

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЕГИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

БЛИЖНИЙ ВОСТОК И ЦЕНТРАЛЬНАЯ АЗИЯ

Поддержание макроэкономической
стабильности в условиях
сохраняющейся неопределенности

МАЙ
2023



Обзоры мировой экономики и финансов

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЕГИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

БЛИЖНИЙ ВОСТОК И ЦЕНТРАЛЬНАЯ АЗИЯ

Поддержание макроэкономической
стабильности в условиях
сохраняющейся неопределенности

МАЙ
2023



©2023 International Monetary Fund

Перевод на русский язык ©2023 Международный валютный фонд

Издание на русском языке подготовлено Службой переводов МВФ

Cataloging-in-Publication Data
IMF Library

Names: International Monetary Fund, publisher.

Title: Regional economic outlook. Middle East and Central Asia : safeguarding macroeconomic stability amid continued uncertainty.

Other titles: Middle East and Central Asia : safeguarding macroeconomic stability amid continued uncertainty. | Middle East and Central Asia. | Safeguarding macroeconomic stability amid continued uncertainty. | World economic and financial surveys. | Regional economic outlook: Middle East and Central Asia.

Description: Washington, DC : International Monetary Fund, 2023. | World economic and financial surveys. | May 2023. | Includes bibliographical references.

Identifiers: ISBN:

9798400238239 (English, paper)

9798400238253 (English, epub)

9798400238284 (English, web PDF)

9798400238390 (Russian, paper)

9798400238413 (Russian, ePub)

9798400238444 (Russian, Web PDF)

Subjects: LCSH: Economic forecasting—Middle East. | Economic forecasting—Asia, Central. | Economic development—Middle East. | Economic development—Asia, Central. | Middle East—Economic conditions. | Asia, Central—Economic conditions.

Classification: LCC HC415.15.A1 R445 2023



Перспективы развития региональной экономики: Ближний Восток и Центральная Азия публикуется два раза в год, весной и осенью, с целью обзора изменений в регионе Ближнего Востока и Центральной Азии. Прогнозы и соображения относительно экономической политики отражают точку зрения персонала МВФ и не представляют взгляды исполнительных директоров МВФ или официальных органов их стран.

Просьба направлять заказы по адресу:
International Monetary Fund, Publication Services
P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.
Тел.: +(1) 202.623.7430
Факс: +(1) 202.623.7201
publications@IMF.org
IMFbookstore.org
elibrary.IMF.org

Содержание

Выражение признательности	v
Группы стран	vi
Допущения и условные обозначения	viii
1. Ситуация в регионе и перспективы экономического развития: поддержание макроэкономической стабильности в условиях сохраняющейся неопределенности	1
1.1. Неопределенные глобальные перспективы в условиях повышения рисков для финансовой стабильности.....	1
1.2. Ближний Восток, Северная Африка и Пакистан: трудное продвижение при встречных ветрах	2
1.3. Кавказ и Центральная Азия спустя год после начала войны: краткосрочные выгоды с более долгосрочными рисками.....	10
1.4. Перспективы БВЦА. Сохраняются риски снижения роста.....	14
1.5. Меры политики	16
Список литературы	18
2. Денежно-кредитная политика: какова ситуация в странах Ближнего Востока и Центральной Азии?	25
2.1. Введение.....	25
2.2. Инструменты денежно-кредитной политики и принятые в последнее время меры	26
2.3. Оценка курса денежно-кредитной политики	27
2.4. Механизм передачи воздействия денежно-кредитной политики в БВЦА.....	31
2.5. Рекомендации в области экономической политики.....	34
Список литературы	36
ВСТАВКИ	
1.1. Рост финансового присутствия Совета по сотрудничеству стран Залива на Ближнем Востоке, в Северной Африке и Пакистане.....	19
1.2. Неожиданные вторичные эффекты войны в Украине в условиях повышенных рисков	21
1.3. Влияние глобальных финансовых потрясений на Ближний Восток и Центральную Азию	23
РИСУНКИ	
Рисунок 1.1. БВСА: рост реального ВВП, 2022 год	3
Рисунок 1.2. БВСА: общая инфляция	3
Рисунок 1.3. БВСА: изменения первичного сальдо без учета грантов, 2021–2022 годы	4
Рисунок 1.4. БВСА: составляющие изменений валового государственного долга	5
Рисунок 1.5. БВСА: изменение спредов с октября 2022 года и доходность облигаций	6
Рисунок 1.6. БВСА: рост реального ВВП, 2022–2024 годы	7
Рисунок 1.7. БВСА: кумулятивный вклад в изменения валового государственного долга	9
Рисунок 1.8. Составляющие счета текущих операций.....	10
Рисунок 1.9. Рост реального ВВП, 2022 год.....	11
Рисунок 1.10. Заработная плата, кредит и снижение курса валюты, 2022 год.....	11
Рисунок 1.11. Изменение первичного сальдо, 2021–2022 годы	12

Рисунок 1.12. КЦА: рост реального ВВП, 2022–2023 годы	13
Вставка, рисунок 1.1.1. БВСА и Пакистан: позиция по входящим прямым инвестициям	19
Вставка, рисунок 1.1.2. БВСА и Пакистан: денежные переводы. Основные источники и получатели, 2021 год	20
Вставка, рисунок 1.2.1. КЦА: Депозиты нерезидентов	21
Вставка, рисунок 1.2.2. КЦА: торговля с Россией	22
Вставка, рисунок 1.3.1. Фондовые рынки	23
Рисунок 2.1. Инструменты центральных банков стран БВЦА	26
Рисунок 2.2. БВЦА: изменение директивных процентных ставок и инфляция	26
Рисунок 2.3. Чистые требования центральных банков к центральному правительству и требования к государственным нефинансовым корпорациям	27
Рисунок 2.4. Номинальные директивные процентные ставки	28
Рисунок 2.5. Различия между фактическим изменением директивных процентных ставок и изменением ставок на основе правила	29
Рисунок 2.6. БВЦА: индексы финансовых условий	31
Рисунок 2.7. Пик воздействия шока ограничительной денежно-кредитной политики в размере 100 б. п. на инфляцию, реальный ВВП и валютный курс в странах БВЦА	32
Рисунок 2.8. Пик воздействия шока ограничительной денежно-кредитной политики в размере 100 б. п. на инфляцию в странах БВЦА	32
Рисунок 2.9. Воздействие ужесточения денежно-кредитной политики на эффективные процентные ставки и рост кредитования	33
Рисунок 2.10. Оценка воздействия роста директивных ставок	35

ТАБЛИЦЫ

Регион БВЦА: отдельные экономические показатели, 2000–2023 годы	37
Регион БВСА: отдельные экономические показатели, 2000–2023 годы	38
Регион КЦА: отдельные экономические показатели, 2000–2023 годы	40

Выражение признательности

Доклад «Перспективы развития региональной экономики: Ближний Восток и Центральная Азия» готовится каждую весну и осень Департаментом стран Ближнего Востока и Центральной Азии МВФ (БЦД). Анализ и прогнозы, содержащиеся в докладе, являются неотъемлемой частью надзора департамента за изменениями в экономике и экономической политикой государств-членов. Он основывается, прежде всего, на информации, которую персонал БЦД собирает в процессе консультаций с государствами-членами.

Координация анализа в этом докладе выполнялась под общим руководством Джихада Азура (директора БЦД). Проектом руководили Талин Коранчелян (заместитель директора БЦД), С. Пелин Беркмен (начальник Отдела регионального анализа и стратегии БЦД), Яссер Абдих (заместитель начальника Отдела регионального анализа и стратегии БЦД) и Сезар Серра (заместитель начальника Отдела регионального анализа и стратегии БЦД).

Основными участниками подготовки доклада были Уилл Абель, Мохамед Белкхир, Оливье Бизимана, Виждан Боранова, Родриго Гарсиа-Верду, Филиппо Гори, Башар Хлайхель, Томас Кроен, Трой Матесон, Йета Менкуласи, Кристин Ричмонд и Сахра Сакха.

Виждан Боранова и Рой Ранден составляли статистическое приложение, а также осуществляли управление базой данных. Содействие в исследовательской работе оказывали Ажин Ихсан Абдулкарим, Рой Ранден и Суби Велкумар.

Бронвен Браун осуществляла редактирование доклада. Шерил Токсоз руководила редакционной группой в КОМ и координировала подготовку в печать при содействии Лоррейн Коффи. Помощь в подготовке доклада оказала Гинтаре Гедримайте. Мохамед Белкхир, Кади Синтия Кеита, Томас Кроун и Ниа Шарашидзе рецензировали переводы. В вопросах содержания доклада они сотрудничали с Нохой эль-Шалкани (арабский язык), Бенжаменом Корбелем, Жан-Ивом Лестьеном и Моникой Непот-Сит (французский язык), Александрой Акчуриной и Михаилом Суриным (русский язык) в координации с Тин Левин (Центр координации переводов) из Службы переводов.

Группы стран

Майский выпуск 2023 года доклада «Перспективы развития региональной экономики (ПРРЭ): Ближний Восток и Центральная Азия» охватывает страны и территории Департамента стран Ближнего Востока и Центральной Азии (БЦД) Международного валютного фонда (МВФ), именуемые как страны и территории БВЦА. В нем приводится общий обзор последних изменений в экономике, а также перспектив и вопросов экономической политики в среднесрочной перспективе. Для содействия проведению анализа 32 страны и территории БВЦА в настоящем докладе разделены на три (непересекающиеся) группы по объему экспортных доходов и уровню развития: 1) страны – экспортеры нефти (ЭН), 2) страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом (СФРССД) и 3) развивающиеся страны с низким доходом (СНД). Дополнительные аналитические и региональные группы обеспечивают более детальную разбивку для целей анализа и преемственности. В скобках приводятся сокращения названий стран и аналитических групп, используемые в некоторых таблицах и рисунках.

ЭН БВЦА включают Азербайджан (AZE), Алжир (ALG), Бахрейн (BHR), Ирак (IRQ), Исламскую Республику Иран (IRN), Казахстан (KAZ), Катар (QAT), Кувейт (KWT), Ливию (LBY), Объединенные Арабские Эмираты (UAE), Оман (PMN), Саудовскую Аравию (SAU) и Туркменистан (TKM).

СФРССД БВЦА включают Армению (ARM), Грузию (GEO), Египет (EGY), Западный берег и сектор Газа (WBG), Иорданию (JOR), Ливан (LBN), Марокко (MAR), Пакистан (PAK), Сирийскую Арабскую Республику (SYR) и Тунис (TUN).

СНД БВЦА включают Афганистан (AFG), Джибути (DJI), Йемен (YEM), Кыргызскую Республику (KGZ), Мавританию (MRT), Сомали (SOM), Судан (SDN), Таджикистан (TJK) и Узбекистан (UZB).

Страны Кавказа и Центральной Азии (КЦА) включают Азербайджан, Армению, Грузию, Казахстан, Кыргызскую Республику, Таджикистан, Туркменистан и Узбекистан.

ЭН КЦА включают Азербайджан, Казахстан и Туркменистан.

ИН КЦА включают Армению, Грузию, Кыргызскую Республику, Таджикистан и Узбекистан.

СФРССД КЦА включают Армению и Грузию.

СНД КЦА включают Кыргызскую Республику, Таджикистан и Узбекистан.

Страны Ближнего Востока и Северной Африки (БВСА) включают Алжир, Бахрейн, Джибути, Египет, Западный берег и сектор Газа, Иорданию, Ирак, Исламскую Республику Иран, Йемен, Катар, Кувейт, Ливан, Ливию, Мавританию, Марокко, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Саудовскую Аравию, Сомали, Судан, Сирийскую Арабскую Республику и Тунис.

ЭН БВСА включают Алжир, Бахрейн, Ирак, Исламскую Республику Иран, Катар, Кувейт, Ливию, Объединенные Арабские Эмираты, Оман и Саудовскую Аравию.

ИН БВСА включают Джибути, Египет, Западный берег и сектор Газа, Иорданию, Йемен, Ливан, Мавританию, Марокко, Сирийскую Арабскую Республику, Сомали, Судан и Тунис.

СФРССД БВСА включают Египет, Западный берег и сектор Газа, Иорданию, Ливан, Марокко, Сирийскую Арабскую Республику и Тунис.

СНД БВСА включают Джибути, Йемен, Мавританию, Сомали и Судан.

БВСАП включают БВСА, Афганистан и Пакистан.

ИН БВСАП включают ИН БВСА, Афганистан и Пакистан.

Страны Арабского мира включают Алжир, Бахрейн, Джибути, Египет, Западный берег и сектор Газа, Иорданию, Ирак, Йемен, Катар, Кувейт, Ливан, Ливию, Мавританию, Марокко, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Саудовскую Аравию, Сомали, Судан, Сирийскую Арабскую Республику и Тунис.

Страны Арабского мира – экспортеры нефти включают Алжир, Бахрейн, Ирак, Катар, Кувейт, Ливию, Объединенные Арабские Эмираты, Оман и Саудовскую Аравию.

В Совет сотрудничества арабских государств Залива (ССЗ) входят Бахрейн, Катар, Кувейт, Объединенные Арабские Эмираты, Оман и Саудовская Аравия.

К странам – экспортерам нефти, не входящим в ССЗ, относятся Алжир, Ирак, Исламская Республика Иран и Ливия.

Страны Северной Африки включают Алжир, Джибути, Египет, Ливию, Мавританию, Марокко, Судан и Тунис.

Уязвимые государства и затронутые конфликтами страны (УКС) включают Афганистан, Западный берег и сектор Газа, Ирак, Йемен, Ливан, Ливию, Сирийскую Арабскую Республику, Сомали и Судан.

Затронутые конфликтами государства включают Афганистан, Ирак, Йемен, Сирийскую Арабскую Республику и Сомали.

Допущения и условные обозначения

В прогнозах, представленных в майском 2023 года докладе «Перспективы развития региональной экономики: Ближний Восток и Центральная Азия», принят ряд допущений. Предполагается, что установившаяся политика национальных органов будет сохранена, что цена на нефть составит 73,13 долларов США за баррель в 2023 году и 68,90 доллара США за баррель в 2024 году, и что шестимесячная ставка предложения на Лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР) по депозитам в долларах США составит в среднем 5,4 процентов в 2023 году и 4,9 процента в 2024 году. Это, разумеется, рабочие гипотезы, а не прогнозы, и сопутствующие им факторы неопределенности увеличивают возможные погрешности, которые в любом случае присущи прогнозам. Данные за 2023 и 2024 годы в рисунках и таблицах являются прогнозами. Эти прогнозы основаны на статистической информации, имевшейся за период до конца марта 2023 года, если не указано иное.

В настоящей публикации используются следующие условные обозначения:

- В таблицах многоточие (...) означает «нет данных», а 0 или 0,0 означает «ноль» или «пренебрежимо малая величина». Незначительные расхождения между суммами составляющих цифр и совокупными величинами вызваны округлением.
- Короткое тире (-) ставится между годами или месяцами (например, 2011-2012 годы или январь-июнь) для обозначения охваченных лет или месяцев, включая год или месяц начала и окончания; косая черта (/) ставится между годами или месяцами (например, 2011/2012 год) для обозначения бюджетного или финансового года; для этого обозначения также используется аббревиатура ФГ (например, ФГ 2012).
- «Миллиард» означает тысячу миллионов; «триллион» означает тысячу миллиардов.
- «Базисные пункты» (б. п.) представляют собой сотые доли процентного пункта (например, 25 базисных пунктов эквивалентны $\frac{1}{4}$ процентного пункта).

В настоящей публикации термин «страна» не во всех случаях обозначает территориальное образование, являющееся государством в соответствии с определением, принятым в международном праве и практике.

Здесь этот термин также включает некоторые территориальные образования, которые не являются государствами, но по которым ведется отдельная и независимая статистика.

Границы, цвета, обозначения и любая другая информация, указанная на картах, не подразумевают какого-либо суждения Международного валютного фонда о правовом статусе какой-либо территории или какой-либо поддержки или одобрения таких границ.

1. Ситуация в регионе и перспективы экономического развития: поддержание макроэкономической стабильности в условиях сохраняющейся неопределенности¹

Экономика стран Ближнего Востока и Центральной Азии (БВЦА) в 2022 году продемонстрировала стойкость, несмотря на ряд глобальных потрясений. Однако в этом году (и, возможно, в следующем) в странах Ближнего Востока и Северной Африки (БВСА) ожидается замедление роста, по мере того как жесткие меры политики по борьбе с инфляцией, сокращению факторов уязвимости и восстановлению буферных резервов начинают сдерживать экономическую активность во многих странах, а согласованное сокращение добычи нефти снижает рост в странах – экспортерах нефти. Прогнозируется стойкое сохранение инфляции². Перспективы в странах Кавказа и Центральной Азии (КЦА) сильно зависят от внешних факторов, таких как влияние более жесткой денежно-кредитной политики и экономического роста в странах – основных партнерах по торговле, а также от динамики частных переводов и притока мигрантов из России. Неопределенность является высокой, а риски для базового сценария смещены в сторону ухудшения ситуации в силу угроз для финансовой стабильности, особенно в странах с развитой экономикой, на фоне опасений цепной реакции. Выбор компромиссных вариантов политики стал еще более сложным, и директивным органам потребуется тщательно выверять набор мер политики, чтобы снизить базовую инфляцию, не вызывая при этом финансового напряжения и чрезмерного ужесточения условий, и продолжать предоставлять адресную бюджетную поддержку уязвимым группам, одновременно поддерживая устойчивость долговой ситуации и финансовую стабильность. Жесткая денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика во всем регионе на фоне жестких глобальных финансовых условий требует ускорения структурных реформ, чтобы повысить потенциальный рост и устойчивость экономики.

1.1. Неопределенные глобальные перспективы в условиях повышения рисков для финансовой стабильности

В третьем квартале 2022 года мировой экономический рост характеризовался стойкостью, но к концу года его темпы снизились. В начале 2023 года отмечались некоторые признаки стабилизации, но вспышка потрясений на финансовых рынках, спровоцированная стрессовой ситуацией в банковском секторе США и Европы в середине марта, омрачила мировые экономические перспективы в связи со значительным повышением рисков для финансовой стабильности (апрельский «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2023 года). Хотя, как представляется, усиленные меры директивных органов по стабилизации банковской системы пока сдерживают системные риски, в марте, после наблюдавшегося с октября прошлого года смягчения глобальных финансовых условий, произошло резкое ужесточение условий с расширением кредитных спредов и падением фондовых цен. В этой ситуации и исходя из предположения, что текущее беспокойное состояние финансового сектора будет сдерживаться, в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2023 года прогнозируется, что мировой рост снизится с 3,4 процента в 2022 году до 2,8 процента в 2023 году (что является пересмотром октябрьских прогнозов в сторону повышения ввиду более высокой,

¹ Подготовили Оливье Бизимана (руководитель), Филиппо Гори, Йета Менкуласи (руководитель) и Сахра Сакха, а Рой Ранден и Суби Велкумар оказали отличное содействие в проведении исследовательской работы.

² В этот доклад не включено сокращение добычи нефти стран ОПЕК+ в апреле 2023 года.

чем прогнозировалось, стойкости экономики стран с развитой экономикой, и более активного, чем ожидалось, подъема в Китае в 2023 году), а затем несколько повысится до 3,1 процента в 2024 году.

Несмотря на некоторое ослабление общей инфляции в последние месяцы 2022 года, базовая инфляция стойко остается высокой. Снижение глобальной инфляции до более умеренного уровня частично объясняется снижением товарных цен, прежде всего на энергоресурсы, а также резким и синхронизированным ужесточением денежно-кредитной политики с прошлого года, которое начинает ослаблять спрос и сдерживать давление на цены. Средние цены на нефть на условиях спот ожидаются на уровне 74,20 доллара за баррель в 2023 году и 70 долларов в 2024 году (снижение по сравнению с 85,50 доллара и 80,20 доллара, соответственно, в октябрьском прогнозе 2022 года). Кривые фьючерсов на нефть указывают на снижение цен до 62,70 доллара к 2028 году. Ожидается снижение цен на биржевые продовольственные товары на 4,9 процента в 2023 году и на 2,5 процента в 2024 году (по сравнению с октябрьским прогнозом их снижения на 5,8 и 2,0 процента, соответственно), но, несмотря на это, ожидается, что они будут оставаться существенно выше уровней до пандемии.

