

### 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.

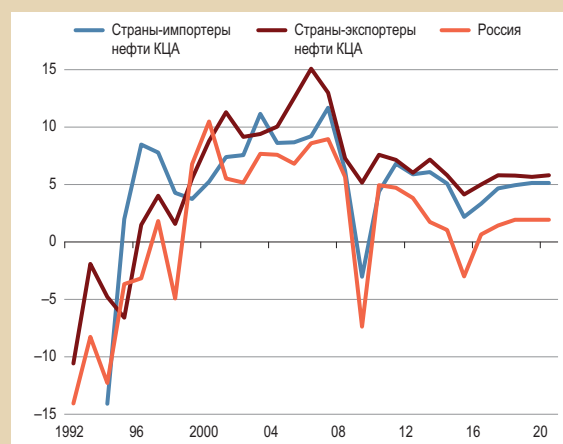
#### Страны, пораженные внешними шоками

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)



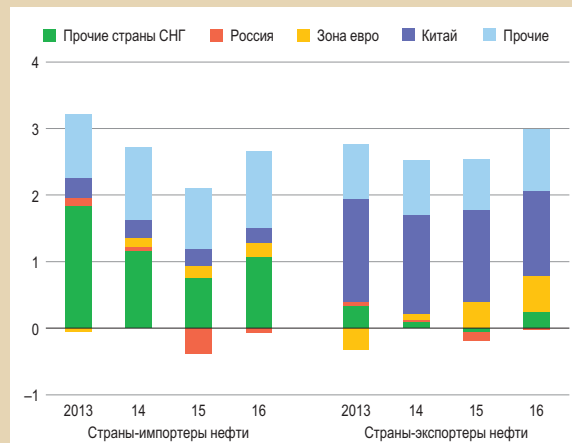
Источники: официальные органы стран; оценки персонала МВФ.

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 3¾ процента, снизившись с уровня почти 5½ 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 2¼ процента в 2015 году с 4¾ 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 3¼ 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**

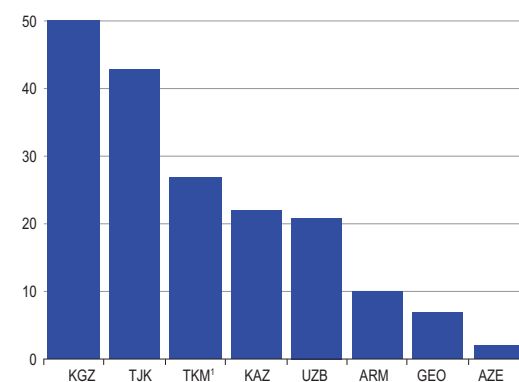
*Усиление роли Китая в регионе КЦА создает возможность для стимулирования роста, занятости и диверсификации. Оно также создает проблемы в области экономической политики, а именно быстрый рост внешних долговых обязательств перед Китаем, требующий принятия стимулирующих мер с целью сохранения устойчивости 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 году<sup>1</sup>. 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 году<sup>2</sup>. 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 США<sup>3</sup>. 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).  
<sup>1</sup> Данные, полученные от органов власти Туркменистана.

Подготовлено Эдди Джемайелем и Риту Басу.

<sup>1</sup> Статистика географической структуры торговли (СГСТ), МВФ.

<sup>2</sup> Сюда не входит Азербайджан, по которому информация отсутствует.

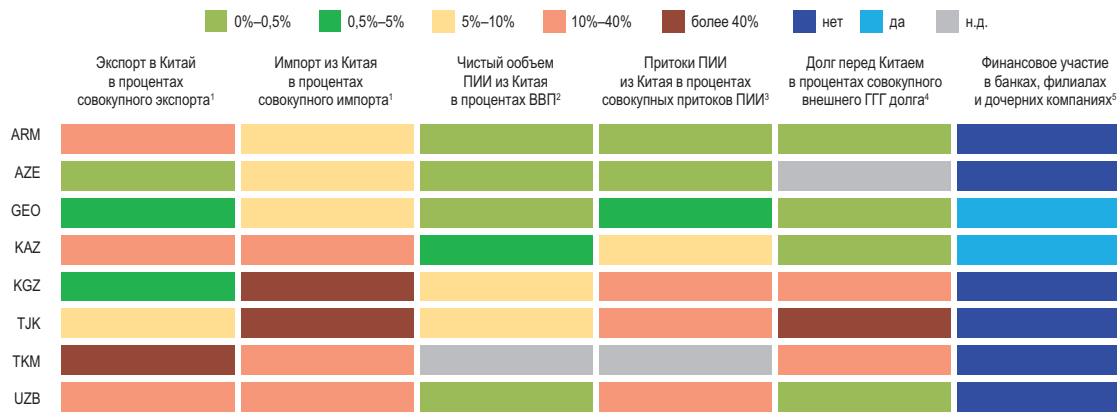
<sup>3</sup> Этот совокупный показатель включает Грузию (с данными, относящимися к 2011 году), тогда как данные по Туркменистану отсутствуют.

