), Kryshko (2015).

- Банковские системы ССЗ имеют сильные стартовые позиции, включая макропрudenциальную политику и надзор за деятельностью банков, однако низкие цены на нефть могут увеличить риски для финансовой стабильности в случае резкого сокращения государственных инвестиций или снижения цен на недвижимость. Также возможно негативное обратное воздействие банковской системы на реальную экономику через замедление темпов роста кредита по мере ужесточения условий получения ликвидных средств, поскольку связанные с нефтью депозиты являются основным источником финансирования банков (см. рис. 6.1).
- В странах БВСА – экспортерах нефти, не входящих в ССЗ, господствующее положение государственных банков, которые зависят от связанных с нефтью депозитов и подвержены риску в операциях с ГП, усиливает системные банковские риски (Алжир, Ирак). Возрастающее давление на бюджет усугубляет эти риски (Ирак, Йемен).
- В странах БВСА – импортерах нефти (Египет, Иордания, Ливан) замедление роста в ССЗ может повлиять на денежные переводы и банковские вклады, с вторичными эффектами для банковского кредита и валютных рынков. Риски для стабильности банковской системы могут усилиться, если обменные курсы подвергнутся давлению в условиях умеренной долларизации.

Стресс-тесты выделяют аналогичные различия в устойчивости банковских систем между странами БВСА и КЦА, а также дисперсию рисков на уровне банков. Кредитный риск, как правило, является самым важным для банковских систем, особенно в КЦА, где он усиливается валютным и процентным рисками, а также риском концентрации. Программы оценки финансового сектора (ФСАП) для Азербайджана, Грузии, Казахстана⁹

⁹ В случае Казахстана оценки макрофинансовых рисков были обновлены в рамках недавно проведенных консультаций в соответствии со Статьей IV.

и Таджикистана, и стресс-сценарии, подготовленные официальными органами стран (Кыргызская Республика), свидетельствуют о том, что при устойчивости банковских систем в целом капитализация ряда банков может оказаться недостаточной в случае негативных шоковых потрясений. Риски финансирования, связанные с долларизацией, и, в некоторых случаях, зависимость от депозитов нерезидентов также представляют собой угрозу.

Стресс-тесты, проведенные во время консультаций в соответствии со Статьей IV и официальными органами стран в ССЗ (Кувейт, Оман, Катар, Саудовская Аравия, Объединенные Арабские Эмираты), показывают, что надежные буферные резервы капитала и низкий уровень НОК обеспечивают прочную основу для финансовой безопасности, хотя отдельные банки остаются уязвимыми в случае сильных негативных потрясений. В целом потребности в рекапитализации в странах КЦА превосходили аналогичные потребности в странах БВСА¹⁰.

Помимо прямого воздействия на финансовую стабильность, устойчивое снижение цен на нефть может спровоцировать негативные обратные связи между банковской системой и экономикой как в КЦА, так и в БВСА. Растущие бюджетные дефициты, финансируемые при помощи внутренних государственных облигаций с нулевым риском, предоставляют банкам возможности для инвестирования и могут позитивно влиять на их капитал. Однако в странах, имеющих небольшие избыточные резервы,

¹⁰ Стресс-тесты для стран БВСА, не входящих в ССЗ, еще не завершены, но анализ имеющихся банковских данных показывает, что банки могут оказаться уязвимыми к кредитному риску и риску ликвидности, а их потребности в рекапитализации могут быть значительными. Условные бюджетные обязательства также могут возрасти в странах, в которых господствующее положение занимают государственные банки. Страны со значительными объемами кредитов, предоставленных органам государственного управления, также сталкиваются с суверенными рисками, а их буферные резервы капитала завышены из-за присвоения нулевого риска государственным ценным бумагам.

финансирование государственных облигаций может вытеснить частный сектор и способствовать снижению объемов кредитования по мере усиления стремления банков избежать кредитного риска в условиях замедления темпов экономического роста.