1.2. Ближний Восток, Северная Африка и Пакистан: трудное продвижение при встречных ветрах

Экономическая активность в прошлом году продемонстрировала стойкость, несмотря на сильный неблагоприятный шок условий торговли, снижение продовольственной безопасности, жесткие условия финансирования и уязвимость долговой ситуации в большинстве стран с формирующимся рынком и стран со средним уровнем дохода (СФР и ССД), а также высокую изменчивость цен на энергоресурсы. Однако в странах БВСА и Пакистане в этом году ожидается временное замедление экономического роста вследствие проведения жесткой политики во многих странах в целях восстановления макроэкономической стабильности, в связи с решениями ОПЕК+ о сокращении производства нефти и с влиянием недавнего ухудшения финансовых условий. Макроэкономическая нестабильность и конфликты будут и далее создавать трудности для стран с низким доходом (СНД) и уязвимых и переживающих конфликты стран (УКС) в условиях текущего кризиса стоимости жизни, который усугубляет проблему продовольственной безопасности. Задолженность, потребности в финансировании и инфляция в СФР и ССД региона будут оставаться высокими, отражая экономические последствия пандемии и войны России в Украине.

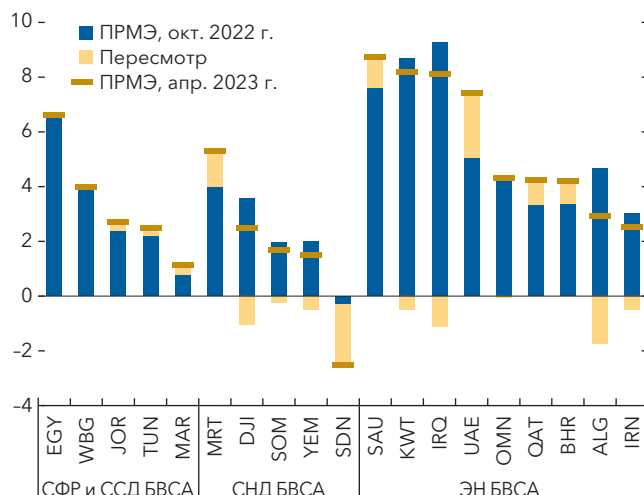
В условиях активного внутреннего спроса темпы экономического роста превысили ожидания

Оценка роста реального ВВП в 2022 году в регионе БВСА была пересмотрена в сторону повышения вследствие более высокого, чем ожидалось, роста во многих странах – экспортерах нефти (Бахрейне, Катаре, Ливии, Объединенных Арабских Эмиратах и Саудовской Аравии) и в некоторых странах – импортерах нефти (Иордании, Мавритании, Марокко и Тунисе; рис. 1.1). Согласно оценкам, реальный ВВП в регионе увеличился в 2022 году на 5,3 процента (пересмотр в сторону повышения на 0,3 процентных пункта по сравнению с октябрьскими цифрами), превывсив рост 2021 года в 4,3 процента, благодаря высоким показателям в странах – экспортерах нефти (особенно в странах Совета по сотрудничеству стран Залива [ССЗ]) и Египте и несмотря на вялый рост в других СФР и ССД и в большинстве СНД. Ускорение роста в 2022 году в основном обусловлено активным внутренним спросом (несмотря на отрицательное влияние роста цен на покупательную способность домашних хозяйств и производственные издержки компаний) и уверенным восстановлением производства нефти в странах – экспортерах нефти.

Относительно высокая активность внутреннего спроса объясняется несколькими факторами. Возобновился рост в сфере туризма, и восстановилась загрузка гостиниц, во многих странах превывсив уровни до пандемии (в Иордании, Катаре, Марокко, Саудовской Аравии). В большинстве СФР и ССД в середине 2022 года сохранялся активный приток денежных переводов (в Египте, Иордании, Марокко, Пакистане). В некоторых СФР и ССД кредитование частного сектора (нефинансовых компаний и домашних хозяйств) продолжало увеличиваться в реальном выражении, причем в некоторых странах рост достигал двузначных цифр (примерно 10 процентов в Египте), что частично объяснялось широким распространением инициатив субсидированного кредитования во второй половине 2022 года. Условия на рынке труда в 2022 году перестали ухудшаться, но структурные факторы,

Рисунок 1.1. БВСА: рост реального ВВП, 2022 год

(Изменение в процентах, относительно того же периода предыдущего года)



Источники: база данных МВФ «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты сотрудников МВФ.

Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). СФР и ССД – страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом; СНД – страны с низким доходом; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка; ЭН – экспортеры нефти; ПРМЭ – «Перспективы развития мировой экономики».

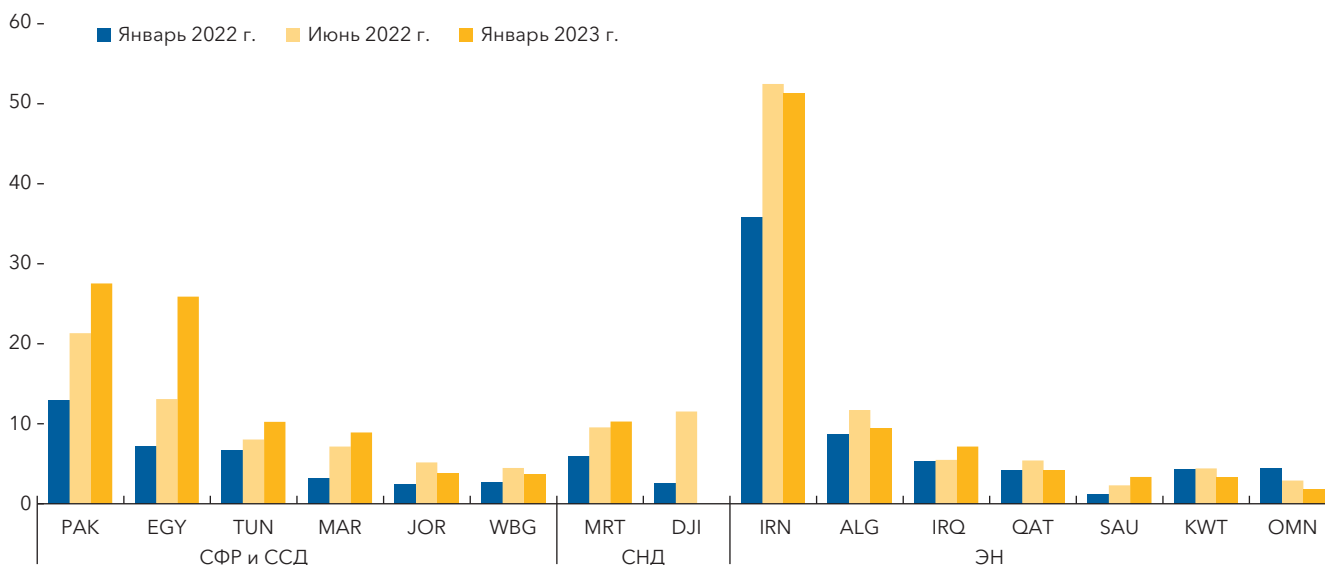
такие как негибкость рынков труда и товарных рынков (см. октябрьский выпуск «Перспектив развития региональной экономики. Ближний Восток и Центральная Азия» 2021 года) препятствовали значимому повышению роста, особенно в СФР и ССД. Рост занятости в СФР и ССД во второй половине года оставался вялым (Иордания, Марокко, Тунис), но она продолжала активно расти в странах ССЗ (Бахрейн, Оман, Саудовская Аравия), частично вследствие восстановления занятости мигрантов (Бахрейн, Оман, Саудовская Аравия). В большинстве СФР и ССД безработица чуть повысилась или была в целом стабильной, оставаясь во многих странах в конце 2022 года на более высоком уровне, чем до пандемии (Иордания, Марокко, Тунис).

Инфляционное давление остается повышенным, несмотря на первые признаки выхода на стабильный уровень в странах – экспортерах нефти

В конце 2022 года появились признаки того, что общая инфляция достигла своего пика, хотя она стойко сохраняется на высоком уровне в СФР, ССД и СНД (рис. 1.2). Общая и базовая инфляция во мно-

Рисунок 1.2. БВСА: общая инфляция

(Изменение в процентах, относительно того же периода предыдущего года)



Источники: Haver Analytics, официальные органы стран и расчеты сотрудников МВФ.

Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). СФР и ССД – страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом; СНД – страны с низким доходом; ЭН – экспортеры нефти.

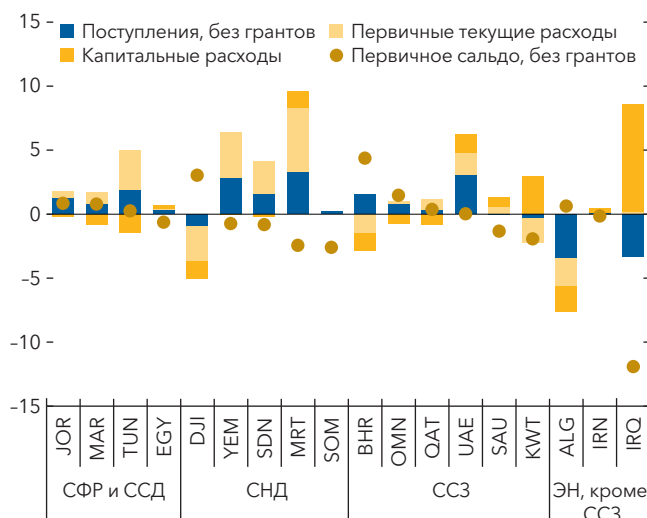
к которому привязаны валюты многих из этих стран, и ограниченная доля продовольствия в корзине индекса потребительских цен), и представляется, что она достигла своего пика в последние месяцы 2022 года. При этом в большинстве СФР и ССД общая инфляция, наоборот, сохраняла тенденцию повышения (в Египте, Марокко, Пакистане и Тунисе, но не в Иордании ввиду привязки ее валюты к доллару США и временных субсидий на топливо), что частично отражает последствия прошлых снижений обменного курса и стойко повышенные цены на продукты питания, а также расширение давления на цены (в том числе услуг), что подчеркивается повышением базовой инфляции в условиях либеральной денежно-кредитной политики (в Египте, Марокко, Пакистане и Тунисе).

Неоднородность курсов денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики

Центральные банки региона продолжали ужесточение мер политики до конца 2022 года в ответ на стойко высокие темпы инфляции и давление на обменный курс, а также для того, чтобы не допустить дестабилизации инфляционных ожиданий (Египет, Мавритания, Марокко, Пакистан, Тунис). В странах, валюты которых привязаны к доллару США (страны ССЗ, Иордания), центральные банки продолжали повышение директивных ставок в целом параллельно с действиями ФРС, что привело к дальнейшему смещению реальных ставок в положительный диапазон. В некоторых СФР и ССД БВСА (включая Египет и Тунис) и Пакистане директивные процентные ставки оставались ниже значений естественных ставок, полученных на базе модели, указывая на то, что в конце 2022 года курсы денежно-кредитной политики по-прежнему сохраняли либеральную направленность (см. главу 2).

Состояние государственных финансов в регионе различается между странами. В странах ССЗ нефтяное первичное сальдо бюджета (в процентах нефтяного ВВП) оставалось в 2022 году в целом без изменений относительно 2021 года (рис. 1.3). Несмотря на значительное увеличение нефтяных поступлений (в среднем примерно на 4 процентных пункта ВВП), первичные текущие расходы оставались в целом стабильными, указывая на то,

Рисунок 1.3. БВСА: изменения первичного сальдо без учета грантов, 2021-2022 годы
(В процентах ВВП; для экспортеров нефти – сальдо без нефти)



Источники: база данных МВФ «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты сотрудников МВФ.

Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). СФР и ССД – страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом; ССЗ – Совет по сотрудничеству стран Залива; СНД – страны с низким доходом; ЭН – экспортеры нефти.

что большинство стран избегали проциклических расходов (кроме Кувейта и Саудовской Аравии, что полностью отражает их более высокие капитальные расходы). При этом в странах – экспортерах нефти, не входящих в ССЗ (Ирак, Ливия), напротив, проводилась, как и в прошлом, проциклическая налогово-бюджетная политика, что вело к значительному ухудшению нефтяного первичного сальдо бюджета. В целом в странах – экспортерах нефти увеличились буферные резервы, на что указывает улучшение сальдо бюджета в 2022 году. Некоторые страны погасили государственный долг (Кувейт, Оман), а другие увеличили свои международные резервы или активы, в том числе в составе своих фондов национального благосостояния. Что касается стран – импортеров нефти, в большинстве СФР и ССД БВСА (кроме Египта) первичные бюджетные дефициты (без учета грантов) в среднем в 2022 году улучшились по сравнению с 2021 годом вследствие повышения налоговых поступлений, частично компенсировавшегося мерами политики для смягчения последствий роста цен на биржевые товары, а процентные расходы оставались в целом без изменений (в среднем на уровне примерно 4 процентов ВВП). В Пакистане, наоборот, было проведено

значительное расширение дефицита бюджета. В большинстве СНД первичное сальдо бюджета ухудшилось вследствие роста цен на биржевые товары.

В большинстве СФР, ССД БВСА и Пакистане инфляция была основным фактором сдерживания роста государственного долга в 2022 году (рис. 1.4). Коэффициенты задолженности несколько снизились в Египте и Иордании, поскольку более высокие темпы роста номинального ВВП более чем компенсировали увеличение процентных расходов. При этом в Пакистане и Тунисе отношение долга к ВВП, наоборот, продолжало повышаться, отражая по-прежнему высокие общие бюджетные дефициты в сочетании с последствиями снижения обменного курса, компенсирующего сокращение долга за счет высокой инфляции.

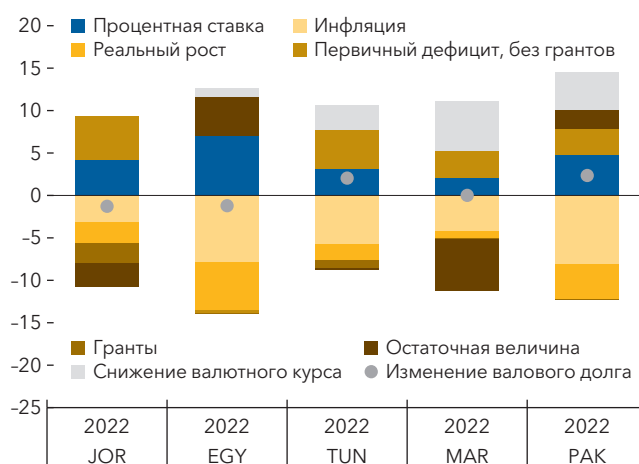
Финансовый сектор в целом является устойчивым, но усилилась связь между государством и банками

Банковский сектор в регионе БВСА благополучно перенес пандемию, что частично объяснялось принятыми мерами поддержки. После их отмены у банков региона наблюдалось восстановление рентабельности, и медианное значение их нормы прибыли на активы повысилось с примерно 0,8 процента в 2020 году до диапазона от 1 процента до 1,4 процента в конце 2022 года. Уровни капитализации в СФР и ССД среди стран как ССЗ, так и БВСА оставались высокими (17 процентов и 15,3 процента, соответственно), существенно выше нормативного минимума. Коэффициенты необслуживаемых кредитов в СФР и ССД ССЗ и БВСА находились в среднем на уровне 3,2 процента и 5,3 процента, соответственно, но в некоторых странах с формирующимся рынком их уровни достигали 11,1 процента (в основном за счет старых необслуживаемых кредитов). Большинство банков в регионе зависят от депозитов клиентов и долгосрочного финансирования, за исключением лишь некоторых, опирающихся на оптовое финансирование и иностранных вкладчиков. Однако сохраняются структурные факторы уязвимости в результате более тесной связи между государством и банками после периода, когда во время пандемии государственный сектор в большей степени опирался на финансирование от внутренних банков. Размеры открытой позиции банковской системы по авуарам в форме государственных облигаций находятся в диапазоне от 6,8 процента до целых 44 процентов совокупных активов банковской системы.

В непростых условиях внешнего финансирования стойко сохраняются факторы уязвимости, особенно для СФР и ССД

Внешние факторы уязвимости остаются повышенными, особенно в СФР и ССД. Дефициты счета текущих операций в СФР и ССД БВСА в среднем увеличились в 2022 году с 4,7 процента ВВП до примерно 5 процентов ВВП. Однако в Пакистане это увеличение было более заметным (с 0,8 процента ВВП до 4,6 процента ВВП), что отражает рост расходов на импорт вследствие повышения цен на биржевые товары. Относительно стабильные показатели дефицита счета текущих операций в СНД (в среднем 9 процентов ВВП в 2022 году) отражают улучшение его состояния в Судане (вследствие сокращения импорта), которое компенсировалось ухудшением дефицита в остальных странах. При этом в странах – экспортерах нефти отмечались крупные профициты счета текущих операций в условиях высоких цен на углеводородные ресурсы.

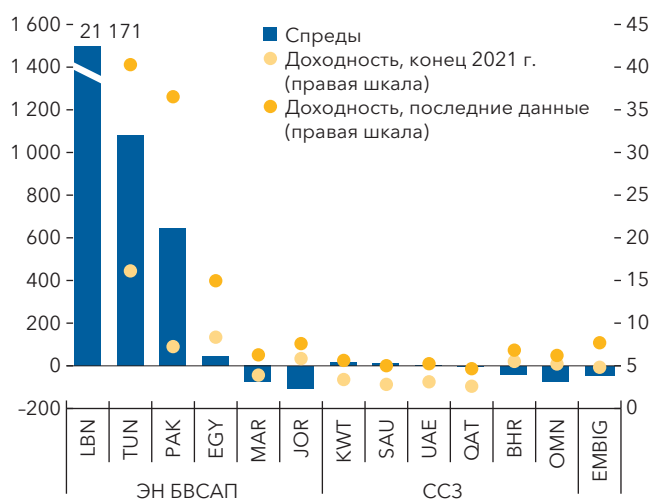
Рисунок 1.4. БВСА: составляющие изменений валового государственного долга
(В процентах ВВП)



Источники: база данных МВФ «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты сотрудников МВФ.

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

Рисунок 1.5. БВСА: изменение спредов с октября 2022 года и доходность облигаций
(В базисных пунктах, левая шкала; в процентах, правая шкала)



Источники: Bloomberg Finance L.P. и расчеты сотрудников МВФ.
Примечание. Доходность государственных облигаций рассчитана как разность между спредами EMBIG и доходностью по 10-летним казначейским облигациям США. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). EMBIG – глобальный индекс облигаций стран с формирующимся рынком; ССЗ – Совет по сотрудничеству стран Залива; БВСАП – Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; ИН – импортеры нефти.

эмиссию, соответственно, на сумму 2,5 млрд долларов и 1,25 млрд долларов, СФР и ССД региона, как другие страны с формирующимся рынком, не воспользовались благоприятными условиями на рынке еврооблигаций в начале 2023 года (см. апрельский выпуск «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2023 года). Египет также выпустил сукук на сумму 1,5 млрд долларов в конце февраля. Сохраняется значительное давление на обменные курсы и международные резервы в условиях резких падений курса национальных валют в некоторых СФР и ССД (Египте и Пакистане) с октября 2022 года. Однако в других странах это давление несколько уменьшилось (особенно в Марокко, которое выиграло от заключения в апреле двухлетней договоренности о гибкой кредитной линии).