(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.

<sup>1</sup> Данные СГСТ, относящиеся к 2014 году.

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> 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.

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

<sup>5</sup> Данные официальных органов стран.

Азии, а также из Восточной Европы, Южной и Западной Европы и Восточной Африки<sup>4</sup>. 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 США<sup>5</sup>. 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.

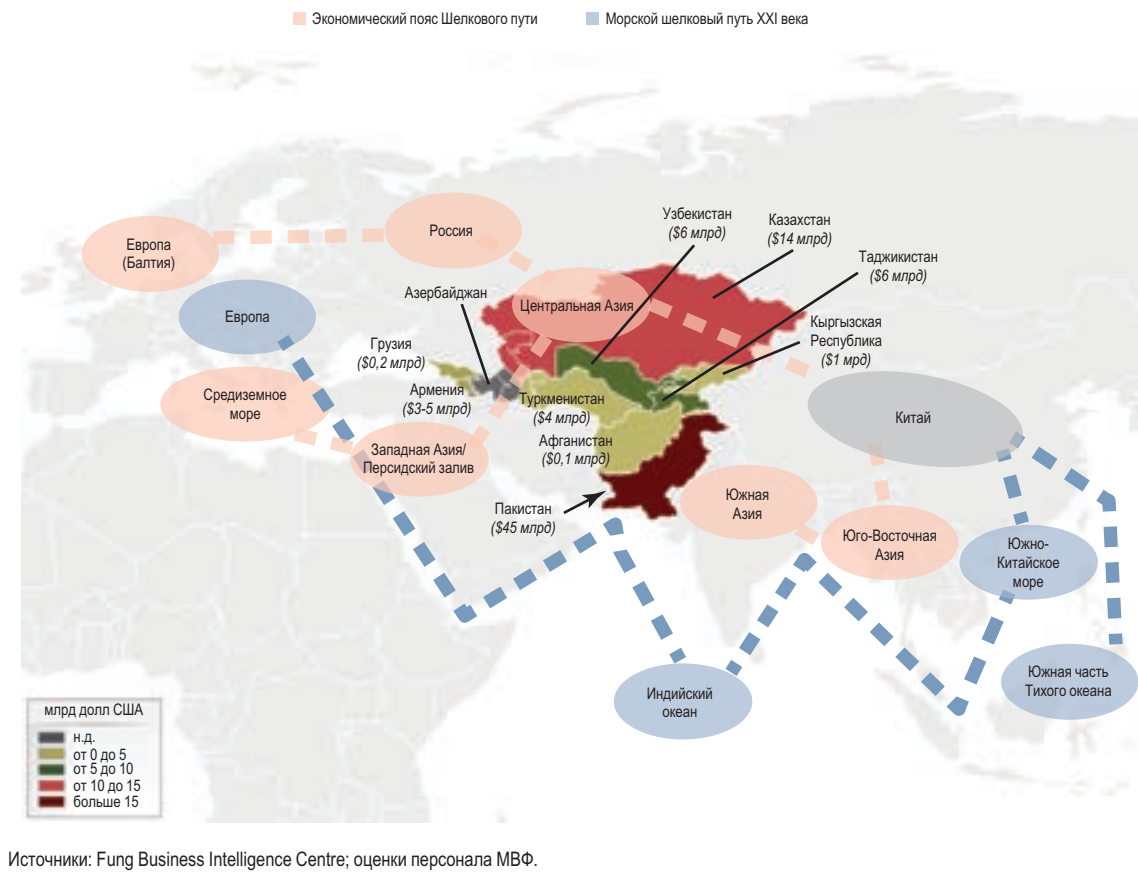
<sup>4</sup> Сюда входят все страны КЦА: Азербайджан, Армения, Грузия, Казахстан, Кыргызская Республика, Таджикистан, Туркменистан и Узбекистан. В число участников входят и несколько стран БВСАП, включая Афганистан, Бахрейн, Египет, Иорданию, Ирак, Иран, Йемен, Катар, Кувейт, Ливан, Оман, Пакистан, Саудовскую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