Каким образом меры политики могут снизить риски для финансовой стабильности?

Продуманная макроэкономическая политика и повышенная бдительность надзорных органов играют ключевую роль в уменьшении рисков для финансовой стабильности в странах КЦА и БВСА. Низкие цены на нефть влияют на финансовую стабильность главным образом через воздействие на экономику в целом, в связи с чем макроэкономическая политика, обеспечивающая рост, также способствует финансовой стабильности. Такая политика должна дополняться процедурами усиленного надзора за кредитным риском, рисками ликвидности и неплатежеспособности, а также регулярными стресс-тестами. Следует устранить пробелы в данных для обеспечения эффективности надзора; необходимо укрепить пруденциальные меры и повысить степень готовности к разрешению критических ситуаций в банковской системе. Не следует воздерживаться от применения принудительных мер и требований к акционерам о предоставлении капитала в необходимых случаях.

Ввиду значительных различий в факторах финансовой уязвимости среди стран БВСА и КЦА, приоритеты экономической политики необходимо устанавливать с учетом условий в конкретных странах.

- В КЦА решающее значение имеет снижение степени долларизации, а также укрепление пруденциальных основ и основ антикризисного управления. Они должны подкрепляться мерами по решению проблемы целевого кредитования и повышению качества корпоративного управления. Для сокращения долларизации необходимо устранить

ее коренные причины, укреплять доверие к принимаемым мерам экономической политики и развивать финансовые рынки, помимо дифференциации нормативов достаточности капитала для кредитования нехеджированных заемщиков (Ben Naceur, Hosny, and Hadjian, 2015). Для предотвращения отказа от применения принудительных мер следует требовать создания адекватных резервов для покрытия возможных убытков по реструктурированным кредитам и обеспечить соблюдение лимитов на открытые валютные позиции. Пробелы в данных для анализа макрофинансовых рисков следует устранить.

- В ССЗ требуется уделять внимание воздействию низких нефтяных цен на ликвидность и дифференцированному влиянию замедления темпов экономического роста на исламские и традиционные банки. Координация между центральным банком и правительством в финансировании дефицитов сектора государственного управления может способствовать минимизации потенциальных проблем с ликвидностью. Выпуск внутренних государственных облигаций предоставит банкам компенсационные возможности для инвестирования при замедлении экономического роста, а сбалансированное сочетание выпускаемых традиционных облигаций и «сукук» может способствовать созданию равных условий для традиционных и исламских банков. Значительный объем операций банков с недвижимым имуществом указывает на необходимость в разработке показателей, которые могут более комплексно охватить риски, связанные с недвижимостью, и способствовать проведению макропруденциальной политики. Также следует расширить набор макропруденциальных инструментов для укрепления устойчивости банков, в частности, к циклическим рискам (Arvai, Prasad, and Katayama, 2014).
- В странах БВСА – экспортерах нефти, не входящих в ССЗ, приоритеты включают укрепление пруденциальных основ и основ

корпоративного управления, и сокращение вытеснения частного сектора. Необходимо срочно определить основы макропруденциальной политики и антикризисного управления, укрепить микропруденциальное регулирование и надзор, усовершенствовать корпоративное управление корпорациями как в банках, так и в ГП, и устранить пробелы в данных на широкой основе.

- В странах БВСА – импортерах нефти ключевое значение для сведения к минимуму рисков для стабильности имеет сочетание мер макроэкономической политики и надзора. В частности, необходимо устранить факторы уязвимости, связанные с долларизацией, объемом государственного долга, низким качеством активов и неадекватностью пруденциальных основ.