Перспективы БВСА и Пакистана: временное замедление роста в условиях медленного снижения инфляции

Во всем регионе БВСА и Пакистане ожидается ослабление перспектив роста, поскольку более жесткие меры денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, направленные на защиту макроэкономической стабильности, подавляют внутренний спрос в СФР и ССД, а повышенная уязвимость, бюджетное давление и стойко высокая инфляция ухудшают перспективы роста и снижают уровень жизни в СНД и УКС, и замедляется экономический рост в странах – экспортерах нефти вследствие сокращения добычи нефти в соответствии с октябрьским соглашением ОПЕК+. В результате прогнозируется, что рост в регионе БВСА снизится с 5,3 процента в 2022 году до 3,1 процента в 2023 году, а затем несколько увеличится до 3,4 процента в 2024 году (рис. 1.6). Тем временем в СФР и ССД, а также в СНД прогнозируется более стойкая инфляция, чем ожидалось ранее. При этом в СФР и ССД региона ожидается сохранение повышенной бюджетной и внешней уязвимости в условиях хотя и несколько снижающихся (кроме Египта), но по-прежнему высоких уровней долга и прогнозируемых крупных валовых потребностей государства в финансировании и дефицитах счета текущих операций.

Небольшое смягчение финансового давления во всем регионе БВСА и Пакистане, отмечавшееся с октября 2022 года, обратилось вспять во время ужесточения глобальных финансовых условий в марте после потрясений мирового масштаба в банковской сфере. Однако между странами сохраняются значительные различия по уровню риска. Во многих СФР и ССД (Ливане, Пакистане, Тунисе) с октября 2022 года увеличились спреды по суверенным облигациям, а также резко повысилась стоимость заимствования в чистом выражении (рис. 1.5). При этом в Иордании и Марокко, наоборот, несмотря на увеличение спредов вследствие потрясений в банковской сфере, они по-прежнему ниже, чем в октябре 2022 года, соответственно более общей динамике в странах с формирующимся рынком. В целом показатели доходности по государственным облигациям в регионе выше, чем в конце 2021 года (примерно на 130–3000 базисных пунктов). Изменение направления потоков капитала произошло еще до начала недавних финансовых потрясений, и в первые два месяца 2023 года приток портфельных инвестиций в регион БВСА и Пакистан достиг 1,2 млрд долларов (после рекордного оттока в размере 4,5 млрд долларов в 2022 году). За исключением Марокко и Иордании, которые осуществили

В странах – экспортерах нефти происходит переключение скоростей роста

Ожидается, что рост реального ВВП в странах – экспортерах нефти БВСА замедлится с 5,7 процента в 2022 году до 3,1 процента в 2023 году (и останется в целом на том же уровне в 2024 году), по мере того как в большинстве стран – экспортеров нефти происходит смещение основной движущей силы роста в сторону не связанной с углеводородными ресурсами деятельности вследствие согласованных сокращений производства нефти. В 2023 году прогнозируется здоровый рост ненефтяного ВВП (примерно на 3,7 процента), в целом на том же уровне, как и в 2022 году, поскольку положительный импульс в секторах розничной торговли и услуг (Кувейт, Объединенные Арабские Эмираты, Саудовская Аравия) поддерживается благодаря изобилию ликвидности, продолжающемуся продвижению реформ и быстрому росту частных инвестиций (Саудовская Аравия), что частично компенсирует влияние пониженного роста в странах, являющихся основными партнерами по торговле.

Экономическая активность в странах БВСА с формирующимся рынком замедлится

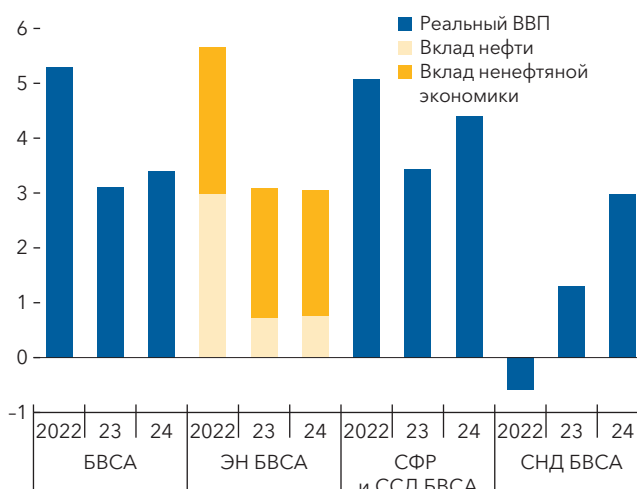
В СФР и ССД региона БВЦА прогнозируется замедление роста с 5,1 процента в 2022 году до 3,4 процента в 2023 году. В Египте прогнозируется снижение темпов роста с 6,6 процента в 2022 году до 3,7 процента в 2023 году вследствие жестких условий финансирования, произошедшего ранее падения обменного курса, размывания покупательной способности домашних хозяйств высокой инфляцией и слабого роста внешнего спроса. Аналогичным образом, в Пакистане ожидается существенное снижение темпов роста с 6,0 процента в 2022 году до 0,5 процента в текущем году, что объясняется трудными макроэкономическими условиями, в том числе ущербом, нанесенным масштабными наводнениями, широкими факторами инфляционного давления и более жесткими денежно-кредитными и финансовыми условиями. В Марокко, наоборот, предвидится более высокий рост в текущем году, в основном объясняющийся восстановлением сельскохозяйственного производства после сильной засухи в 2022 году; в несельскохозяйственном секторе прогнозируется сохранение роста на низком уровне. В Иордании и Тунисе на текущий и следующий год прогнозируется сохранение сдержанного уровня экономической активности, что является следствием ослабления роста в странах, являющихся их основными торговыми партнерами, вторичными эффектами экономических последствий войны в Украине, более жесткими внешними и внутренними финансовыми условиями и ограничительной налогово-бюджетной политикой. В СФР и ССД региона прогнозируется постепенное ускорение роста в 2024 году (до 4,4 процента в СФР и ССД БВСА и 3,5 процента в Пакистане) и в среднесрочной перспективе по мере исчезновения некоторых из факторов, противодействующих росту, если эти страны будут продолжать осуществление реформ экономической политики и структурных реформ, особенно в рамках поддерживаемых МВФ программ (Египет, Пакистан).

Страны с низким доходом сталкиваются с усилением факторов уязвимости

В СНД региона БВСА прогнозируется восстановление роста ВВП с отрицательных темпов в 0,6 процента в 2022 году до скромного положительного роста на уровне 1,3 процента в 2023 году, а затем его повышение до 3 процентов в 2024 году (что все еще ниже, чем в остальных странах региона). Однако перспективы роста

Рисунок 1.6. БВСА: рост реального ВВП, 2022-2024 годы

(Изменение в процентах, относительно того же периода предыдущего года)



Источники: база данных МВФ «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты сотрудников МВФ.
Примечание. СФР и ССД – страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом; СНД – страны с низким доходом; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка; ЭН – экспортеры нефти.

различаются между СНД, поскольку в некоторых странах уровень экономической активности определяется специфическими факторами этих стран, такими как кризис задолженности в Джибути и динамика ситуации в добывающем секторе и жесткие меры макроэкономической политики в Мавритании. В случае СНД, которые уже подвержены сильной уязвимости, доминирующее влияние на перспективы оказывает макроэкономическая нестабильность – продолжительные конфликты (Йемен), засуха (Сомали), политический кризис и недостаток финансирования (Судан). В более общем плане потрясение условий торговли, стойкие засухи и кризис стоимости жизни повысили продовольственную небезопасность в уязвимых СНД и вытолкнули больше людей за черту бедности. Согласно оценкам в рамках Интегрированной классификации стадий продовольственной безопасности ООН, более половины населения Йемена (примерно 19 млн человек) и треть населения Сомали (приблизительно 6 млн человек) испытывали в 2022 году острую нехватку продовольствия.

Медленный процесс снижения инфляции

Ожидается, что инфляционное давление в регионе БВСА будет более стойким, чем предполагалось в октябре. В 2023 году прогнозируется сохранение общей инфляции на неизменном уровне 14,8 процента (14,8 процента в 2022 году) и ее снижение до примерно 11 процентов в 2024 году, что является пересмотром октябрьского прогноза в сторону повышения примерно на 2,5 процентного пункта в оба года. Пересмотр показателей региона в сторону повышения в основном определяется СФР и ССД, прежде всего Египтом и Тунисом, где ожидается повышение инфляции более быстрыми темпами после дальнейшего снижения обменного курса в первой из этих стран и либерализации цен и реформы субсидий во второй. Аналогичным образом, в Пакистане в этом году прогнозируется повышение инфляции почти в два раза до примерно 27 процентов вследствие расширения факторов ценового давления. В большинстве стран – экспортеров нефти прогнозируется сохранение инфляции на низком уровне. В ССЗ ожидается снижение общей инфляции с 3,3 процента в 2022 году до 2,9 процента в 2023 году и 2,3 процента в 2024 году. Хотя ожидается, что в СНД общая инфляция станет более умеренной, она останется на очень высоком уровне, со снижением с 83 процентов в 2022 году до примерно 46 процентов в 2023 году и 35 процентов в 2024 году, главным образом под влиянием инфляции в Судане, которая составила более 100 процентов в 2022 году и затем снизилась до примерно 70 процентов в 2023 году. Снижение инфляции, ожидаемое в регионе в 2024 году, в основном связано с более низкими ценами на биржевые товары, уменьшением нарушений в цепях поставок и снижением экономической активности вследствие более жестких курсов налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики (см. главу 2).

Усиление факторов бюджетной и внешней уязвимости в СФР и ССД, надежные буферные резервы в большинстве стран – экспортеров нефти

В течение следующих двух лет и в среднесрочной перспективе ожидается улучшение состояния государственных финансов во всем регионе, поскольку для снижения повышенных уровней государственного долга, особенно в СФР и ССД, требуются дальнейшие меры консолидации.

В большинстве стран – экспортеров нефти ожидается продолжение консолидации государственных финансов. Однако некоторые страны будут оставаться сильно подверженными влиянию изменчивости цен на нефть и в среднесрочной перспективе могут оказаться в состоянии общего бюджетного дефицита, учитывая что заложенные в их бюджет прогнозы цен на нефть, обеспечивающих сбалансированность бюджета, к 2025 года будут превышать прогнозы цен на нефть в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2023 года (Алжир, Бахрейн, Ирак).

Ожидается, что в СФР и ССД БВСА (особенно в Египте, Иордании и Тунисе) и Пакистане будет проведена существенная бюджетная консолидация, в том числе реформы субсидий (Египет, Марокко, Пакистан, Тунис), и прогнозируется снижение первичных дефицитов бюджета за период с 2022 года по 2025 год в среднем примерно на 3 процентных пункта ВВП – в некоторых странах в контексте поддерживаемых МВФ программ (Египет, Пакистан) или объявленных программ (Тунис). Однако эти бюджетные усилия будут частично нейтрализоваться более жесткими финансовыми условиями, учитывая прогнозируемое увеличение процентных расходов СФР

и ССД в среднем примерно на 1 процентный пункт ВВП за тот же период. В целом отношение государственного долга к ВВП в большинстве СФР и ССД в среднесрочной перспективе должно снизиться вследствие дальнейшего сокращения реальной стоимости государственного долга вследствие стойкой инфляции (Египет, Пакистан, Тунис) и восстановления экономического роста (рис. 1.7).

Прогнозируется небольшое уменьшение государственных валовых потребностей в финансировании с примерно 520 млрд долларов в 2021-2022 годах до примерно 470 млрд долларов в 2023-2024 годах благодаря более низким уровням первичных дефицитов и относительному уменьшению внутренних амортизационных платежей, компенсирующим увеличение процентных выплат. Ожидается, что эти по-прежнему высокие потребности СФР и ССД в финансировании будут в основном покрываться за счет внутреннего банковского финансирования (кроме Туниса); на внешнее финансирование должна приходиться небольшая доля (в среднем примерно 12 процентов финансирования из всех источников). Сохраняющаяся опора на внутреннее финансирование будет создавать опасность дальнейшего усугубления связи между государством и банками, учитывая очень крупные открытые позиции банков по отношению к суверенным заемщикам в некоторых СФР и ССД БВСА и Пакистане (более 50 процентов активов банков по состоянию на конец 2022 года).

В период между 2022 годом и 2024 годом профициты счетов текущих операций в странах – экспортерах нефти уменьшатся примерно на 250 млрд долларов (приблизительно 8 процентных пунктов ВВП) ввиду уменьшения производства углеводородных ресурсов и снижения их цен. При этом они останутся относительно крупными и в 2024 году составят примерно 4,7 процента ВВП. В СФР и ССД региона БВСА, наоборот, снижение цен на биржевые товары, восстановление туризма, стойкие потоки денежных переводов и бюджетная консолидация, как ожидается, приведут к уменьшению дефицитов счета текущих операций с 5,1 процента ВВП в 2022 году до в среднем примерно 4 процентов ВВП 2024 году. Прогнозируется увеличение совокупного дефицита счета текущих операций СЧД с 9 процентов ВВП в 2022 году до примерно 11 процентов ВВП в 2023 году, главным образом вследствие резкого падения товарного экспорта Йемена (после нападений на объекты, обслуживающие экспорт нефти, в октябре 2022 года) и нормализации импорта Судана (после его сокращения в прошлом году).

Внешние факторы уязвимости СФР и ССД региона остаются повышенными под влиянием крупных дефицитов счетов текущих операций и сокращения валютных резервов в некоторых странах в 2022 году. Прогнозируется сохранение крупных потребностей СФР и ССД БВСА и Пакистана во внешнем финансировании, хотя они уменьшатся с примерно 132 млрд долларов в 2022 году до 123 млрд долларов в 2023 году (приблизительно 212 процентов и 171 процента валовых международных резервов, соответственно). С уменьшением доступа многих СФР и ССД к международным рынкам из-за высоких уровней государственного долга и иных внутренних факторов уязвимости правительства ССЗ приняли меры для покрытия некоторых из этих потребностей во внешнем финансировании, в том числе за счет прямой поддержки бюджета и платежного баланса, грантов, кредитов и прямых иностранных инвестиций (вставка 1.1).

Рисунок 1.7. БВСА: кумулятивный вклад в изменения валового государственного долга
(В процентах ВВП)



Источники: база данных МВФ «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты сотрудников МВФ.

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

1.3. Кавказ и Центральная Азия спустя год после начала войны: краткосрочные выгоды с более долгосрочными рисками

Развитие событий в странах КЦА в последнее время отражает два параллельных течения: продолжение восстановления активности после пандемии и вторичные эффекты войны в Украине, включая ее влияние на мировые цены на биржевые товары. Менее значительное, чем ожидалось, снижение роста в российской экономике и крупные притоки доходов, капитала и мигрантов из России в соседние страны, а также увеличение транзитной торговли положительно сказались на экономическом росте в 2022 году. Более высокие цены на биржевые энергетические товары благоприятно повлияли на сальдо внешнеэкономических операций стран – экспортеров нефти. Более высокий, чем ожидалось, урожай в России также способствовал устойчивости импорта продуктов питания, смягчая проблемы продовольственной безопасности. Однако, ввиду высокой доли импорта продуктов питания из России, повышение курса рубля привело к возникновению существенной импортированной инфляции продовольственных цен в большинстве стран КЦА. В целом инфляция оставалась на уровне двузначных показателей вследствие повышенных мировых цен на биржевые товары и давления заработной платы. По мере затихания вторичных эффектов 2022 года в 2023 году ожидается замедление экономического роста. При этом война внесла огромную неопределенность в экономические перспективы. Учитывая небольшой относительный размер экономики стран КЦА, являющихся получателями соответствующих потоков, изменение направления потоков входящих средств, ухудшение показателей роста в России по сравнению с прогнозом, нарушения в цепях поставок или уменьшение денежных переводов могут создать в будущем негативные потрясения для стран КЦА.

Положительные вторичные эффекты способствовали росту в 2022 году

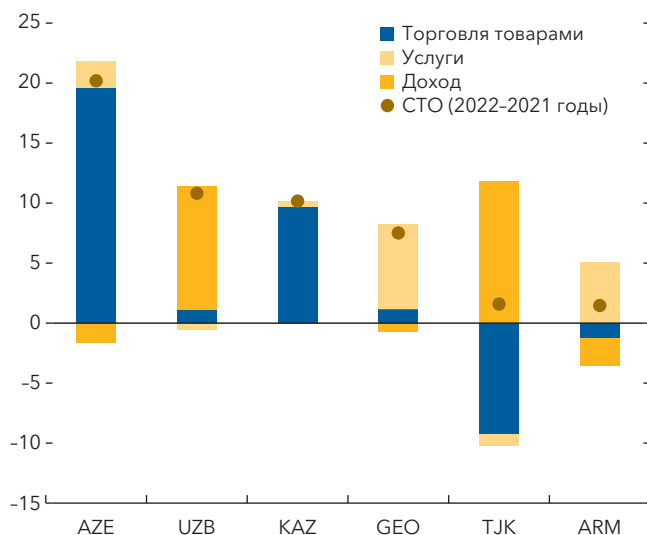
Резкое увеличение частных трансфертов из России и приток мигрантов из России поддержали сферу услуг и вызвали рост денежных переводов в большинстве стран КЦА (вставка 1.2). Сальдо счетов текущих операций существенно улучшились в большинстве стран КЦА, отражая более высокий профицит в торговле

услугами (Армения, Грузия) с восстановлением туризма, увеличение переводов дохода в большинстве стран – импортеров нефти и более высокие цены на нефть в случае стран – экспортеров нефти (Азербайджан, Казахстан; рис. 1.8). В ответ на крупные притоки капитала из России некоторые банки стран-получателей средств увеличили свои ликвидные активы за границей вместо их направления на валютное кредитование внутри страны (Армения, Грузия), чтобы защититься от валютных рисков в случае неожиданного поворота в потоках средств. При этом чистый приток прямых иностранных инвестиций увеличился во всем регионе в среднем примерно на 1 процентный пункт ВВП по сравнению с 2021 годом, более чем компенсировав отток портфельных инвестиций.

Рост в странах КЦА в 2022 году составил 4,8 процента и находился в диапазоне от 12,6 процента в Армении до 3,2 процента в Казахстане (вследствие перебоев в добыче нефти) и 1,8 процента в Туркменистане (рис. 1.9). В большинстве случаев рост подталкивался резким повышением частных трансфертов и притока мигрантов из России.

Рисунок 1.8. Составляющие счета текущих операций

(В процентах ВВП; I кв. – III кв. 2022 года, изменение относительно того же периода предыдущего года)



Источники: Haver Analytics и расчеты сотрудников МВФ.
Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). СТО – счет текущих операций.

Продолжающееся восстановление роста туризма после пандемии (Армения, Грузия) поддерживало экспорт, а рост заработной платы в реальном выражении (Армения, Грузия, Кыргызская Республика, Узбекистан) поддерживал внутренний спрос. Активный рост привел к резкому сокращению безработицы во многих странах, но она оставалась высокой в Армении, Грузии и Узбекистане, что частично объясняется причинами структурного характера.

Инфляция снижается в некоторых странах, но остается стойкой в других

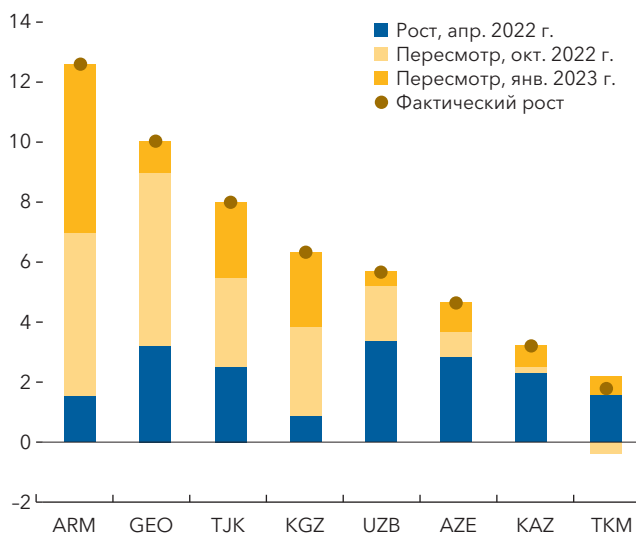
С середины 2022 года общая инфляция снизилась в Армении, Грузии и Таджикистане, но продолжала повышаться в Казахстане и Кыргызской Республике и вышла на стабильный уровень в Узбекистане. В Азербайджане инфляция начала медленно снижаться в сентябре 2022 года, но в начале 2023 года оставалась на уровне двузначных показателей.