<sup>10</sup> 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

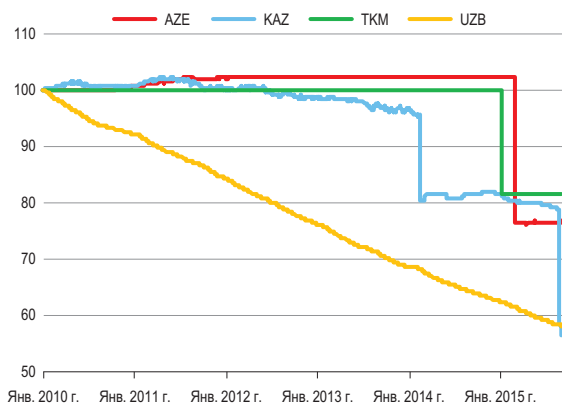
Многие страны КЦА жестко регулируют свои валюты относительно доллара США посредством применения прямых режимов курсовой привязки (Азербайджан, Туркменистан), узких коридоров (Армения, Таджикистан) или с использованием предварительно объявляемой траектории

Рисунок 3.3

### Валютные курсы КЦА

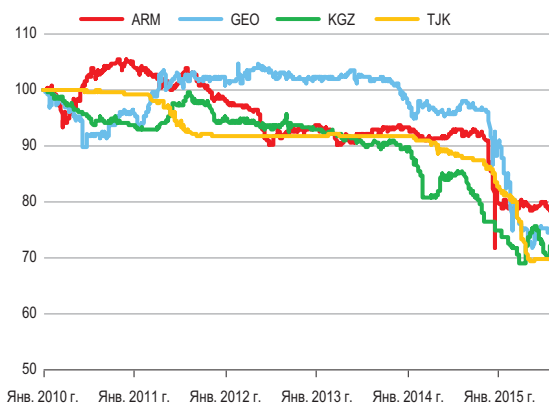
#### Страны-экспортеры нефти

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



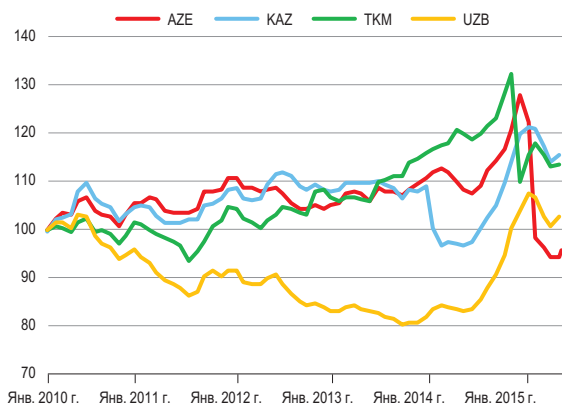
#### Страны-импортеры нефти

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



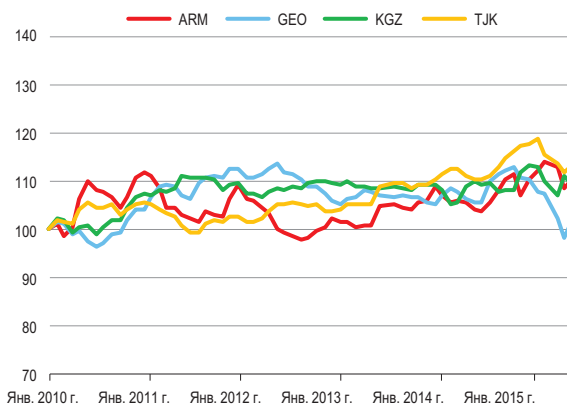
#### Страны-экспортеры нефти

(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 корректировки<sup>1</sup>. 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).

<sup>1</sup> 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 конкурентоспособность<sup>2</sup>. 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).

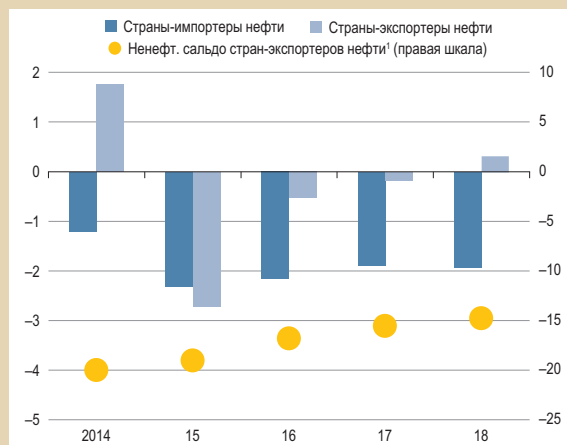
### Налогово-бюджетная политика: поддержка краткосрочного экономического роста, восстановление буферных резервов и сохранение устойчивости долга

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

<sup>2</sup> 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.  
<sup>1</sup> 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)<sup>3</sup>.