7. Вторичные эффекты замедления экономического роста в России для КЦА

В условиях резкого снижения цен на нефть, геополитической напряженности и санкций в России произошел стремительный спад экономической активности, который вызвал отрицательные вторичные эффекты в странах КЦА. Степень воздействия для каждой страны пропорциональна объемам торговли, денежных переводов и связей в рамках прямых иностранных инвестиций (ПИИ) с Россией. До настоящего времени меры политики, принятые пострадавшими странами, сосредотачивались на смягчении непосредственных последствий вторичных эффектов. Однако ввиду вероятно устойчивого шокового воздействия необходимы более решительные и неотложные ответные меры политики, ориентированные на среднесрочную перспективу.

Перспективы России и каналы распространения вторичных эффектов

Перспективы развития экономики России остаются слабыми, поскольку ожидается, что низкие цены на нефть и санкции сохранятся. Ожидается, что темпы роста реального ВВП снизятся на 3,8 процента в 2015 году, прежде чем начнут повышаться в 2016 году. Снижение цен на нефть усугубляет существовавшие ранее структурные проблемы и влияние санкций, введенных в 2014 и продленных в середине 2015 года. Неблагоприятные внешние условия в сочетании со значительным повышением премий за риск и оттоком капитала, уже привели к снижению обменного курса рубля по отношению к доллару США с августа 2014 по август 2015 года на 45 процентов.

Негативные вторичные эффекты замедления экономического роста в России, наблюдающиеся в странах КЦА, распространяются в основном через каналы торговли, денежных переводов и ПИИ (рис. 7.1). Туркменистан имеет самую большую долю экспорта, приходящуюся

на Россию (более 9 процентов ВВП). Канал денежных переводов работников-мигрантов имеет особое значение для стран КЦА — импортеров нефти, которые входят в число самых зависимых от денежных переводов стран в мире. Канал ПИИ важен для Армении и Таджикистана. Канал финансового сектора является менее значимым, учитывая достаточно незначительное присутствие российских банков, хотя снижение обменных курсов может создать риски для финансовой стабильности.

Канал торговли

Для многих стран КЦА Россия остается важным торговым партнером. Например, на экспорт в Россию приходится почти половина ненефтяного экспорта Азербайджана, в то время как в случае Армении экспорт в Россию, в основном продовольственные товары и коньяк, составляет примерно 20 процентов. Туркменистан и Узбекистан экспортируют в Россию газ, несмотря на растущую диверсификацию экспорта на другие рынки, прежде всего в Китай¹. Традиционные торговые связи и преференциальные соглашения

Подготовили Драгана Остожич и Максим Крышко, при содействии в исследовательской работе, оказанном Марком Фишером, и под руководством Хоссейна Самии. В настоящей главе использован Справочный документ к Ежегодному докладу МВФ по вторичным эффектам за 2015 год под названием «Вторичные эффекты замедления экономического роста в России для соседних стран».

¹ На Россию приходится примерно 25 процентов экспорта газа из Туркменистана, эта доля снизилась приблизительно с 70 процентов во время глобального финансового кризиса.

Рисунок 7.1

Связи КЦА с Россией, 2014 год (или последние имеющиеся данные)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Импорт газа/энергоресурсов из России нормирован относительно потребления энергии страной; другие переменные нормированы по ВВП.

ПИИ = прямые иностранные инвестиции.

¹ Включая дочерние организации и филиалы.

² Обозначает экспортера газа в Россию.

(через Евразийский экономический союз) с Россией могут ослабить стимулы для некоторых стран к диверсификации рынков экспорта за пределами России. Импорт из России, особенно энергоресурсов, также сравнительно велик. В случае Армении и Таджикистана импорт энергоресурсов из России составляет примерно 30 процентов их потребления энергии в целом.

Канал денежных переводов

Денежные переводы являются важнейшим механизмом передачи воздействия шоковых потрясений от России к странам КЦА — импортерам нефти. Переводы, в основном из России, составляли в 2014 году примерно 43 процента ВВП в Таджикистане, 30 процентов ВВП в Кыргызской Республике и 20 процентов ВВП в Армении. Их сумма значительно выросла за последние десять лет и, по-видимому, тесно связана с активностью в невнешнеторговом секторе России, прежде всего в строительстве (рис. 7.2). В связи с присутствием многочисленных работников-мигрантов в России эти страны уязвимы к рискам резкого роста безработицы и социальной напряженности в случае вынужденного возвращения

мигрантов². Денежные переводы влияют на потребление, капитальные вложения и банковские вклады в странах-получателях.