Снижение мировых цен на продукты питания и энергоресурсы было одним из факторов снижения инфляции, наблюдаемого в Армении и Грузии, но это снижение также отражает повышение курсов их национальных валют и умеренный рост частного кредита, по мере того как начали проявляться результаты передачи воздействия более жестких мер денежно-кредитной политики и макропруденциальных мер. Однако базовая инфляция оказывается более стойкой, что объясняется активным внутренним спросом и повышением цен на аренду жилья в связи с притоком мигрантов. Аналогичным образом, резкое снижение инфляции в Таджикистане отражает повышение курса национальной валюты, жесткую денежно-кредитную политику и влияние других мер, таких как высвобождение стратегических запасов продовольствия, снижение ставки налога на добавленную стоимость на 3 процентных пункта и высокий уровень внутреннего сельскохозяйственного производства.

Продолжающееся повышение инфляции в Казахстане и Кыргызской Республике и ее стойкое сохранение в Азербайджане имеют широкую основу, отражая высокую долю импорта из России и снижение курса национальной валюты на 20–30 процентов относительно рубля в 2022 году (рис. 1.10). Среди других факторов – быстрый рост заработной платы (Азербайджан, Казахстан, Кыргызская Республика),

Рисунок 1.9. Рост реального ВВП, 2022 год

(Изменение в процентах, относительно того же периода предыдущего года)

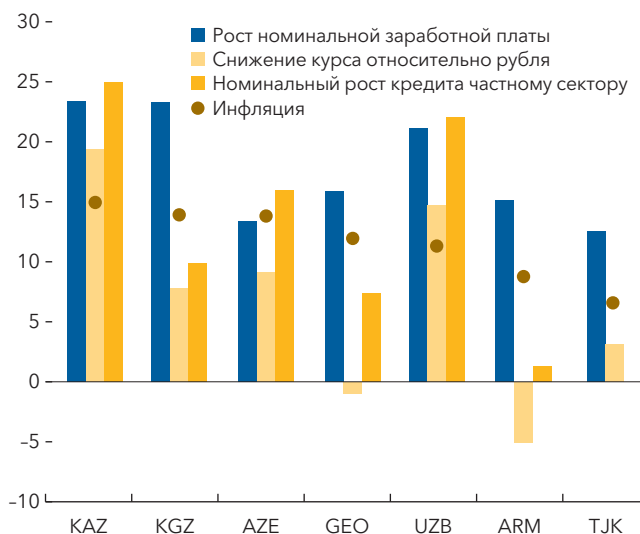


Источник: база данных МВФ «Перспективы развития мировой экономики».

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

Рисунок 1.10. Заработная плата, кредит и снижение курса валюты, 2022 год

(Изменение в процентах)



Источник: база данных Системы информационного уведомления и расчеты сотрудников МВФ.

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

давление со стороны спроса, создаваемое мигрантами из России (Кыргызская Республика), активное потребительское кредитование, несмотря на значительное ужесточение денежно-кредитной политики (Азербайджан, Казахстан) и нарушения в цепях поставок (Казахстан).

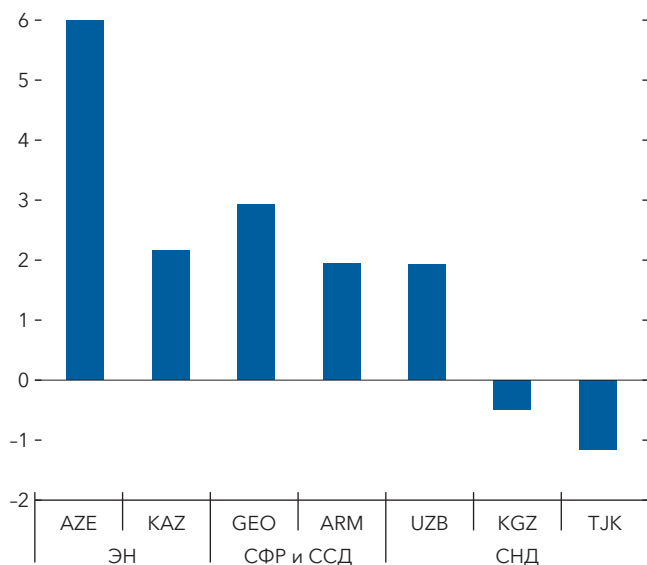
Одним из ключевых факторов, определяющих динамику инфляции в КЦА, является заработная плата. В большинстве стран темпы роста номинальной заработной платы превышают уровень инфляции, указывая на потенциал возникновения спирали взаимного влияния цен и заработной платы, что может повышать стойкость инфляции и затруднять проведение денежно-кредитной политики. Эмпирические оценки указывают на то, что в странах КЦА повышение заработной платы оказывает стойкое влияние на базовую инфляцию, которое достигает пика примерно в 50 процентов через 11 кварталов после шока, указывая на то, что инфляционное давление будет сохраняться³.

Курсы налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики остаются жесткими

В 2022 году в большинстве стран КЦА произошло значительное улучшение первичного сальдо бюджета по сравнению с 2021 годом (рис. 1.11), даже при сохранении уровня жизненно важных расходов. Это улучшение отражает результаты в области поступлений (Армения, Грузия, Узбекистан), более высокие нефтяные поступления (Азербайджан, Казахстан) и сдерживание текущих расходов (Армения, Казахстан). Исключениями являются Кыргызская Республика и Таджикистан, где произошло существенное смягчение политики с резким увеличением фонда оплаты труда, несмотря на улучшение показателей поступлений (Кыргызская Республика), и увеличение текущих и капитальных расходов (Таджикистан).

Рисунок 1.11. Изменение первичного сальдо, 2021–2022 годы

(В процентах ВВП; для экспортеров нефти – сальдо без нефти)



Источник: база данных МВФ «Перспективы развития мировой экономики».

Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). СФР и ССД – страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом; СНД – страны с низким доходом; ЭН – экспортеры нефти.

В ответ на сохраняющееся инфляционное давление в Азербайджане, Армении и Казахстане с августа 2022 года была дополнительно ужесточена денежно-кредитная политика за счет повышения директивных ставок. В Кыргызской Республике, Таджикистане и Узбекистане, наоборот, ставки были снижены (в Таджикистане после снижения инфляции), а в других странах ставки оставались без изменений. Курс денежно-кредитной политики в большинстве стран КЦА оценивается как в надлежащей мере жесткий или нейтральный (глава 2).

В целом стабильная финансовая система

После пандемии и отмены мер поддержки у банков региона начала восстанавливаться рентабельность, и медианный уровень прибыли на активы составил 3,9 процента, повысившись с 1,1 процента в 2020 году. Уровни капитализации оставались высокими, и коэффициенты капитала первого уровня составляли 16,7 процента, что на 8,1 процентных пункта выше нормативного минимального

³ Оценка персонала основана на панельной модели векторной авторегрессии с двумя эндогенными переменными (заработная плата и базовая инфляция по индексу потребительских цен) и одной экзогенной переменной (занятость). Процесс оценки является рекурсивным со следующим порядком: заработная плата и базовый индекс потребительских цен. В число стран вошли Азербайджан, Армения, Грузия, Кыргызская Республика и Узбекистан. Панель является несбалансированной, и данные начинаются с 2015 года и имеют квартальную периодичность.

порога. Коэффициенты необслуживаемых кредитов в 2022 году в среднем составляли 4,4 процента. Большинство банков региона опираются на депозиты клиентов и долгосрочное финансирование, на которые совместно приходится более 90 процентов совокупного финансирования. Однако сохраняются структурные факторы уязвимости, обусловленные относительно более низкими уровнями резервов на покрытие возможных убытков по кредитам, открытыми валютными позициями и несогласованностью позиций по различным валютам в условиях по-прежнему широко распространенной, хотя и снижающейся, долларизации.

Более значительные торговые связи с Россией

Адаптация к изменениям в торговых путях и иным трудностям логистики со время начала войны в Украине привела к увеличению торговли КЦА с Россией (вставка 1.2). Данные по двусторонней торговле указывают на то, что доля торговли с Россией увеличилась у нескольких стран КЦА (Армении, Грузии, Таджикистана, Узбекистана), даже с поправкой на более высокие цены на импорт российских энергоресурсов. У некоторых стран КЦА также увеличилась доля торговли с Евразийским экономическим союзом (Армения, Казахстан, Кыргызская Республика).

Экономические перспективы КЦА

Перспективы стран КЦА определяются целым спектром глобальных и внутренних факторов, главным образом касающихся прогнозов роста в странах – основных торговых партнерах (включая Россию), а также частных трансфертов и притока мигрантов из России. Среди других факторов – более быстрое ужесточение денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой, проявляющиеся с лагом последствия ужесточения внутренних мер политики и снижение мировых цен на энергоресурсы.

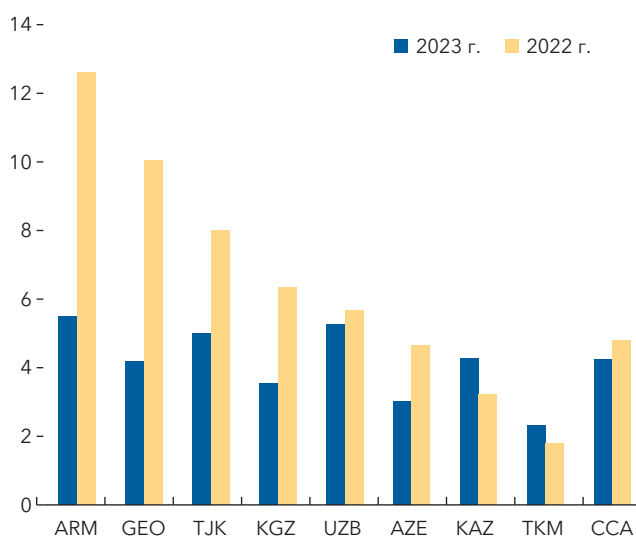
Прогнозируется некоторое снижение роста

Ожидается, что в 2023 году существенно снизятся темпы роста трансграничных трансфертов и притока мигрантов по сравнению с 2022 годом. В результате уменьшение денежных переводов и экспорта услуг приведет к ухудшению сальдо счета текущих операций СФР и ССД и СНД (в среднем на 1,5 и 3 процента ВВП, соответственно). Снижение цен на нефть приведет к дальнейшему ослаблению сальдо счета текущих операций в странах – экспортерах нефти в среднем на 5,4 процента ВВП.

Согласно прогнозам, темпы роста ВВП снизятся до 4,2 процента в 2023 году, а затем несколько повысятся до 4,5 процента в 2024 году. Снижение темпов роста в 2023 году (ожидается, что оно будет резким в Армении и Грузии) отражает уменьшение первоначальных вторичных эффектов войны в Украине (рис. 1.12). Прогнозируемое снижение темпов роста в СНД отражает ослабление потоков денежных переводов в условиях замедления роста производства золота и сельскохозяйственной продукции. Аналогичным образом, по мере замедления внутреннего спроса в странах – экспортерах нефти (Азербайджан, Казахстан) прогнозируется снижение нефтяной экономической активности. При этом в Казахстане ожидается повышение совокупного

Рисунок 1.12. КЦА: рост реального ВВП, 2022–2023 годы

(Изменение в процентах, относительно того же периода предыдущего года)



Источники: база данных МВФ «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты сотрудников МВФ.

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

роста с 3,2 процента в 2022 году до 4,3 процента с нормализацией производства нефти и вводом в эксплуатацию дополнительных мощностей Тенгизского нефтяного месторождения.

Более резкое снижение инфляции в странах с формирующимся рынком и стойкая инфляция в других странах

В 2023 и 2024 годах прогнозируется ослабление инфляции до, соответственно, 11,8 процента и 8,5 процента с 13 процентов в 2022 году, но это снижение будет неоднородным по странам. В странах КЦА с формирующимся рынком ожидается резкое снижение инфляции (до 6,4 и 4,0 процента в 2023 и 2024 годах, соответственно, с 10,5 процента в 2022 году), вследствие снижения мировых цен на биржевые товары, отсроченного влияния ужесточения денежно-кредитной политики и продолжающегося укрепления национальной валюты. В Армении и Грузии ожидается достижение установленных в этих странах целевых показателей инфляции к 2025 году. В СНГ прогнозируется сохранение инфляции на уровне 11 процентов в 2023 году, а затем ее снижение до 9,3 процента в 2024 году, поскольку стойкое давление на цены в Кыргызской Республике и Узбекистане (ввиду активного роста заработной платы) компенсирует снижение инфляции в Таджикистане. В странах – экспортерах нефти прогнозируется лишь медленное снижение инфляции (до 13 процентов и 8,7 процента в 2023 и 2024 годах, соответственно, с 14,3 процента в 2022 году) в силу сохранения повышенного давления на цены в Казахстане из-за высоких темпов роста заработной платы.

Умеренное смягчение налогово-бюджетной политики при жесткой денежно-кредитной политике

Ожидается, что налогово-бюджетная политика, оцениваемая по изменению первичных сальдо бюджета (без учета грантов), несколько смягчится в 2023 году в Армении (увеличение капитальных расходов) и Азербайджане (снижение ненефтяных поступлений в бюджет). В Кыргызской Республике и Таджикистане произойдет более значительное ее смягчение в размере 1,6 и 1,8 процентного пункта ВВП, соответственно, что объясняется увеличением расходов на оплату труда и субсидий (Кыргызская Республика) и капитальных расходов (Таджикистан), а также снижением поступлений (Кыргызская Республика). При этом в Казахстане ожидается сохранение нейтрального курса, а в Грузии прогнозируется дальнейшая консолидация в размере 0,7 процентного пункта ВВП. В большинстве стран предполагается возобновление консолидации в 2024 году, при этом прогнозируется, что давление в области долга будет оставаться сдержанным. Поскольку страны продолжают борьбу с инфляцией, в регионе ожидается сохранение жесткой денежно-кредитной политики.

1.4. Перспективы БВЦА. Сохраняются риски снижения роста

Баланс рисков для экономических перспектив смещен в сторону ухудшения ситуации.

Факторы нестабильности в глобальном финансовом секторе могут усилиться, и может распространиться цепная реакция, негативно сказываясь на регионе по нескольким каналам. Нестабильность в финансовом секторе стран с развитой экономикой может негативно сказаться на мировом экономическом росте (и тем самым на внешнем спросе стран БВЦА), в том числе способствуя большей волатильности цен на нефть. Повышение волатильности на финансовых рынках создаст дополнительное давление на стоимость заимствования и усугубит проблемы устойчивости долговой ситуации суверенных заемщиков во многих СФР и ССД региона БВСА. Структурные факторы уязвимости в финансовом секторе, такие как тесная связь между государством и банками, могут повысить внутренние риски для финансовой стабильности, в то время как ухудшение способности банков выдавать кредиты ослабит восстановление роста кредитования.

Сохранение более жестких глобальных финансовых условий в течение более продолжительного времени и риски возникновения критической ситуации, связанной с задолженностью. Дальнейшее ужесточение финансовых условий может подтолкнуть инвесторов к переоценке устойчивости долговой ситуации многих СФР и ССД БВСА, что поставит наиболее уязвимые страны на грань долгового кризиса. Это может спровоцировать

бегство инвестиций в безопасные активы и отток капитала, питая давление в сторону обесценения валют и вызывая финансовую напряженность. В то же время передача этого влияния на внутренние ставки по кредитам будет негативно сказываться на кредитовании частного сектора и экономическом росте и в конечном счете еще более повысит давление на бюджет.

Эскалация войны в Украине может привести к высокой волатильности на товарных рынках, дефициту и возобновлению роста цен на энергоресурсы, продукты питания и удобрения, вызывая дополнительное инфляционное давление во всем регионе БВЦА.

Более прочно укоренившиеся инфляционные ожидания. Возобновление давления на цены биржевых товаров и нарушений в цепях поставок может вызвать дальнейшее повышение общей инфляции и ее распространение на другие товары и услуги, особенно в СФР, ССД и СНД региона, где инфляция уже является высокой. Стойко высокая базовая инфляция и раскручивание спирали роста цен и заработной платы могут ослабить фиксацию инфляционных ожиданий, что потребует дополнительного ужесточения денежно-кредитной политики (еще более ослабляя экономическую активность) и вызовет значительное замедление экономического роста и финансовую напряженность.

Риски, связанные с изменением климата. В регионе существенно повысились риски, связанные с изменением климата, и изменения метеорологических условий ведут к возникновению неблагоприятных погодных явлений, таких как аномальная жара, засуха (Северная Африка) и наводнения (Пакистан, Судан). Дальнейшие связанные с климатом события могут оказать существенное влияние на сельскохозяйственное производство и общую экономическую активность и вызвать снижение продовольственной безопасности и повышение бедности, особенно в СНД и УКС (Anderson et al., 2022; Duenwald et al., 2022).

Продовольственная безопасность и повышение социальной напряженности. СНД, как и СФР и ССД региона БВСА, характеризующиеся ограниченным бюджетным потенциалом и высокой зависимостью от импорта энергоресурсов и продовольствия, остаются уязвимыми по отношению к дальнейшему снижению продовольственной безопасности, в том числе вследствие возобновления роста цен на продукты питания, стойких засух и дальнейших нарушений в поставках продовольственных товаров. Это может вызвать социальную напряженность и негативно повлиять на экономический рост, особенно в СНД и УКС, где уровень продовольственной безопасности уже является пониженным.

В регионе КЦА более резкий, чем прогнозируется, спад в российской экономике, низкий урожай, разворот притока иностранной валюты и продолжительные нарушения в функционировании трубопровода Каспийского трубопроводного консорциума и региональных цепей поставок могут вызвать снижение экономической активности. Однако на экономических перспективах могут также сказаться факторы повышения роста, в том числе стойкость и увеличение притока средств в страны КЦА. Продолжающийся приток высококвалифицированных мигрантов из России и иностранной валюты может вызвать увеличение спроса (что потенциально повышает риски перегрева экономики в ближайшей перспективе), но в то же время он ведет к повышению роста производительности в регионе КЦА. Изменение структурных характеристик региональной торговли и возобновление усилий по диверсификации торговых путей создают дополнительные возможности.

Задержки и попятное движение в проведении реформ, особенно в СФР и ССД, могут ослабить перспективы роста в среднесрочной перспективе, усугубить сохраняющиеся долгосрочные негативные последствия пандемии и усилить факторы уязвимости. Приостановка реформ, касающихся степени участия государства в экономике, задержит развитие частного сектора.

Усиление фрагментации может усугубить эти риски, если приведет к введению более значительных ограничений на трансграничные потоки труда и капитала (апрельский «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2023 года) и международные платежи, нарушению поставок, удорожанию вводимых ресурсов и финансовой нестабильности, а также может подорвать международные усилия по преодолению глобальных

экономических проблем, с которыми сталкиваются уязвимые страны региона с формирующимся рынком и развивающиеся страны.

1.5. Меры политики

Поскольку ожидается замедление экономического роста при сохранении инфляционного давления на фоне повышенной неопределенности вследствие глобальной финансовой напряженности, принципиальное значение будет иметь верный баланс в мерах политики. Директивные органы региона должны держаться курса на защиту макроэкономической стабильности за счет жесткой денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, принимая во внимание риски для финансовой стабильности. Одновременно с этим им необходимо ускорить проведение структурных реформ для повышения потенциального роста и увеличения стойкости и инклюзивности.

Денежно-кредитная политика. Восстановление стабильности цен в условиях сохраняющейся неопределенности

По оценкам, только в некоторых странах инфляция прошла свой пик в 2022 году, и во многих странах она остается повышенной. Даже в тех случаях, когда начался процесс снижения инфляции, базовая инфляция упорно остается высокой. В то время как жесткий курс денежно-кредитной политики продолжает действовать с некоторыми задержками (глава 2), дальнейшие повышения директивных ставок в странах с развитой экономикой могут создать давление в сторону снижения валютного курса. В этих условиях денежно-кредитная политика должна руководствоваться следующими принципами.

- В тех странах, где сохраняется инфляционное давление и проводится мягкая денежно-кредитная политика, следует рассмотреть вопрос об ужесточении политики (Египет, Пакистан, Тунис).
- В тех случаях, когда курс политики является жестким или нейтральным, а инфляция прошла свой пик, центральным банкам следует продолжать руководствоваться поступающими данными и не начинать преждевременного смягчения политики, пока не появились четкие признаки того, что базовая инфляция находится на понижательной траектории.