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

<sup>3</sup> 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)**

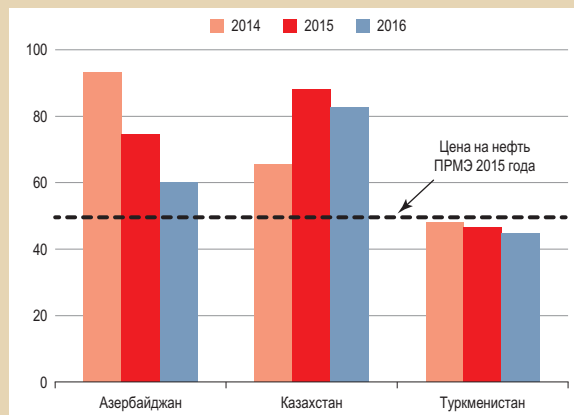
- Усиление банковского надзора, в особенности контроля за практикой банков в области управления рисками и определением цены валютных рисков, а также сокращение целевого кредитования.
- Пруденциальные меры, включая требования к минимальному капиталу и резервированию средств для покрытия рисков платежеспособности, 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 вкуче 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.

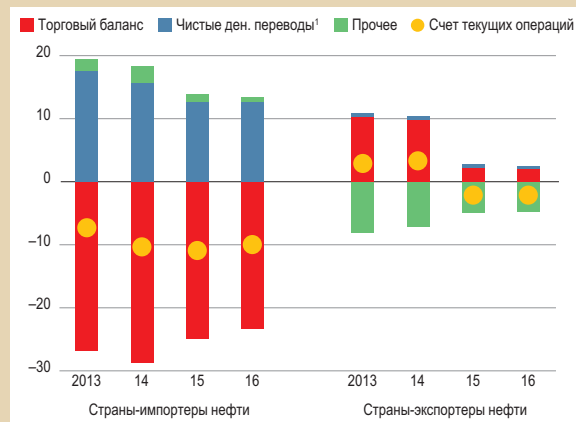
Денежно-кредитная политика в регионе КЦА сталкивается со сложной проблемой выбора: инфляция растет, при этом экономическая активность остается слабой, а сильно долларизованные финансовые сектора во многих странах испытывают стресс. Ужесточение денежно-кредитной политики может помочь стабилизировать инфляционные 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)<sup>4</sup>. 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

<sup>4</sup> 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).

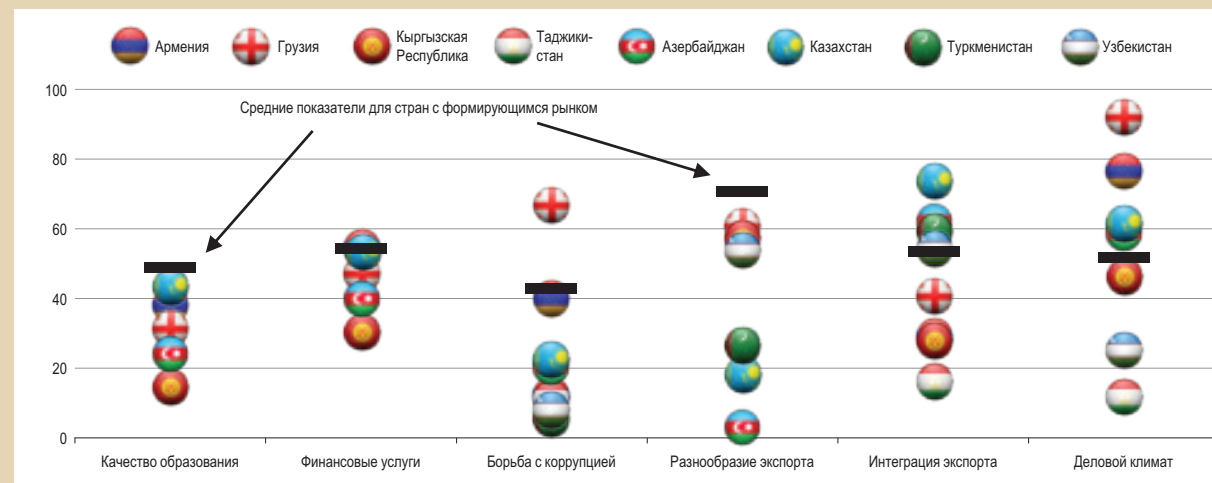
## Улучшение среднесрочных экономических перспектив и создание рабочих мест

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
<b>Рост реального ВВП</b>	<b>8,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,6</b>	<b>5,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>
<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
<b>Инфляция потребительских цен</b>	<b>9,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>
<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
<b>Общее сальдо бюджета сектора государственного управления</b>	<b>2,6</b>	<b>4,7</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,5</b>
<i>(В процентах ВВП)</i>						
Армения <sup>1</sup>	-3,5	-1,5	-1,6	-1,9	-4,0	-3,5
Азербайджан <sup>1</sup>	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 <sup>2</sup>	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
<b>Сальдо счета текущих операций</b>	<b>1,3</b>	<b>3,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,8</b>
<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.

<sup>1</sup>Центральное правительство.

<sup>2</sup>Правительство страны.