Канал финансов

Распространение вторичных эффектов через финансовую систему, по всей видимости, ограничено, несмотря на значительный объем российских ПИИ в некоторых странах (рис. 7.1):

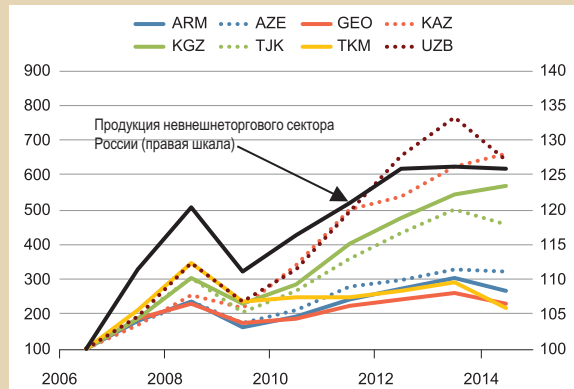
- Связи банков. Объем прямого трансграничного кредитования из России сравнительно невелик, в то время как доля активов российских банков значительна (порядка 10 процентов совокупных активов банковской системы) в некоторых странах³. У азербайджанских

² Возвращающиеся мигранты могут привезти на родину новые рабочие навыки и контакты, однако создают дополнительное давление на рынках труда, повышая уровень безработицы, оказывая понижающее давление на уровень заработной платы и увеличивая потребности в социальной помощи.

³ У Сбербанка имеются дочерние банки в Казахстане; у Банка ВТБ — в Армении, Азербайджане, Грузии и Казахстане, у Газпромбанка — в Армении.

Рисунок 7.2

Денежные переводы из России (Индексы, 2006=100)



Источники: ЦБ РФ; МВФ, база данных «Перспектив развития мировой экономики»; оценки персонала МВФ.
Примечание. Аббревиатурами стран служат страновые коды, используемые Международной организацией по стандартизации (ИСО).

и казахстанских банков есть дочерние организации в России, но их активы ограничены (примерно 2 процента ВВП страны происхождения). При этом изменения обменных курсов (ввиду высокой степени долларизации банковских систем стран КЦА) и снижение доходов от денежных переводов могут при этом повлиять на банки КЦА через потенциал погашения долгов клиентами банков и воздействие на состояние балансов.

- ПИИ. Объем ПИИ из России наиболее значителен (более 5 процентов ВВП) в Армении и Таджикистане. Снижение экономической активности в России может сократить потоки ПИИ, повлияв на долгосрочные инвестиции и перспективы экономического роста в этих странах.

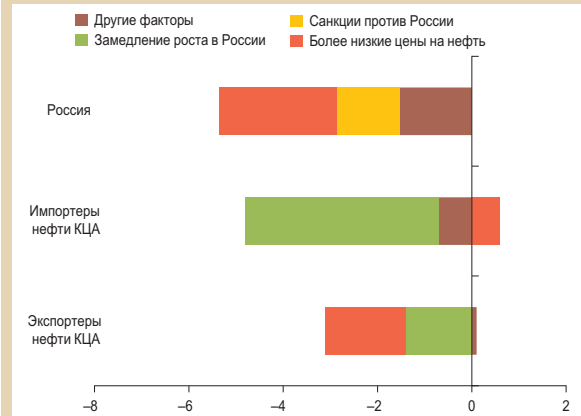
Воздействие на страны КЦА в настоящее время и в будущем

Замедление экономического роста в России привело к серьезным негативным последствиям. Темпы экономического роста в странах КЦА уже снизились, и в 2015 году ожидается их дальнейшее замедление. Кроме того, за снижением обменного курса рубля последовала резкая девальвация

Рисунок 7.3

Пересмотры темпов роста реального ВВП, 2015 год

(ПРМЭ, апрель 2015 года и апрель 2014 года, в процентах)



Источник: МВФ, база данных «Перспектив развития мировой экономики» и оценки персонала МВФ.