В текущий момент информирование о направлении политики важнее, чем когда-либо. Директивным органам необходимо будет сосредоточить внимание на совершенствовании стратегий информационного взаимодействия и повышении прозрачности денежно-кредитных операций, в том числе по спектру дополнительных инструментов (нормы обязательных резервов), чтобы закрепить ожидания рынка. Кроме того, во всех странах укрепление основ денежно-кредитной политики и независимости центральных банков будут иметь принципиальное значение для повышения доверия к центральным банкам, активизации относительно слабого канала банковского кредитования и, в более общем плане, для действенной передачи воздействия мер политики (см. главу 2). Реформы по увеличению емкости финансового сектора должны создать условия для того, чтобы директивная ставка играла более значительную роль в качестве основного инструмента передачи воздействия политики за счет укрепления канала кредитования и меньшей опоры на регулирование обменных курсов.

Сохранение финансовой стабильности

Банковский сектор региона благополучно перенес пандемию – рентабельность восстановилась, а буферные запасы ликвидности и капитала находятся на высоком уровне. Но центральным банкам следует учитывать риски для финансовой стабильности в условиях повышенной глобальной финансовой напряженности и тщательно отслеживать факторы уязвимости в финансовой системе, которые могут возникать вследствие продолжающегося ужесточения денежно-кредитной политики. Органам банковского надзора следует обеспечивать, чтобы системы руководства банками и управления риском соответствовали их профилям риска, в том числе чтобы применялось надлежащее стресс-тестирование нормативного капитала и рисков с параллельным укреплением режимов санации и основ кризисного управления.

Налогово-бюджетная политика. Первоочередное внимание адресной поддержке уязвимых групп при одновременном поддержании устойчивости долговой ситуации, накоплении буферных резервов и поддержке денежно-кредитной политики

Повышенные уровни долга, меры поддержки для преодоления кризиса стоимости жизни и более высокие расходы на обслуживание долга означают, что во многих СФР и ССД бюджетный потенциал является ограниченным. В то же время прогнозируемое снижение цен на нефть уменьшит поступления стран – экспортеров нефти. В ближайшей перспективе и в тех случаях, когда позволяет бюджетный потенциал, странам следует отдавать приоритет адресной и временной поддержке за счет денежных трансфертов для защиты наиболее уязвимых слоев от влияния по-прежнему высоких цен на энергоресурсы и продукты питания. Недостаточно адресные субсидии следует постепенно отменять наряду с укреплением и расширением систем социальной защиты.

- Странам – экспортерам нефти следует осмотрительно распоряжаться нефтяными поступлениями, избегать увеличения текущих расходов и повысить прозрачность бюджета. Усилия в налогово-бюджетной сфере должны быть направлены на решение задач в связи с изменением климата, переходом на новые источники энергии и диверсификацией экономики, продолжая мобилизацию нефтяных поступлений с помощью реформ, направленных на повышение эффективности сбора налогов и рационализацию фонда оплаты труда.
- Бюджетная консолидация в СФР и ССД должна и далее быть ориентирована на снижение долга, подкрепляя эти усилия мобилизацией поступлений (включая отмену освобождений от налогов) и мерами по сдерживанию расходов, такими как отказ от применения неадресных субсидий и увеличения фонда оплаты труда. Странам КЦА следует придерживаться осмотрительного курса налогово-бюджетной политики для накопления буферных резервов, учитывая риск внезапной перемены связанных с войной положительных вторичных эффектов. Совершенствование бюджетных институтов (особенно повышение прозрачности бюджетного процесса) и введение вызывающих доверие среднесрочных бюджетных основ, в том числе бюджетных правил, может смягчить бремя адаптации, облегчить доступ к внешнему финансированию и привести к долговременному уменьшению уязвимости государственных финансов (октябрьский выпуск «Перспектив развития региональной экономики. Ближний Восток и Центральная Азия» 2019 года).
- Ввиду недостаточности бюджетного пространства для защиты уязвимых слоев населения в СНД и УКС требуются поддержка международного сообщества и глобальное сотрудничество для предотвращения гуманитарного кризиса во многих странах в условиях сохраняющихся проблем острого дефицита продовольственной безопасности и бедности.

Меры структурной политики. Максимизация потенциального роста в меняющемся геополитическом ландшафте

Введение жесткой денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, хотя и является необходимым, может негативно сказываться на экономическом росте. Поэтому странам важно проводить структурные реформы, ведущие к повышению потенциального роста за счет содействия развитию частного сектора и увеличения выгод от торговли.

- Активизация реформ для развития частного сектора в целях достижения максимального потенциального роста, привлечения столь нужных инвестиций и содействия созданию рабочих мест. Страны ССЗ наращивают свои инвестиции в регионе БВСА и Пакистане в инфраструктуру энергетики, возобновляемые источники энергии, здравоохранение и сельское хозяйство (вставка 1.1). Хотя к настоящему времени инвестиции получили лишь несколько стран, реформы по созданию более благоприятных условий для инвестиций в частном секторе (например, уменьшение чрезмерной роли государственных предприятий в экономике, выравнивание условий деятельности между различными хозяйствующими субъектами, устранение бюрократизма и либерализация рынка труда), улучшат инвестиционные перспективы в этих областях и будут способствовать повышению занятости.
- Изменение торговой политики для повышения стойкости экономики. Подверженность изменению климата с его влиянием на сельскохозяйственное производство и риски геополитической фрагментации подчеркивают

уязвимость вследствие отсутствия диверсификации в товарном составе торговли и ее географической структуре (IMF, готовится к публикации). В регионе КЦА нарушение маршрутов торговли и сбои в цепях поставок после начала войны в Украине подчеркивают важность дальнейших усилий по активной диверсификации партнерских связей для повышения стойкости к будущим потрясениям. Параллельно с этим следует прилагать усилия к уменьшению ограничений для торговли, которые, как показывает опыт, вносят искажения в экономическую деятельность и усугубляют глобальное давление на цены.

- Более масштабные меры по диверсификации и отказу от углеродных технологий. Страны могут инвестировать государственные ресурсы в возобновляемые источники энергии и стойкую к изменениям климата инфраструктуру, а также осуществлять меры, повышающие эффективную цену за выбросы углерода (в том числе за счет постепенной отмены субсидий). Сотрудничество между отдельными странами может способствовать действенности климатической политики каждой из стран, но международное сотрудничество играет принципиально важную роль в устранении сдерживающих узких мест в части потенциала и финансирования (Anderson et al., 2022; Duenwald et al., 2022).

Поддержка со стороны МВФ

МВФ остается надежным партнером БВЦА, предоставляя рекомендации по вопросам политики, финансирование и поддержку развития потенциала. С января 2020 года МВФ утвердил новое финансирование для стран БВЦА на сумму 29,7 млрд долларов, включая недавние программы для Армении (договоренность о кредите «стэнд-бай»), Египта (механизм расширенного кредитования МВФ), Мавритании (расширенный механизм кредитования и механизм расширенного кредитования МВФ) и Марокко (гибкая кредитная линия). МВФ недавно также создал Тростовый фонд на цели достижения стойкости и долгосрочной устойчивости в целях поддержки стран с низким доходом и уязвимых стран со средним доходом в решении более долгосрочных задач, в том числе касающихся изменения климата, с использованием механизма стойкости и стабильности. Кроме того, чтобы способствовать преодолению продолжающегося продовольственного кризиса, с которым столкнулись наиболее уязвимые страны-члены МВФ, МВФ ввел в действие инструментарий экстренного кредитования с недавно утвержденным механизмом финансирования для преодоления продовольственных шоков, которое позволяет странам, испытывающим давление на платежный баланс, связанное с продовольственными товарами, получить облегченный доступ к финансированию. МВФ также расширил свое присутствие на местах, увеличив количество своих постоянных представительств, вновь открыв свой региональный центр технической помощи для стран Ближнего Востока и создав новый региональный офис в Эр-Рияде, который будет укреплять партнерские отношения с регионом. Предстоящие ежегодные совещания МВФ и Всемирного банка в Марракеше осенью текущего года также станут платформой для обсуждения широкого спектра задач, с которыми сталкивается регион и весь мир.

Список литературы

- Anderson, Gareth, Jiayi Ma, Tokhir Mirzoev, Ling Zhu, and Karlygash Zhunussova. 2022. "A Low-Carbon Future for the Middle East and Central Asia: What are the Options?" IMF Departmental Paper 22/018, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Duenwald, Christoph, Yasser Abdih, Kerstin Gerling, Vahram Stepanyan, Lamiae Agoumi, Abdullah Al-Hassan, Gareth Anderson, and others. 2022. "Feeling the Heat: Adapting to Climate Change in the Middle East and Central Asia." IMF Departmental Paper 22/008, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). Готовится к публикации. "Trade Integration in Africa: Unleashing the Continent's Potential in a Changing World." IMF Departmental Paper, Washington, DC.

Вставка 1.1. Рост финансового присутствия Совета по сотрудничеству стран Залива на Ближнем Востоке, в Северной Африке и Пакистане

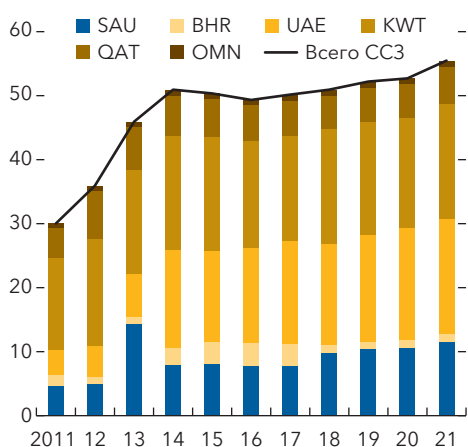
Опираясь на свою долгую историю поддержки региона Ближнего Востока и Северной Африки (БВСА) и Пакистана, страны Совета по сотрудничеству стран Залива (ССЗ) в последние годы расширили и диверсифицировали свои финансовые связи с регионом в форме официального финансирования (депозиты и кредиты), инвестиций и денежных переводов.

В период 2018–2022 годов страны ССЗ предоставили примерно 54 млрд долларов¹ в качестве финансирования платежного баланса и бюджета странам с формирующимся рынком, странам со средним доходом (СФР и ССД) БВСА и Пакистану, и планируется предоставление дополнительной поддержки. Они также оказали поддержку странам с низким доходом и уязвимым и переживающим конфликты странам региона в форме облегчения бремени задолженности, в том числе в рамках Инициативы по приостановке обслуживания долга Группы 20-ти и Инициативы в отношении долга бедных стран с высоким уровнем задолженности. Облегчение бремени задолженности, предоставленное ССЗ странам БВСА (Джибути, Мавритании, Сомали) и Пакистану, на конец 2022 года составило общую сумму примерно 1,3 млрд долларов. В связи с повышением мировых цен на продукты питания страны-члены ССЗ взяли на себя обязательство предоставлять гуманитарную поддержку странам, сталкивающимся с отсутствием продовольственной безопасности, в том числе

в рамках пакета на сумму 10 млрд долларов, сформированного Арабской координационной группой. Они также расширили свою финансовую поддержку за счет взносов в многосторонние организации, включая кредитные механизмы МВФ (Трастовый фонд на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту) и партнерства между Всемирным банком и двусторонними и многосторонними финансовыми организациями ССЗ. По мере дальнейшего предоставления финансовой поддержки через многосторонние организации или в сотрудничестве с ними ожидается, что финансирование со стороны ССЗ будет поддерживать экономические реформы в странах-получателях.

Помимо официального финансирования, в последние десять лет страны ССЗ существенно увеличили свои прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в страны БВСА и Пакистан, которые в 2021 году оценивались в 55 млрд долларов (примерно 1,6 процента ВВП), увеличившись с 2011 года на 85 процентов (вставка, рис. 1.1.1)². Инвестиции ССЗ получает большинство СФР и ССД региона, но на Марокко приходится их львиная доля, 13 млрд долларов в 2021 году. Квартальные данные указывают на то, что в начале 2022 года сохранялась тенденция роста ПИИ. Увеличение входящих ПИИ со стороны ССЗ

Вставка, рисунок 1.1.1. БВСА и Пакистан: позиция по входящим прямым инвестициям
(В млрд долларов США)



Источники: МВФ, координированное обследование прямых инвестиций.

Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). ССЗ – Совет по сотрудничеству стран Залива; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка.

Подготовили: отдел по Совету по сотрудничеству стран Залива, Оливье Бизимана и Сахра Сакха.

¹ Эти цифры взяты из обследования, проводимого группами сотрудников МВФ, работающих по конкретным странам, и, вероятно, не в полной мере отражают фактическую поддержку ввиду ограниченности информации, доступной персоналу МВФ.

² Эти цифры отражают совокупные ПИИ из стран ССЗ, в том числе потоки из стран ССЗ в другие страны ССЗ.

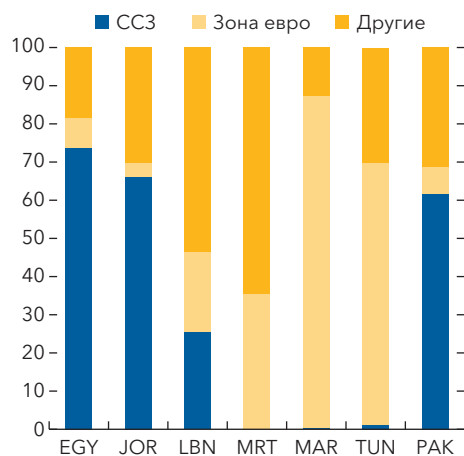
Вставка 1.1 (окончание)

поддерживает частные инвестиции, производительность и рост в странах-получателях, а в некоторых случаях помогает удовлетворить потребности во внешнем финансировании, способствуя общей макроэкономической стабильности в регионе.

Высокий темп роста экономической активности в различных странах ССЗ, главным образом объясняющийся повышением цен на нефть, увеличивает спрос на трудовые ресурсы, поддерживая более высокие доходы и возможности занятости, в том числе для работников-мигрантов. В результате приток денежных переводов в страны, имеющие тесные связи с ССЗ (Египет, Иордания, Пакистан и, в некоторой степени, Ливан), увеличился в 2021 году и оставался на высоком уровне в первой половине 2022 года (вставка, рис. 1.1.2). Эти тенденции, которые в некоторых случаях также отражают значительные потоки средств из других регионов, являющихся крупными источниками денежных переводов (Европа), за счет поддержки роста потребления и экономической активности способствовали уменьшению давления на счета внешнеэкономических операций и смягчению кризиса стоимости жизни, затрагивающего многие домашние хозяйства в СФР, ССД и странах с низким доходом БВСА.

Вставка, рисунок 1.1.2. БВСА и Пакистан: денежные переводы. Основные источники и получатели, 2021 год

(Доля в совокупном притоке, в процентах)



Источники: МВФ, координированное обследование портфельных инвестиций.

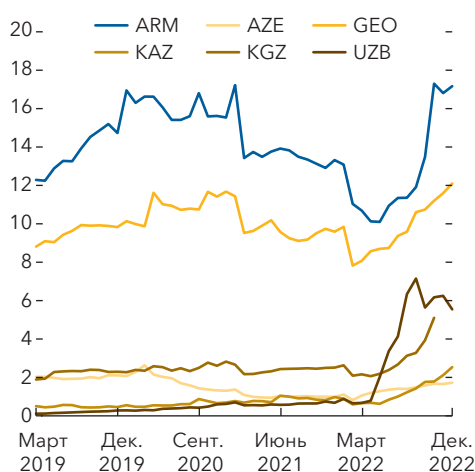
Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). ССЗ – Совет по сотрудничеству стран Залива; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка.

Вставка 1.2. Неожиданные вторичные эффекты войны в Украине в условиях повышенных рисков

В последние двадцать лет в России и странах Кавказа и Центральной Азии (КЦА) отмечался синхронизированный рост, что в основном было следствием прочных торговых и финансовых связей между ними. Тем не менее спад в России в 2022 году не привел к снижению экономического роста в странах КЦА. Напротив, большинство стран КЦА испытали существенный толчок роста вследствие неожиданных положительных внешних эффектов. Для оценки потенциальных рисков и принятия верных решений относительно будущих мер политики важно понимание природы и продолжительности действия этих вторичных эффектов.

Резко выросли притоки частных средств. Чистые переводы денег из России в Армению, Грузию и Азербайджан увеличились в 2022 году более чем в пять раз по сравнению с предыдущим годом, достигнув 17, 8 и 3 процентов ВВП, соответственно. В Таджикистане и Узбекистане также отмечалось удвоение величины чистых денежных переводов, их увеличение составило от 13 до 23 процентов ВВП. При этом чистые денежные переводы в Кыргызскую Республику, которая исторически зависела от денежных переводов работников-мигрантов из России, в 2022 году, наоборот, уменьшились примерно на 6 процентных пунктов ВВП. Масштабы этих притоков имеют критическое значение для макроэкономической ситуации в некоторых из этих стран, и неопределенность касательно их будущего размера и темпов изменений создает риск.

Вставка, рис. 1.2.1. КЦА: депозиты нерезидентов
(Доля в ВВП)



Источники: Интегрированная денежно-кредитная база данных МВФ и расчеты сотрудников МВФ. Примечание. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

Учитывая их величину, проведение частных переводов через банковскую систему также имеет следствия для финансовой стабильности, и требует тщательного мониторинга. Депозиты нерезидентов увеличились на 4–8 процентных пунктов ВВП в Армении, Грузии и Узбекистане, достигнув 6–18 процентов ВВП и примерно такой же величины относительно совокупных активов банковской системы (вставка, рис.1.2.1). До настоящего времени банки следуют осмотрительному подходу, увеличивая буферные резервы ликвидности и предохраняя себя от потенциального риска оттока средств вместо того, чтобы направлять эти средства в качестве посредников на внутреннее кредитование.

Приток мигрантов в связи с войной, повысил спрос, но при этом увеличил давление на цены на рынках аренды жилья и недвижимости. Численность мигрантов из России, прибывших в страны КЦА (в основном в Армению, Грузию, Казахстан и Узбекистан), находится в диапазоне от 50 000 до 150 000 человек, что составляет до 5 процентов населения принимающей страны. Это вызвало напряженность на рынках аренды недвижимости в Грузии и Казахстане, где арендная плата к концу 2022 года повысилась в реальном выражении более чем на 20 процентов относительно того же периода предыдущего года, создавая

давление в условиях уже высокой инфляции.

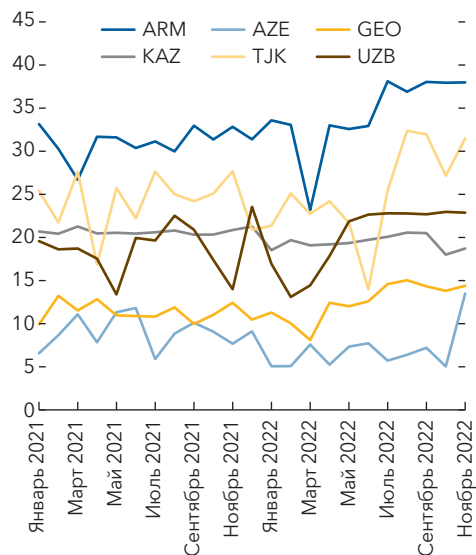
Подготовила Йета Менкуласи.

Вставка 1.2 (окончание)

Санкции против России и распад торговых путей создали сложные экономические стимулы и привели к установлению более тесных связей между Россией и некоторыми странами КЦА (Арменией, Грузией, Таджикистаном и Узбекистаном; вставка, рис. 1.2.2). Доля экспорта Кыргызской Республики в Россию удвоилась, повысившись с 14 процентов совокупного экспорта в 2021 году до 34 процентов в первые девять месяцев 2022 года. Санкции привели к дестабилизации традиционных торговых (железнодорожных) путей между Китаем и Европейским союзом, смещая торговые пути из России в соседние страны. Эти изменения потоков ведут к увеличению транзитной торговли (Армения, Грузия, Кыргызская Республика). Рост объемов торговли с Россией делает страны КЦА более подверженными влиянию потенциального ухудшения в ходе войны, более резкого спада в России и более строгих санкций.