валют многих стран КЦА по отношению к доллару США, при этом в некоторых странах инфляция повышается, а в финансовых системах накапливаются риски. В частности:

- Негативные вторичные эффекты стали одной из причин существенного пересмотра прогнозов роста в сторону понижения в странах КЦА. В частности, в странах КЦА — импортерах нефти негативные вторичные эффекты замедления экономического роста в России в 2015 году привели к пересмотру прогнозов роста в сторону снижения более чем на 2½ процентных пункта по сравнению с апрельским прогнозом 2014 года (рис. 7.3). В странах КЦА — экспортерах энергоресурсов негативные вторичные эффекты замедления экономического роста в России стали причиной пересмотра темпов роста на понижение в размере 1½ процентных пункта.
- Валюты большинства стран КЦА ослабли (или были девальвированы) из-за снижения доверия, утраты конкурентоспособности и ожидаемого уменьшения притока иностранной валюты из России (рис. 3.3).
- Несмотря на замедление темпов экономического роста, инфляционное давление усиливается в результате переноса воздействия

снижения обменного курса на цены, поскольку цены большинства импортируемых товаров, даже из России, выражены в долларах США.

- Вторичные эффекты замедления экономического роста в России могут повлиять на финансовую стабильность, ввиду высокой степени долларизации, сокращения спроса и денежных переводов. При этом воздействие до настоящего времени ограничивалось относительно слабыми связями финансового сектора с Россией и лагом в механизме передачи воздействия обменного курса на цены.
- Объем денежных переводов в страны КЦА уменьшился в первой половине года на 25–50 процентов.
- Несмотря на отсутствие до настоящего времени данных, которые свидетельствовали бы о сокращении притока ПИИ, ожидается снижение темпов роста реинвестированной прибыли.

Ответные меры политики

До сих пор ответные меры политики в КЦА были направлены на смягчение краткосрочных вторичных эффектов. Большинство стран ужесточили денежно-кредитную политику и смягчили налогово-бюджетную политику. Несмотря на интервенции, проведенные центральными банками, курсы национальных валют снизились по отношению к доллару или были девальвированы почти во всех странах КЦА.

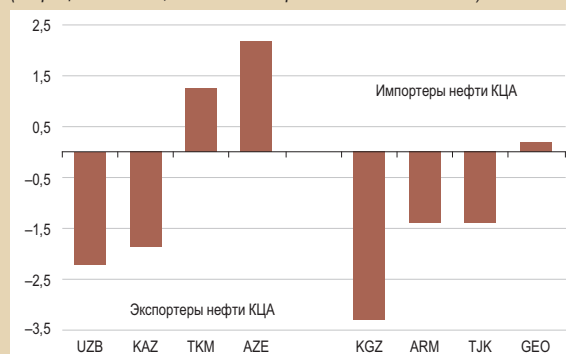
В налогово-бюджетной сфере многие страны отреагировали на шоковые потрясения проведением экспансионистской политики в 2015 году, хотя и в разной степени (рис. 7.4). В большинстве случаев страны предпочли предоставить возможность сработать автоматическим стабилизаторам, при увеличении объема расходов в зависимости от имеющегося бюджетного пространства и финансирования.

- Страны КЦА — экспортеры нефти, имевшие буферные резервы, принимали

Рисунок 7.4

Изменение циклически скорректированных сальдо бюджета

(В процентах ВВП, 2015 год по сравнению с 2014 годом)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ. Примечание. Скорректированные с учетом циклических колебаний нефтегазовые сальдо Азербайджана, Казахстана и Туркменистана. Аббревиатурами стран служат страновые коды, используемые Международной организацией по стандартизации (ИСО).