Вставка, рис. 1.2.2. КЦА: торговля с Россией

(В процентах совокупной торговли, трехмесячное скользящее среднее)



Источник: IMF, база данных статистики географической структуры торговли.

Примечание. Доли торговли представляют величину совокупного экспорта и импорта в торговле с Россией в процентах от совокупного экспорта и импорта в торговле со всем миром. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

Вставка 1.3 Влияние глобальных финансовых потрясений на Ближний Восток и Центральную Азию

На странах Ближнего Востока и Центральной Азии (БВЦА) сказались потрясения на мировых финансовых рынках, а также повышение неопределенности относительно курса политики, хотя их прямые открытые позиции по отношению к банкам США и Европы являются ограниченными. Дальнейшие эпизоды потрясений усилят напряженность, особенно в странах с высоким бременем задолженности.

Распространение цепной реакции происходит по различным каналам. Прямые вторичные эффекты для банков БВЦА оказались небольшими в силу отсутствия прямых открытых позиций по отношению к Silicon Valley Bank (SVB) и лишь ограниченной открытой позиции в отношении Credit Suisse, но существует неопределенность относительно потенциальных потерь капитала ввиду крупной доли портфелей инструментов, хранимых до наступления срока погашения. Однако этот риск смягчается тем, что банки БВЦА в значительной мере (за редкими исключениями) опираются на депозиты клиентов и долгосрочное

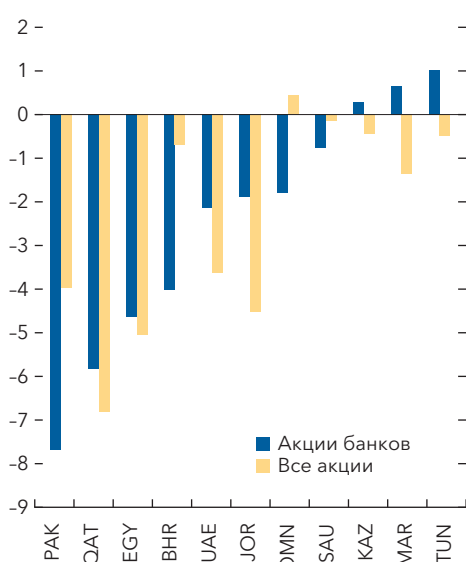
финансирование, в том числе крупные государственные депозиты (особенно в странах Совета по сотрудничеству стран Залива). На экономике стран БВЦА может косвенно сказаться более значительное замедление темпов мирового экономического роста вследствие более жестких условий кредитования в мире и его влияние на изменчивость цен на нефть.

До настоящего времени динамика финансовых рынков региона соответствует глобальным тенденциям, хотя страны с крупным бременем задолженности испытывают более сильное воздействие. Цены фондовых рынков снизились в большей части региона, и наибольшее их падение отмечалось в Египте, Иордании, Катаре, Омане и Пакистане. Акции банков пострадали в наибольшей степени в Египте, финансовых центрах Совета по сотрудничеству стран Залива и Пакистане (вставка, рис. 1.3.1). Спреды по облигациям существенно увеличились в Пакистане, Тунисе и в меньшей степени в Египте, а валюты в целом укрепились с ослаблением доллара США, в то время как валюты некоторых стран Центральной Азии (Казахстана, Кыргызской Республики) ослабли с динамикой российского рубля.

Дальнейшие потрясения могут стать испытанием для стран БВЦА. Дополнительные потрясения на мировых финансовых рынках создадут напряженность для частного и государственного финансирования, особенно в странах с высоким бременем задолженности. Поворот в потоках

капитала наряду с отсутствием доступа к внешним рынкам увеличит зависимость государственного сектора от внутреннего банковского финансирования, еще более усиливая взаимосвязи между банками и государством. По мере дальнейшего ужесточения финансовых условий банковские системы могут столкнуться с рисками ликвидности, вынуждая банки продавать активы, что может вызвать ущерб для

Вставка, рис. 1.3.1. Фондовые рынки
(Индексные пункты; изменение в процентах с момента краха SVB)



Источник: Bloomberg Finance LP и расчеты сотрудников МВФ.

Примечание. Данные приведены на 15 марта 2023 года. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). SVB – Silicon Valley Bank.

Вставка 1.3 (окончание)

банковского капитала и в некоторых случаях привести к недостаточному уровню капитализации. При этом уменьшится кредитование предприятий и домашних хозяйств, и это снизит качество активов, затормозит рост и создаст дополнительную нагрузку на банковский капитал. В странах с высокой долларизацией, таких как страны Кавказа и Центральной Азии, отток капитала и ослабление национальной валюты могут вести к повышению кредитного риска и напряженности в балансах. И наконец, продолжительный период волатильности цен на нефть может негативно сказаться на сальдо внешнеэкономических операций и бюджета стран – экспортеров нефти и ухудшить ситуацию на финансовых рынках, а продолжительная глобальная неопределенность в экономической политике может негативно сказываться на настроениях потребителей и инвесторов и в итоге подавлять экономическую активность.

2. Денежно-кредитная политика: какова ситуация в странах Ближнего Востока и Центральной Азии?¹

Между мерами денежно-кредитной политики, принятыми странами Ближнего Востока и Центральной Азии (БВЦА) в ответ на рост инфляции в 2021–2022 годах, существуют значительные различия. Во многих странах, использующих директивную ставку, в настоящее время применяется обоснованно жесткий или нейтральный курс, но в других требуется его дальнейшее ужесточение. Меры, принятые в ответ на последний шок инфляции, были схожими с предыдущими эпизодами инфляции, а в некоторых случаях даже более жесткими. Однако в ряде стран успешному проведению денежно-кредитной политики по-прежнему препятствуют отсутствие координации с налогово-бюджетной политикой или бюджетное доминирование. Передача денежно-кредитной политики в странах с режимами плавающего или регулируемого валютного курса выше, чем в странах с валютной привязкой; в основном передача происходит за счет канала валютного курса, а кредитный канал работает относительно слабо. Даже те страны, которые уже отреагировали должным образом, выиграют от укрепления основ денежно-кредитной политики и стимулирования финансового развития. Активация дополнительных каналов передачи воздействия повысит способность центральных банков бороться с инфляцией и снизит их экономические издержки. Кроме того, большей эффективности денежно-кредитной политики могут способствовать повышение гибкости валютного курса и использование макропруденциальной политики. В странах, где важную роль в финансовом посредничестве играют государственные банки, для усиления передачи воздействия директивным органам также следует сократить свою квазимонетарную и квазифискальную деятельность.

2.1. Введение

Одной из главных задач экономической политики стран БВЦА остается восстановление стабильности цен. За последние два года инфляция резко возросла, что объясняется сочетанием факторов спроса и предложения, включая рост цен на продовольствие и сбои в глобальных цепочках поставок (апрельский выпуск издания «Перспективы развития региональной экономики: Ближний Восток и Центральная Азия» 2022 года). Возможно, в ряде стран пик инфляции уже пройден (см. главу 1), но цены на продовольствие и энергоносители остаются высокими по сравнению с уровнем до пандемии, инфляция превышает целевые уровни в большинстве стран, где они установлены, а базовая инфляция остается устойчиво повышенной.

В настоящей главе рассматривается вопрос о том, какие действия центральные банки должны предпринять для восстановления или поддержания стабильности цен. В ответ на рост инфляции центральные банки приняли серию мер денежно-кредитной политики, включая повышение директивных процентных ставок. Было ли этого ужесточения достаточно для сдерживания инфляции, зависит от разных факторов, в том числе от того, насколько повышение номинальных ставок отразилось на росте реальных ставок, от уровня естественной процентной ставки, запаздывания в передаче воздействия денежно-кредитной политики и эффективности этой передачи. Кроме того, подходящий курс денежно-кредитной политики определяется не только директивными процентными ставками, но и другими факторами (например, финансовыми условиями в более широком смысле, в том числе долгосрочными процентными ставками и чистым притоком капитала). Для анализа курса денежно-кредитной политики и оценки его воздействия на инфляцию, эффективности основных каналов

¹ Материал подготовили Уилл Абель, Мохамед Белкхир, Виждан Боранова, Родриго Гарсиа-Верду (руководитель), Филиппо Гори, Башар Хлайхель, Томас Кроен, Трой Матесон (руководитель) и Кристин Ричмонд. Неоценимую помощь в проведении исследований оказала Ажин Абдулкарим.

передачи воздействия, а также временных лагов передачи воздействия денежно-кредитной политики используется несколько стандартных методов².

2.2. Инструменты денежно-кредитной политики и принятые в последнее время меры

Основными инструментами денежно-кредитной политики в регионе являются директивные процентные ставки и нормы обязательных резервов³. Две трети центральных банков стран БВЦА используют директивную ставку, чтобы сигнализировать о своем курсе денежно-кредитной политики, в то время как почти три четверти центральных банков используют в качестве инструмента денежно-кредитной политики нормы обязательных резервов по обязательствам в национальной валюте, и чуть более половины – по обязательствам в иностранной валюте. Однако наборы инструментов и методы их использования различаются между странами (рис. 2.1). За последние два года большинство центральных банков повысили директивные ставки, но в разной степени (рис. 2.2).

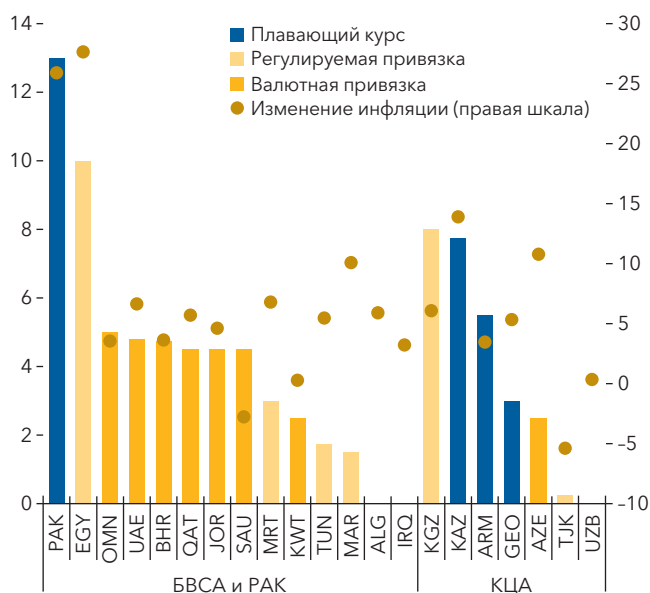
Рисунок 2.1. Инструменты центральных банков стран БВЦА



Источник: обследование подразделений МВФ по странам.
Примечание. Названия стран, указанные черным шрифтом, относятся к региону Ближнего Востока, Северной Африки и Пакистана; названия стран, указанные белым шрифтом, относятся к региону Кавказа и Центральной Азии. После января 2021 года страны, помеченные символом *, повысили норму обязательных резервов в национальной валюте, а страны, помеченные символом ▲, повысили норму резервов в иностранной валюте. Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). БВЦА – Ближний Восток и Центральная Азия.

Рисунок 2.2. БВЦА: изменение директивных процентных ставок и инфляция

(В процентах, с января 2021 г. до времени выхода последних данных)



Источники: Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Данные о директивных ставках приводятся на 31 марта 2023 года. Данные об инфляции приводятся на февраль 2023 года, кроме данных Бахрейна (январь 2023 года), Таджикистана и Объединенных Арабских Эмиратов (декабрь 2022 года). Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). БВЦА и ПАК – Ближний Восток, Северная Африка и Пакистан; БВЦА – Ближний Восток и Центральная Азия; КЦА – Кавказ и Центральная Азия.

² Виду ограниченности данных в этой главе не рассматриваются некоторые важные аспекты денежно-кредитной политики, в том числе канал передачи воздействия денежно-кредитной политики на основе инфляционных ожиданий. Кроме того, в анализе не учитываются изменения номинальной и реальной заработной платы и показатели неиспользуемых трудовых ресурсов, которые являются важными детерминантами инфляции.

³ Более полное описание основ денежно-кредитной политики стран Кавказа и Центральной Азии, в том числе правовых основ и системы подотчетности центральных банков в регионе, см. в работе Poghosyan et al. (готовится к публикации).

Хотя большинство центральных банков сохранили нормы обязательных резервов без изменений относительно их средних уровней первой половины 2021 года, в 2021-2022 годах семь из них повысили резервные требования по обязательствам в национальной валюте, а четыре – по обязательствам в иностранной валюте. Тем не менее в большинстве случаев эти изменения отражали сворачивание мер, принятых в связи с COVID-19⁴.

Помимо повышения директивных ставок и норм обязательных резервов, за последние два года большинство центральных банков региона также приняли меры для изъятия из обращения избыточной ликвидности, в том числе путем выпуска собственных ценных бумаг, продажи государственных ценных бумаг, участия в соглашениях об обратном РЕПО и интервенций на валютных рынках, связанных с продажей иностранной валюты (онлайн-приложение 1). Однако макропруденциальные инструменты использовались в ограниченных масштабах (примерно половина действий центральных банков была связана с отменой мер, принятых в связи с пандемией). Что касается информирования общественности, то после принятия решений по денежно-кредитной политике почти две трети центральных банков публикуют коммюнике, и лишь некоторые из них сообщают о предполагаемом направлении политики. Эффективности денежно-кредитной политики препятствуют отсутствие координации между денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой и бюджетное доминирование⁵. Эти факторы присутствуют примерно в половине стран БВЦА и приводят к принятию непоследовательных наборов мер, которые могут препятствовать усилиям центральных банков по установлению контроля над инфляцией. Кроме того, за последние два года бюджетное доминирование в ряде стран усилилось, что объясняется пандемией, войной России в Украине и ужесточением условий внешнего финансирования (рис. 2.3; онлайн-приложение 1).

Рисунок 2.3. Чистые требования центральных банков к центральному правительству и требования к государственным нефинансовым корпорациям
(В процентах, среднее за 2020–2021 гг.)



Источники: база данных МВФ «Международная финансовая статистика»; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Классификация стран, в которых наблюдалось или отсутствовало бюджетное доминирование, основана на анализе страновых групп МВФ. Подробнее см. в онлайн-приложении 1. ГНФК – государственные нефинансовые корпорации; ЦБ – центральный банк; ЦП – центральное правительство.

2.3. Оценка курса денежно-кредитной политики

Настоящий раздел посвящен вопросам о том, является ли текущий курс денежно-кредитной политики в странах БВЦА жестким или мягким по сравнению с двумя целевыми ориентирами и привели ли меры денежно-кредитной политики (в том числе повышение директивных процентных ставок) и внешние условия к ужесточению внутренних финансовых условий. Сначала оценки естественных ставок для стран БВЦА сопоставляются с действующими директивными ставками с помощью двух разных методов. Затем текущий курс денежно-кредитной политики сравнивается с курсом, основанном на гибком правиле денежно-кредитной политики,

⁴ Решение Египта о повышении нормы обязательных резервов с 14 процентов до 18 процентов в сентябре 2022 года преследовало цели денежно-кредитной политики.

⁵ Бюджетное доминирование определяется как подчинение денежно-кредитной политики и ее основной цели по поддержанию стабильности цен соображениям налогово-бюджетной политики, как правило, для содействия финансированию бюджетного дефицита. Измерение бюджетного доминирования может представлять трудности в зависимости от принимаемой им формы. Подробнее о некоторых формах, которые оно может принимать, см. в онлайн-приложении 1.

применимом к разным режимам денежно-кредитной и курсовой политики. Наконец, в разделе приводятся результаты оценки индекса финансовых условий (ИФУ) для стран БВЦА.

Текущий курс денежно-кредитной политики

Центральные банки стран региона ужесточили денежно-кредитную политику с помощью ряда разных инструментов, наиболее важным из которых является повышение директивных процентных ставок. Но находятся ли эти ставки выше или ниже уровней, соответствующих стабильным темпам экономического роста и инфляции, то есть их «естественных» уровней? Или же для стабилизации инфляции требуется дальнейшее повышение ставок?

Естественные ставки полезны для анализа курса денежно-кредитной политики, но их оценки сопряжены со значительной неопределенностью⁶. Естественная ставка представляет собой процентную ставку, которая не стимулирует и не сдерживает рост экономики и соответствует потенциальному объему производства и стабильной инфляции. Однако, как известно, естественные ставки трудно поддаются измерению в реальном времени, поскольку они не поддаются наблюдению, различаются между странами и подвержены краткосрочной волатильности. В этой главе определены два вида естественных ставок: краткосрочная ставка и долгосрочная ставка.

Рисунок 2.4. Номинальные директивные процентные ставки

(В процентах)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Диапазоны вокруг оценок естественных директивных ставок отражают доверительные интервалы в одно стандартное отклонение, основанные на оценочной модели и ошибках прогнозирования инфляции на год вперед, рассчитанных на основе баз данных издания «Перспективы развития мировой экономики». Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). Дата отсечения данных об изменении директивных ставок – 31 марта 2023 года. TVP VAR – векторная авторегрессия на основе изменяющегося во времени параметра.

Краткосрочная ставка, или естественная директивная ставка, определяется как реальная естественная ставка плюс инфляционные ожидания на год вперед, полученные из баз данных издания «Перспективы развития мировой экономики»; она показывает, какими должны быть номинальные ставки для стабилизации инфляции в краткосрочной перспективе⁷. Долгосрочная ставка, или конечная ставка, определяется как реальная естественная ставка плюс инфляционные ожидания на пять лет вперед, полученные из баз данных издания «Перспективы развития мировой экономики»; это оценка того, к какому уровню в итоге приблизятся номинальные ставки, когда инфляция достигнет долгосрочного желаемого уровня. Естественные ставки определяются двумя методами: посредством небольшой полуструктурной модели открытой экономики, в которой одновременно оцениваются естественные ставки, потенциальный объем производства и равновесный валютный курс, и с помощью векторной авторегрессии с изменяющимися во времени параметрами⁸.

Точечные оценки естественных директивных ставок показывают, что в начале 2023 года курс денежно-кредитной политики во многих странах был в достаточной степени жестким или нейтральным. Однако в некоторых странах (Египет, Пакистан, Тунис; рис. 2.4)

⁶ Неопределенность, связанная с оценками естественных ставок, влияет на проведение денежно-кредитной политики. Подробнее см. в онлайн-приложении 2.

⁷ Другими словами, это директивная ставка, которая требуется, чтобы предотвратить изменения реальных процентных ставок. Денежно-кредитная политика является ограничительной или жесткой, если директивная ставка находится на уровне выше естественной директивной ставки, и экспансивной или мягкой, если директивная ставка ниже естественной директивной ставки.

⁸ Подробную информацию о модели и результатах анализа см. в онлайн-приложении 2.

денежно-кредитная политика остается мягкой (директивная процентная ставка ниже естественных директивных ставок), и для стабилизации инфляции может потребоваться ее дальнейшее ужесточение⁹. Когда краткосрочное инфляционное давление удастся взять под контроль, директивные процентные ставки, которые в настоящее время значительно превышают оценки конечных ставок, со временем сблизятся с конечными ставками, на более низких уровнях.

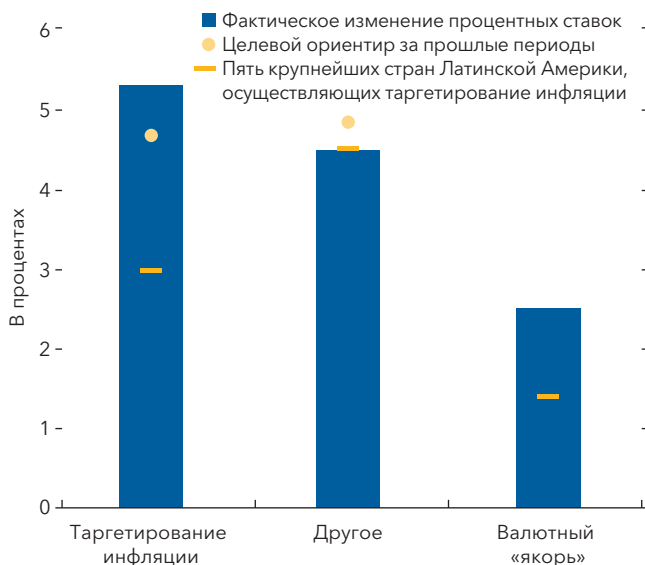
Как недавнее ужесточение денежно-кредитной политики соотносится с ситуацией в сопоставимых странах и мерами, принимавшимися в прошлые периоды?