неоднозначные ответные меры налогово-бюджетной политики. Казахстан занял активную позицию, приняв обширный пакет мер бюджетного стимулирования для противодействия снижению темпов экономического роста под влиянием внешних шоков⁴. Узбекистан снизил некоторые налоги, в том числе налог на доходы корпораций, в целях стимулирования экономического роста. При этом Туркменистан и Азербайджан сократили расходы из-за ограниченности потенциала и произведенных ранее крупных инвестиций.

- В странах КЦА — импортерах нефти, располагающих небольшими буферными резервами, увеличение расходов для поддержки экономического роста зависит от получения льготного финансирования. Финансирование

⁴ Меры стимулирования, финансируемые из нефтяного фонда и многосторонними банками развития, могут составить в общей сложности 6 процентов ВВП в ближайшие 3–5 лет и должны быть направлены на инфраструктурные проекты. Правительство также обратилось к Всемирному банку за поддержкой в размере 2 млрд долларов (примерно 1 процент ВВП) для содействия финансированию дефицита, размер которого ожидается более значительным.

в рамках поддерживаемых МВФ программ позволило Армении и Кыргызской Республике проводить контрциклическую политику. Кроме того, правительства некоторых стран (Армения, Таджикистан) обратились за дополнительной донорской поддержкой, в частности, для осуществления капитальных расходов и перекредитования предприятий малого и среднего бизнеса. Кыргызская Республика реализует интенсивную программу государственных инвестиций, финансируемую из внешних источников.

Почти все страны КЦА допустили некоторое снижение номинального курса или девальвацию в 2014–2015 годах. Ответные меры политики включали валютные интервенции центрального банка⁵, при этом происходило постепенное снижение курса, и произошло три случая дискретной девальвации.

- После первоначальных попыток противостоять трендам обменного курса при помощи интервенций страны КЦА — импортеры нефти допустили снижение своих валютных курсов. Армения и Таджикистан стремились ограничить это снижение при помощи продаж иностранной валюты в большом объеме — все менее устойчивой политики — тогда как Грузия и Кыргызская Республика предоставили большую свободу своим обменным курсам.
- С другой стороны, большинство стран КЦА — экспортеров энергоресурсов жестко регулировали свои обменные курсы и прибегли к дискретной девальвации или перешли к более гибким режимам. После упреждающей девальвации на 19 процентов в феврале 2014 года Казахстан продолжал регулировать свой обменный курс тенге/доллар до перехода к плавающему обменному курсу в августе 2015 года. В качестве ответной меры на снижение курса рубля и цен на энергоресурсы

Туркменистан снизил курс своей валюты на 19 процентов по отношению к доллару (январь 2015 года), а Азербайджан объявил девальвацию маната по отношению к доллару на 34 процента (февраль 2015 года). Узбекистан сохранил темпы корректировки своей скользящей курсовой привязки на уровне 2014 года, но спред между официальным курсом и курсом параллельного рынка увеличился в 2015 году более чем в 2 раза. В большинстве случаев корректировки обменного курса плохо разъяснялись общественности, что приводило к потере доверия.

Денежно-кредитная политика была надлежащим образом ужесточена в ответ на усиливающееся давление на курсы валют и инфляцию в большинстве стран. Армения, Кыргызская Республика и, в некоторой степени, Таджикистан использовали широкий набор инструментов для ужесточения денежно-кредитной политики, в том числе повышение директивной ставки и других ставок, а также изъятие избыточной ликвидности. При этом из-за ослабленных каналов передачи воздействия денежно-кредитной политики через процентные ставки и, в некоторых случаях, реальных директивных ставок чуть выше нуля эффективность денежно-кредитной политики была ограничена. Курс денежно-кредитной политики Узбекистана был неоднозначен: ужесточая денежно-кредитную политику путем ограничения роста денежно-кредитных агрегатов, официальные органы при этом смягчали свою политику за счет сохранения процентных ставок на низком уровне.