Задачей анализа в предыдущем разделе было определить, находятся ли текущие директивные процентные ставки выше своего естественного уровня и, следовательно, носят ли они дезинфляционный характер. В данном разделе анализируются меры, принятые центральными банками в ответ на ценовое давление, с тем чтобы охарактеризовать ужесточение денежно-кредитной политики с учетом сопутствующей и ожидаемой динамики цен.

Для этого ответные меры политики, принятые центральными банками стран БВЦА, сравниваются с целевыми ориентирами на основе сопоставления с прошлыми периодами и межстранового анализа. Были определены простые правила в отношении реакции процентных ставок; для этого использовались два целевых ориентира ответных мер денежно-кредитной политики, а именно, ответные меры денежно-кредитной политики стран БВЦА за последние два десятилетия, которые были оценены с помощью правила денежно-кредитной политики, и соответствующие ответные меры подмножества центральных банков стран с формирующимся рынком, которые рано и относительно успешно ввели режимы таргетирования инфляции (целевой ориентир для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран (СФРПС)) – см. онлайн-приложение 3.

Анализ показал положительные остатки с 2021 года для стран с режимом таргетирования инфляции и традиционной привязкой валютного курса в сравнении со сценарием на основе правила денежно-кредитной политики¹⁰, что свидетельствует о том, что эти страны повысили директивные процентные ставки в большей степени, чем во время прошлых потрясений сопоставимого масштаба (рис. 2.5). В странах с режимом денежно-кредитной политики, основанном на таргетировании инфляции

Рисунок 2.5. Различия между фактическим изменением директивных процентных ставок и изменением ставок на основе правила
(I кв. 2021 г. – IV кв. 2022 г.)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Столбцами показаны фактические изменения процентных ставок за период с I квартала 2021 года по IV квартал 2022 года. Остальные метки отражают прогнозируемые изменения на основе двух контрольных функций реакции денежно-кредитной политики, оцененных для 1) отдельных стран (горизонтальные линии) и 2) пяти крупнейших стран Латинской Америки, проводящих денежно-кредитную политику, основанную на таргетировании инфляции (Бразилия, Колумбия, Мексика, Перу, Чили). Мы называем их целевым ориентиром для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. В анализ включены следующие страны: Египет и Тунис (другое); Армения, Грузия и Казахстан (таргетирование инфляции); Бахрейн, Иордания, Катар, Кувейт, Марокко, Оман и Саудовская Аравия (валютный «якорь»).

⁹ Оценку воздействия роста директивных ставок на инфляцию см. в разделе «Механизм передачи воздействия денежно-кредитной политики в БВЦА».

¹⁰ Для стран с традиционным режимом привязки валютного курса изменения процентных ставок отражают условие непокрытого процентного паритета (подробнее см. в онлайн-приложении 3).

(все в регионе Кавказа и Средней Азии), повышение директивных процентных ставок также соответствовало целевому ориентиру для СФРПС. Это указывает на то, что меры денежно-кредитной политики, принятые ими в ответ на недавний всплеск инфляции, отражали твердое намерение бороться с инфляционным давлением; это также свидетельствует об улучшении их основ денежно-кредитной политики по сравнению с прошлыми периодами. В свою очередь страны с другими режимами денежно-кредитной политики (Египет, Тунис) повысили процентные ставки в типичной для них степени по сравнению с прошлыми периодами, но в меньшей степени по сравнению с целевым ориентиром для СФРПС; это свидетельствует о том, что они менее активно реагируют на изменения инфляции по сравнению с другими сопоставимыми странами, что, вероятно, объясняется крайне важным значением компромисса между повышением процентных ставок и устойчивостью долговой ситуации в этих странах.

Как изменились финансовые условия?

В предыдущих подразделах отмечалось, что текущий курс денежно-кредитной политики, измеряемый директивными процентными ставками, во многих странах БВЦА является жестким или нейтральным, а в других – мягким, и что повышение директивных процентных ставок с 2021 года примерно соответствует страновым и международным целевым ориентирам. В этом разделе в дополнение к анализу приводится описание изменений внутренних финансовых условий, произошедших в то время, когда повышение директивных процентных ставок и другие меры ужесточения политики, включая повышение норм обязательных резервов, совпали с периодом крупного притока капитала (например, в странах Кавказа и Центральной Азии) или роста цен на активы (например, в странах, входящих в Совет сотрудничества арабских государств Залива). Этот анализ важен для того, чтобы определить, в какой степени ужесточение денежно-кредитной политики отразилось на финансовых условиях, которые оказывают воздействие на спрос и, в конечном счете, на цены¹¹. В связи с этим для 14 стран БВЦА был рассчитан ежемесячный номинальный ИФУ с использованием показателей, которые обеспечивают комплексную оценку финансовых условий на денежных, долговых и фондовых рынках, а также с учетом условий, связанных с внешними факторами (см. онлайн-приложение 4).

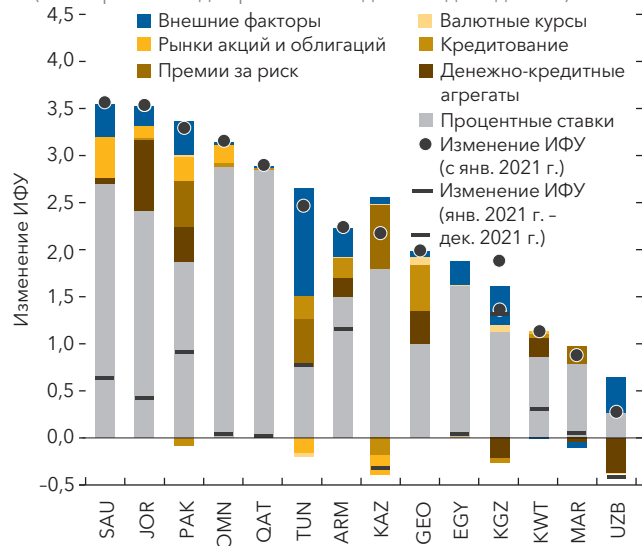
За последние месяцы финансовые условия в некоторых странах с развитой экономикой несколько смягчились, однако в регионе БВЦА они остаются жесткими по сравнению с показателями двухлетней давности. При этом в последние недели произошло ужесточение финансовых условий в результате стресс-эпизодов, связанных с трудностями банков в ряде стран с развитой экономикой. Результаты анализа показали, что между ИФУ и директивными процентными ставками существует положительная связь и что с конца 2021 года в странах БВЦА наблюдается ужесточение финансовых условий, которое обусловлено главным образом общим ростом процентных ставок и изменениями глобальных факторов, однако между странами отмечаются значительные различия (рис. 2.6, панель 1).

Связь между повышением директивных процентных ставок и ужесточением финансовых условий является положительной, но неодинаковой для разных стран региона (рис. 2.6, панель 2). Значительные различия в воздействии изменений процентных ставок на финансовые условия отчасти объясняются использованием центральными банками стран БВЦА разных инструментов для сдерживания наблюдаемого в последнее время инфляционного давления. Однако эти различия также согласуются с относительно высокой неоднородностью каналов передачи воздействия денежно-кредитной политики, включая различия в величине и времени передачи воздействия процентных ставок.

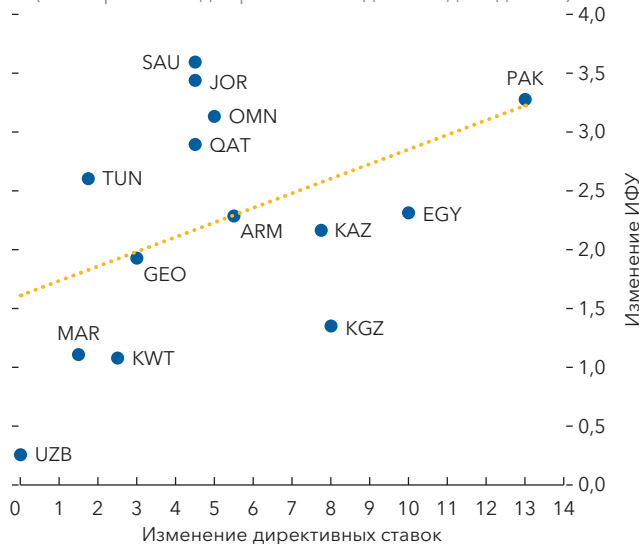
¹¹ Воздействие финансовых условий на инфляцию определяется различными факторами, включая структуру рынка и систему ценообразования (в том числе наличием регулируемых цен или субсидирования цен). Общее влияние процентных ставок на цены рассматривается в следующем разделе, посвященном каналам воздействия денежно-кредитной политики.

Рисунок 2.6. БВЦА: индексы финансовых условий**1. Изменение ИФУ и вклад компонентов**

(С января 2021 г. до времени выхода последних данных)

**2. Изменение ИФУ и изменение директивных ставок**

(С января 2021 г. до времени выхода последних данных)



Источники: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; база данных МВФ «Международная финансовая статистика»; официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Данные о директивных ставках приводятся на 31 марта 2023 года. Последние данные ИФУ приводятся по состоянию на декабрь 2022 года, кроме данных для Египта и Марокко (январь 2023 года), Туниса и Узбекистана (февраль 2023 года) и Кыргызской Республики (октябрь 2022 года). Сокращенные наименования стран приведены в соответствии с кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО). БВЦА – Ближний Восток и Центральная Азия; ИФУ – индексы финансовых условий.

2.4. Механизм передачи воздействия денежно-кредитной политики в БВЦА

Как ужесточение денежно-кредитной политики снижает инфляцию?

Ужесточение денежно-кредитной политики приводит к снижению инфляции и объема производства, однако в разной степени в зависимости от режима валютного курса¹². На рис. 2.7 представлены оценки пика воздействия ужесточения денежно-кредитной политики на инфляцию и реальный ВВП, при этом страны сгруппированы по режимам валютного курса. Наибольшее оценочное воздействие отмечается в странах с плавающим валютным курсом и регулируемой привязкой, в то время как в странах с традиционной привязкой воздействие ответных мер слабее; это указывает на то, что для стран, включенных в выборку, основным каналом передачи воздействия денежно-кредитной политики может быть канал валютного курса¹³. В разных странах пик воздействия на квартальную инфляцию наступает с запозданием на 1–3 квартала после денежно-кредитного шока, при этом инфляция в конечном итоге достигает половины пикового воздействия примерно через 4–11 кварталов после шока (для инфляции относительно того же периода предыдущего года эти временные лаги составляют примерно от четырех до шести кварталов и от шести до 13 кварталов соответственно).

Эффективен ли канал валютного курса?

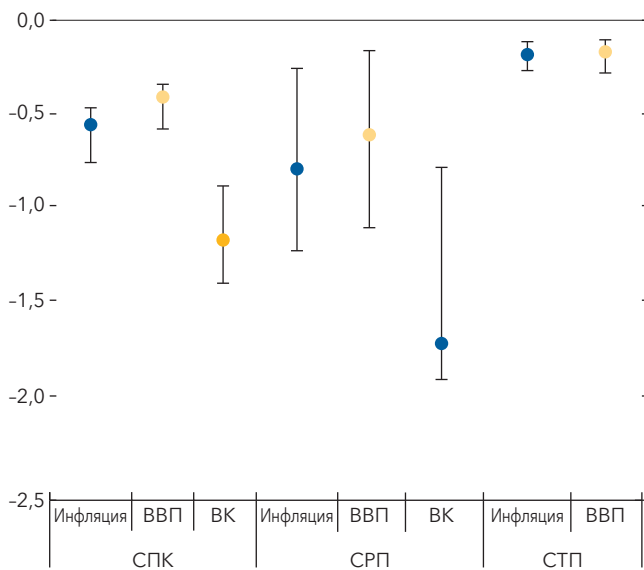
Неожиданное увеличение процентных ставок должно привлекать в страну капитал, вызывая укрепление национальной валюты. Это укрепление впоследствии повлечет за собой рост стоимости экспорта (оцениваемой в национальной валюте) и снижение стоимости импорта, что приведет к снижению объема производства

¹² Оценки в этом разделе основаны на модели, описанной в онлайн-приложении 2. Результаты на основе структурных векторных авторегрессий см. в онлайн-приложении 7.

¹³ Относительно низкое воздействие процентных ставок на инфляцию в странах с валютной привязкой также может быть обусловлено широким применением в этих странах субсидирования цен в рассматриваемый период выборки. Анализ изменений в субсидировании цен в регионе Ближнего Востока и Северной Африки см. в октябрьском выпуске издания «Перспективы развития региональной экономики: Ближний Восток и Центральная Азия» 2022 года.

Рисунок 2.7. Пик воздействия шока ограничительной денежно-кредитной политики в размере 100 б. п. на инфляцию, реальный ВВП и валютный курс в странах БВЦА

(В процентных пунктах)

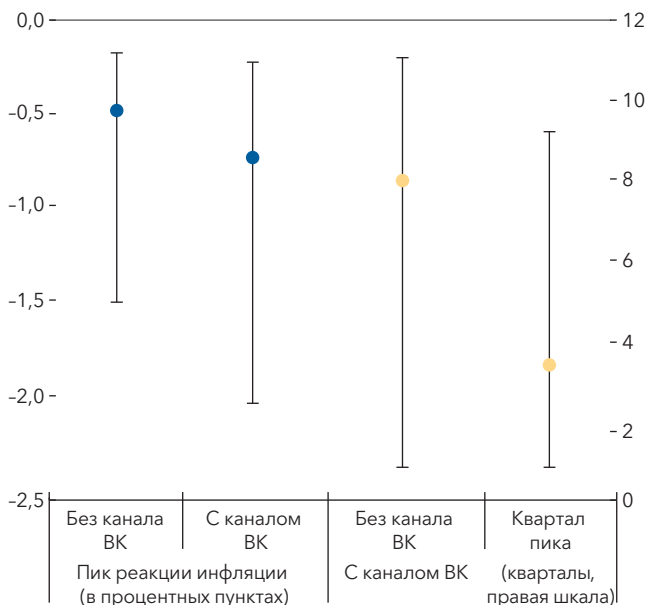


Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Кругами показаны медианные пиковые значения, а планки погрешностей отражают диапазоны для разных стран. Показатели инфляции отражают уровни на квартальной основе в годовом исчислении, выраженные в процентах. Данные о реальном ВВП и валютных курсах выражены в процентах. Обратите внимание, что для СТП ужесточение денежно-кредитной политики означает увеличение внешних процентных ставок на 100 базисных пунктов с эквивалентным увеличением внутренних ставок. БВЦА – Ближний Восток и Центральная Азия; б. п. – базисные пункты; VK – валютный курс; СПК – страны с плавающим курсом; СТП – страны с традиционной привязкой; СРП – страны с регулируемой привязкой.

Рисунок 2.8. Пик воздействия шока ограничительной денежно-кредитной политики в размере 100 б. п. на инфляцию в странах БВЦА

(В процентных пунктах)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. На рисунке показан пик воздействия шока ограничительной денежно-кредитной политикой в размере 100 базисных пунктов на квартальную инфляцию в странах со статистически значимым изменением инфляции, рассчитанный с использованием метода локальных прогнозов, описанного в работе Jordà. Кругами показаны медианные пики, а планки погрешностей отражают диапазоны для разных стран. «Без канала VK» означает реакцию инфляции на импульс без учета канала валютного курса. «С каналом VK» измеряет изменение инфляции при увеличении номинального эффективного валютного курса на одно стандартное отклонение при одновременном ужесточении денежно-кредитной политики. БВЦА – Ближний Восток и Центральная Азия; б. п. – базисные пункты; VK – валютный курс.

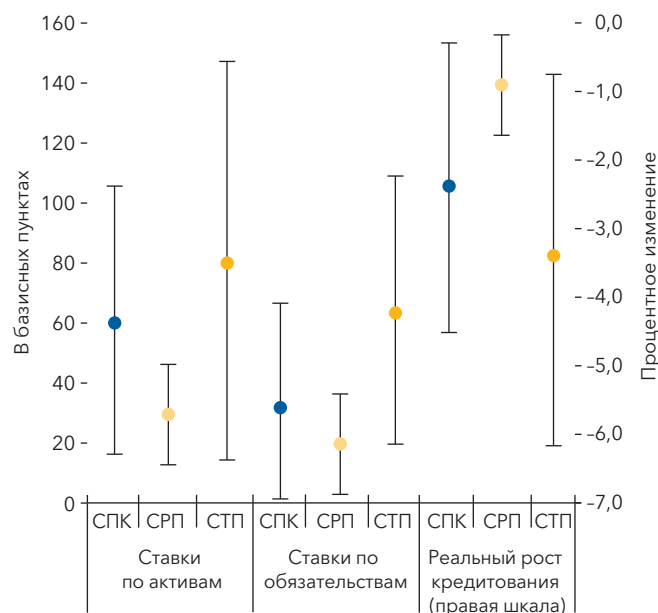
и инфляции. После неожиданного ужесточения денежно-кредитной политики во всех странах, включенных в выборку, отмечалось значительное повышение номинального валютного курса; при этом такое повышение происходило в том же квартале, что и ужесточение (рис. 2.7). Для стран с плавающим или регулируемым валютным курсом анализ показал, что шок денежно-кредитной политики в размере 100 базисных пунктов приводит к повышению номинального валютного курса почти на 2 процента в годовом выражении. Дополнительный анализ подтверждает, что валютный курс является основным каналом усиления воздействия денежно-кредитной политики на инфляцию в регионе. Согласно оценкам структурной векторной авторегрессии, на канал валютного курса в среднем приходится 40 процентов пикового воздействия шоков денежно-кредитной политики на инфляцию (см. онлайн-приложение 7). Аналогичным образом, оценки по методу локальных прогнозов, описанному в работе Jordà (2005), указывают на то, что инфляция в странах с режимами плавающего или регулируемого валютного курса, как правило, снижается в большей степени, если после шока ограничительной денежно-кредитной политики также происходит повышение валютного курса (рис. 2.8). Временные лаги передачи воздействия, как правило, также короче при наличии усиливающего эффекта валютного курса.

Эффективен ли канал банковского кредитования?

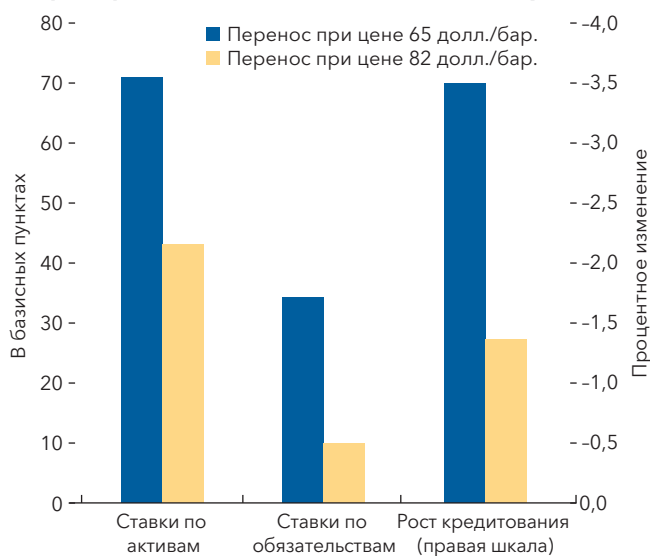
С помощью методов локального прогнозирования на основе квартальных данных на уровне банков для группы стран региона была проведена оценка переноса ужесточения денежно-кредитной политики на ставки

Рисунок 2.9. Воздействие ужесточения денежно-кредитной политики на эффективные процентные ставки и рост кредитования

1. Максимальная реакция на импульс воздействия шока ограничительной денежно-кредитной политики в размере 100 б. п.