В финансовом секторе некоторые страны отреагировали на повышение степени долларизации принятием макропруденциальных мер. Ответные меры политики включали повышение нормы обязательных резервов по валютным депозитам (Армения, Таджикистан) и резервов по кредитам в иностранной валюте (Кыргызская Республика), а также ужесточение потребительского и ипотечного кредитования (Азербайджан).

В перспективе долговременный характер шоковых потрясений служит дополнительным аргументом в пользу активизации внутренней политики для повышения темпов потенциального

⁵ В некоторых странах объем продаж иностранной валюты превысил 20 процентов валовых резервов, и курсы валют продолжали снижаться.

экономического роста и обеспечения финансовой стабильности. Более неблагоприятный сценарий для российской экономики потребует ускорения проведения структурных реформ.

- В краткосрочной перспективе: сохраняющиеся внешние дисбалансы указывают на необходимость в дальнейшей корректировке обменного курса, которую следует допустить без противостояния трендам (Кыргызская Республика, Таджикистан). Для ослабления давления на платежный баланс Узбекистану потребуется ускорить темпы снижения номинального курса. В Армении, после продаж иностранной валюты в большом объеме до настоящего времени и снижения уровня резервного покрытия, центральному банку следует ограничить дальнейшие интервенции и пойти на установление плавающего курса драма в том случае, если на рынке вновь возникнет давление. В Казахстане после принятия решения о введении плавающего курса тенге укрепление инструментов денежно кредитной политики и управления ликвидностью усовершенствует основы этой политики и устранил макроэкономические дисбалансы. Ввиду высокой степени долларизации, необходимо уделить серьезное внимание обеспечению стабильности финансового сектора, а центральным банкам КЦА следует усилить мониторинг риска и укрепить системы антикризисного управления. Возможно, потребуется сохранить жесткий подход к регулированию в денежно-кредитной сфере, если снижение курса приведет к стойкому инфляционному давлению (Кыргызская Республика, Таджикистан, Узбекистан). Меры налогово-бюджетной политики должны обеспечить устойчивость краткосрочной адаптации (Армения, Казахстан, Кыргызская Республика) в среднесрочной перспективе, а также адресность расходов, направленных как на смягчение последствий шоковых потрясений для малоимущих, так и на достижение

среднесрочных целей в области экономического роста. В Грузии следует частично позволить автоматическим стабилизаторам достичь оптимального сочетания между сокращением внешних дисбалансов и обеспечением экономического роста.

- В среднесрочной перспективе: рационализация деятельности государственного сектора и повышение экономической эффективности государственных расходов могут способствовать созданию необходимого бюджетного пространства в странах с ограниченными буферными резервами экономической политики для предотвращения возникновения вынужденной проциклической динамики. В странах, имеющих бюджетные возможности, приоритетными задачами должны стать повышение потенциальных темпов роста и обеспечение устойчивости бюджета в среднесрочной перспективе. В условиях корректировки обменного курса, высоких процентных ставок и замедления роста центральным банкам следует обеспечить дальнейшее ужесточение банковского надзора — особенно системообразующих банков — и принять меры, направленные на уход от зависимости национальной экономики от американского доллара. Дальнейшее повышение качества основ макрофинансовой политики, включая большую прозрачность, более эффективную систему распространения информации и усовершенствованные методы и инструменты, необходимо для ослабления воздействия будущих шоковых потрясений. Ускорение проведения структурных реформ в целях совершенствования институтов, повышения эффективности рынков труда и товаров, оптимизации регулирования предпринимательской деятельности повысит темпы роста в среднесрочной перспективе и укрепит устойчивость в случае негативных вторичных эффектов.