2. Страны с привязкой валютного курса – экспортеры нефти: изменение процентных ставок и роста кредитования в ответ на шок ограничительной денежно-кредитной политики в размере 100 б. п., в зависимости от цены на нефть



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. На панели 1 показан пик воздействия на основе оценок локальных прогнозов для групп стран, классифицированных по валютным режимам. На панели 2 показана зависимость пика воздействия в странах с привязкой валютного курса от уровня цен на нефть. Согласно базе данных издания «Перспективы развития мировой экономики», текущий среднесрочный прогноз цены на нефть установлен на уровне 65 долларов США; в течение недели, на которую пришлось 18 января 2023 года, преобладающая цена на нефть была равна 82 долларам США. бар. – баррели; б. п. – базисные пункты; ВК – валютный курс; СПК – страны с плавающим курсом; СТП – страны с традиционной привязкой; СРП – страны с регулируемой привязкой.

по банковским кредитам и депозитам и предоставление кредитов. Для стран с традиционной привязкой учитывается передача воздействия денежно-кредитной политики США; для стран с регулируемой привязкой и стран с плавающим валютным курсом оценивается воздействие повышения директивной процентной ставки.

В странах с фиксированным валютным курсом ужесточение денежно-кредитной политики США на 100 базисных пунктов в точке пика приводит к росту ставок по активам (представительная переменная для эффективных ставок по кредитам) на 81 базисный пункт, росту ставок по обязательствам (представительная переменная для эффективных ставок по депозитам) на 66 базисных пунктов и снижению реального роста кредитования на 3,2 процента (рис. 2.9, панель 1)¹⁴. Тем не менее, перенос роста директивных ставок США на ставки по активам и обязательствам банков стран происходит со значительным запозданием. В течение года после ужесточения денежно-кредитной политики на 100 базисных пунктов ставки по активам и обязательствам увеличиваются в среднем примерно на 30 базисных пунктов. Пик воздействия достигается через 8-10 кварталов (см. онлайн-приложение 6)¹⁵.

В этом контексте важным фактором передачи воздействия денежно-кредитной политики в странах – экспортерах нефти является уровень цен на нефть. Когда ликвидности достаточно благодаря высоким доходам от нефти, передача воздействия денежно-кредитной политики США на внутренние финансовые условия ослабевает.

¹⁴ В выборку стран с валютной привязкой входят Азербайджан, Бахрейн, Иордания, Катар, Кувейт, Объединенные Арабские Эмираты, Оман и Саудовская Аравия.

¹⁵ Такие длительные временные лаги отражают использование эффективных ставок по активам и обязательствам вместо предельных процентных ставок.

В количественном отношении передача воздействия роста процентной ставки в США на 100 базисных пунктов на внутренние ставки по активам и обязательствам при цене на нефть 65 долларов за баррель (соответствующей среднесрочным прогнозам) более чем на 20 базисных пунктов выше по сравнению с ценой 82 доллара за баррель (преобладавшей в течение недели, на которую пришлось 18 января 2023 года; рис. 2.9, панель 2). Более высокие цены на нефть также снижают передачу воздействия на реальный рост кредитования. Поскольку ожидается, что в течение следующих пяти лет цены на нефть вернутся к уровням 2019 года, вторичные эффекты денежно-кредитной политики США, вероятно, усилятся, в результате чего возрастет потребность в макропроденциальных резервах.

Передача воздействия денежно-кредитной политики на ставки по банковским активам и обязательствам в среднем слабее в странах с режимом регулируемой привязки или плавающего валютного курса¹⁶, что отчасти объясняется более низким уровнем их финансового развития по сравнению со странами БВЦА с валютной привязкой и странами с формирующимся рынком в целом, в основном ввиду высокого уровня развития стран, входящих в Совет сотрудничества арабских государств Залива. При повышении директивной процентной ставки на 100 базисных пунктов пик воздействия ставок по активам и обязательствам в странах с плавающим курсом составляет 60 и 34 базисных пункта (в странах с регулируемой привязкой – 28 и 22 базисных пункта) соответственно; изменение роста кредитования экономически невелико и статистически незначительно для всех стран, кроме Пакистана. В регионе наблюдается значительная неоднородность, при этом в странах с меньшим присутствием государственных банков передача воздействия выше (см. онлайн-приложение 6). Эти результаты указывают на то, что в целом в странах региона с плавающим валютным курсом и регулируемой привязкой банковский сектор, возможно, играет лишь ограниченную роль в переносе денежно-кредитной политики на реальную экономику, особенно в странах, где доминирующую роль играют государственные банки.

Подводя итог: куда двигаться дальше?

С 2021 года уровень инфляции был относительно высоким, однако инфляция могла бы быть значительно выше, если бы центральные банки не повысили директивные процентные ставки. Анализ показал, что повышение процентных ставок с 2020 года привело к снижению инфляции во всех рассматриваемых странах, при этом более значительное снижение инфляции наблюдалось в странах с большей гибкостью валютного курса (Армения, Грузия, Казахстан, Пакистан; рис. 2.10, панель 1). Тем не менее, в Египте, Пакистане и Тунисе инфляция продолжает расти, и сравнение текущих директивных процентных ставок с оценками естественных директивных ставок показывает, что для стабилизации инфляции необходимо дальнейшее повышение процентных ставок (см. подраздел под названием «Текущий курс денежно-кредитной политики»).

Можно ожидать, что высокий уровень директивных процентных ставок относительно конечных ставок на конец 2022 года будет продолжать оказывать понижающее давление на инфляцию в течение 2023 года (рис. 2.10, панель 2). Степень необходимой корректировки директивных ставок в краткосрочной перспективе будет определяться динамикой инфляции и инфляционных ожиданий с учетом влияния прошлых изменений в экономической политике и внутренних и глобальных экономических условий.

2.5. Рекомендации в области экономической политики

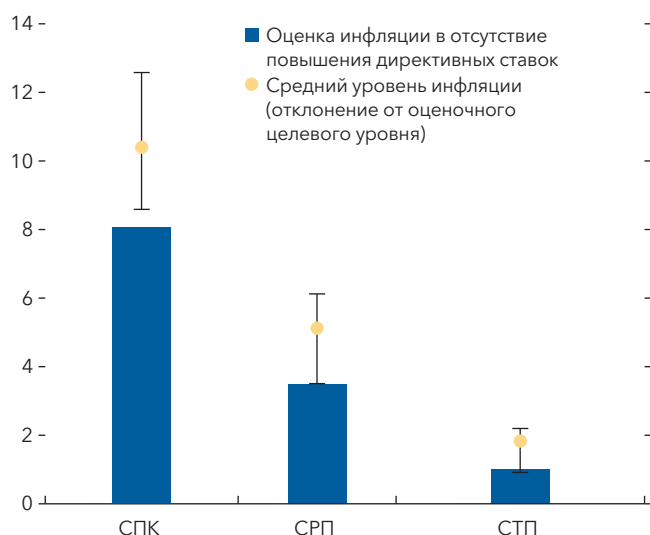
Как представляется, пик общей инфляции был пройден в 2022 году, но базовая инфляция остается стабильно высокой во многих странах. Хотя принятые с 2020 года меры денежно-кредитной политики в целом были правильными и помогли сдержать инфляцию в большинстве стран, использующих директивную ставку, другим странам по-прежнему необходимо дальнейшее ужесточение, и, в то время как директивные органы в условиях

¹⁶ В выборку стран с регулируемой привязкой, основанную на данных издания «Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях» 2021 года, входят Египет, Марокко и Тунис. С тех пор Египет де-юре перешел к режиму плавающего валютного курса. В выборку стран с плавающим курсом включены Армения, Грузия, Казахстан и Пакистан.

Рисунок 2.10. Оценка воздействия роста директивных ставок

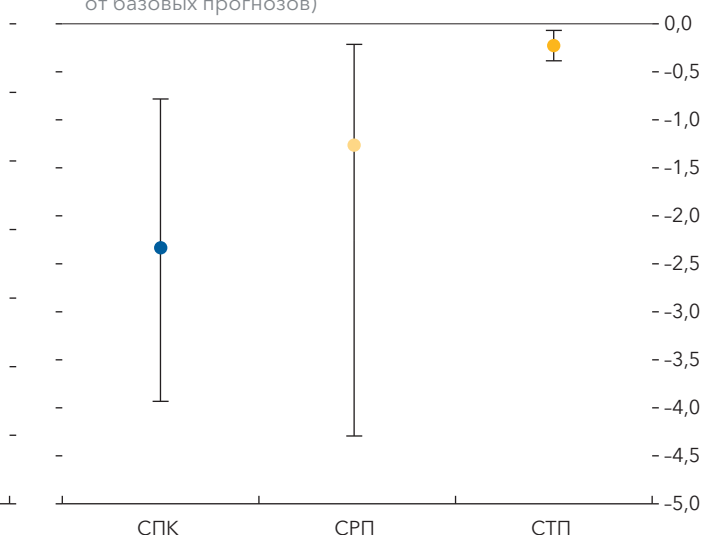
1. Воздействие роста директивных ставок на инфляцию

(Средний уровень в процентах, 2021–2022 гг.)



2. Прогнозируемое воздействие директивных ставок конца 2022 года на инфляцию

(Средний уровень в процентах, 2023 г.; отклонение от базовых прогнозов)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Анализ сценария, отличающегося от фактического, на основе небольшой структурной модели (см. онлайн-приложение 2). На панели 1 показано снижение средних уровней инфляции в 2021 и 2022 годах в результате увеличения директивных процентных ставок за период с конца 2020 года по конец 2022 года. В сценарии, отличающемся от фактического, принимается допущение, что за этот период все процентные ставки и валютные курсы остались без изменений. На панели 2 показана оценка изменения инфляции в ответ на курс денежно-кредитной политики на конец 2022 года (директивные ставки минус конечные ставки). Кругами показано медианное воздействие в разных странах, а планки погрешностей отражают диапазоны оценок для разных стран. СПК – страны с плавающим курсом; СТП – страны с традиционной привязкой; СРП – страны с регулируемой привязкой.

повышенной неопределенности стараются уловить четкие признаки наступления переломного момента, риски сохраняются для всех стран.

В каком направлении странам следует двигаться дальше? Повышенная неопределенность требует высокой бдительности. Корректировка денежно-кредитной политики и информирование на основе поступающих данных будут иметь важное значение для предотвращения ослабления фиксации инфляционных ожиданий. В частности:

- В тех случаях, где курс экономической политики жесткий или нейтральный, а пик инфляции, как представляется, пройден (например, в Армении и Грузии), центральным банкам следует продолжать ориентироваться на поступающие данные и не начинать смягчение мер до тех пор, пока не появятся явные признаки того, что базовая инфляция находится на нисходящей траектории.
- Странам с валютной привязкой следует продолжать следить за изменениями в денежно-кредитной политике США, а также рассмотреть возможность использования дополнительных макропруденциальных мер (например, снижения отношения суммы кредита к стоимости активов и отношения суммы долга к доходу) в случае значительного роста цен на активы или если финансовые условия останутся мягкими или смягчатся.
- В тех случаях, где курс политики мягкий, а инфляционное давление сохраняется, следует рассмотреть возможность ужесточения денежно-кредитной политики для стабилизации инфляции и инфляционных ожиданий (например, в Египте, Пакистане и Тунисе).
- В тех случаях, где отсутствует координация между денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политикой или наблюдается бюджетное доминирование, директивным органам необходимо устранить бюджетные дисбалансы, чтобы денежно-кредитная политика могла стать эффективным инструментом стабилизации инфляции. Пока этого не произойдет, будет необходимо большее ужесточение денежно-кредитной политики, чем при согласованном курсе налогово-бюджетной политики.

- В тех случаях, где высокие цены на нефть снижают эффективность канала банковского кредитования (в странах – экспортерах энергоносителей), директивную ставку необходимо будет дополнить другими инструментами денежно-кредитной или макропруденциальной политики.
- Во всем регионе и, в частности, в странах, которые будут еще больше ужесточать денежно-кредитную политику, центральные банки должны помнить о рисках для финансовой стабильности и внимательно отслеживать факторы уязвимости финансовой системы, которые могут возникнуть в результате повышения процентных ставок.

Параллельно с этим необходимы дальнейшие усилия по совершенствованию основ денежно-кредитной политики и усилению передачи воздействия денежно-кредитной политики в регионе. Учитывая, что в большинстве стран БВЦА недоступны данные об инфляционных ожиданиях, директивным органам следует разработать обследования инфляционных ожиданий. Высокие оценки реакции инфляции в ответ на шоки денежно-кредитной политики и ее короткий временной лаг в странах с плавающим или регулируемым валютным курсом, а также данные на уровне банков, свидетельствующие о слабости канала кредитования, указывают на то, что во многих странах валютный курс является важным каналом передачи воздействия.

- Укрепление кредитного канала также потребует развития финансового сектора, в том числе путем содействия развитию эффективно функционирующих и высоколиквидных межбанковских рынков резервов и вторичных рынков государственных ценных бумаг с широким диапазоном сроков погашения, а также путем поощрения мер по дедолларизации финансовых систем с высокой степенью долларизации. Впоследствии это будет способствовать большей гибкости валютного курса, что позволит ему смягчать шоки для обеспечения большей защиты экономики от потрясений и повышения эффективности денежно-кредитной политики.
- Более тесная координация денежно-кредитной политики с финансовой и налогово-бюджетной политикой может быть полезна всем странам. Например, государственные коммерческие банки должны вести свою деятельность на равных условиях с частными банками, и следует избегать использования государственных банков в целях денежно-кредитной или налогово-бюджетной политики (например, путем постепенного отказа от квазифискальной деятельности и субсидированного кредитования).
- Использование макропруденциальных мер в странах с режимами фиксированного валютного курса может помочь укрепить связь между изменениями директивной ставки и финансовыми условиями, что сейчас особенно важно для стран Кавказа и Центральной Азии, в которых отмечается крупный приток капитала, и для стран Совета сотрудничества арабских государств Залива, в которых наблюдается быстрый рост цен на активы (например, на рынках капитала или жилья).
- Необходимо совершенствовать основы денежно-кредитной политики за счет более эффективного информирования общественности центральными банками и повышения прозрачности денежно-кредитных операций и валютных интервенций.

Список литературы

- Jordà, Òscar. 2005. "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections." *American Economic Review* 95 (1): 161–82.
- Poghosyan, Tigran, Klakow Akepanidtaorn, Maria Atamanchuk, Ezequiel Cabezon, Selim Cakir, Mariarosaria Comunale, Omer Faruk, Vahid Khatami, Marina Conesa Martinez, and Filiz D. Unsal. Forthcoming. "Strengthening Monetary Policy Frameworks in the Caucasus and Central Asia." IMF Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.

Регион БВЦА: отдельные экономические показатели, 2000-2024 годы

(В процентах ВВП, если не указано иное)

	Среднее 2000-19	2020	2021	2022	Прогнозы	
					2023	2024
БВЦА^{1,2}						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,5	-2,7	4,6	5,3	2,9	3,5
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	5,3	-2,7	5,3	4,5	3,2	3,7
Сальдо счета текущих операций	5,8	-3,0	3,3	7,5	3,6	2,1
Общее бюджетное сальдо	1,4	-7,9	-2,5	1,4	-1,5	-2,2
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	7,2	10,4	12,8	14,3	15,9	12,0
Страны – экспортеры нефти БВЦА						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,5	-3,9	4,7	5,4	3,2	3,2
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	5,6	-3,7	5,8	4,0	3,7	3,5
Сальдо счета текущих операций	8,9	-2,8	6,5	12,5	6,5	4,3
Общее бюджетное сальдо	3,3	-8,5	-1,0	4,3	0,2	-0,6
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	6,7	8,7	11,0	13,6	12,1	8,7
Страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом БВЦА¹						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,2	-0,8	4,6	5,6	2,4	4,1
Сальдо счета текущих операций	-3,6	-3,1	-3,5	-4,8	-3,5	-3,5
Общее бюджетное сальдо	-5,4	-7,3	-6,3	-6,2	-6,6	-7,2
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	7,1	8,2	7,8	11,5	21,5	17,1
Развивающиеся страны с низким доходом БВЦА²						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,4	-1,4	4,3	3,1	3,5	4,3
Сальдо счета текущих операций	1,0	-5,1	-6,8	-4,8	-6,8	-6,4
Общее бюджетное сальдо	-2,0	-3,8	-2,8	-2,7	-2,7	-2,5
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	13,9	38,9	67,0	38,1	24,7	19,4

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

¹ Данные за 2011-2024 год не включают Сирийскую Арабскую Республику.² Данные за 2021-2024 год не включают Афганистан.

Примечания. Данные по следующим странам относятся к бюджетному году: Афганистан (21 марта/20 марта) до 2011 года и 21 декабря/20 декабря после 2011 года, Исламская Республика Иран (21 марта/20 марта), а также Египет и Пакистан (июль/июнь).

32 страны и территории БВЦА разделены на три (непересекающиеся) группы по источникам доходов и уровню развития: 1) страны – экспортеры нефти (ЭН БВЦА), 2) страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом (СФРССД БВЦА) и 3) развивающиеся страны с низким доходом (СНД БВЦА).

ЭН БВЦА включают Азербайджан, Алжир, Бахрейн, Ирак, Исламскую Республику Иран, Казахстан, Катар, Кувейт, Ливию, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Саудовскую Аравию и Туркменистан.

СФРССД БВЦА включают Армению, Грузию, Египет, Западный берег и сектор Газа, Иорданию, Ливан, Марокко, Пакистан, Сирийскую Арабскую Республику и Тунис.

СНД БВЦА включают Афганистан, Джибути, Йемен, Кыргызскую Республику, Мавританию, Сомали, Судан, Таджикистан и Узбекистан.

Регион БВСА: отдельные экономические показатели, 2000–2024 годы

(В процентах ВВП, если не указано иное)

	Среднее 2000-19	2020	2021	2022	Прогнозы	
					2023	2024
БВСА¹						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,2	-3,1	4,3	5,3	3,1	3,4
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	5,2	-3,0	5,2	4,0	3,6	3,7
Сальдо счета текущих операций	6,8	-3,3	4,2	9,0	4,5	2,7
Общее бюджетное сальдо	1,6	-8,4	-2,0	2,5	-1,0	-1,7
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	7,1	10,9	13,9	14,8	14,8	11,1
Страны – экспортеры нефти БВСА						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,3	-4,1	4,7	5,7	3,1	3,0
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	5,5	-3,9	5,9	3,8	3,7	3,5
Сальдо счета текущих операций	9,6	-2,9	7,2	13,0	6,9	4,6
Общее бюджетное сальдо	3,3	-8,9	-0,8	4,6	0,4	-0,5
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	6,6	9,0	11,3	13,5	12,0	8,7
Страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом БВСА¹						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,1	-0,5	3,6	5,1	3,4	4,4
Сальдо счета текущих операций	-4,0	-3,7	-4,7	-5,1	-4,1	-4,1
Общее бюджетное сальдо	-5,8	-7,4	-6,6	-5,6	-6,9	-7,1
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	7,1	6,8	7,1	11,2	19,1	14,9
Развивающиеся страны с низким доходом БВСА						
Реальный ВВП (годовой рост)	2,2	-4,1	0,6	-0,6	1,3	2,9
Сальдо счета текущих операций	-3,5	-12,0	-8,4	-8,8	-10,5	-9,8
Общее бюджетное сальдо	-3,2	-3,8	-0,2	-1,7	-2,1	-1,8
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	17,1	92,1	175,9	83,2	45,9	35,0
БВСА, кроме стран в состоянии конфликта						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,3	-2,7	3,9	5,6	2,9	3,3
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	5,3	-2,7	5,2	4,2	3,4	3,6
Сальдо счета текущих операций	6,8	-3,2	4,3	9,1	4,6	2,7
Общее бюджетное сальдо	1,6	-8,2	-2,2	2,5	-1,1	-1,8
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	7,1	10,9	14,1	14,9	15,0	11,2
БВСА, кроме уязвимых государств и затронутых конфликтами стран						
Реальный ВВП (годовой рост)	3,9	-1,7	3,9	5,7	2,9	3,3
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	5,1	-1,4	4,5	4,5	3,5	3,6
Сальдо счета текущих операций	7,6	-2,3	4,4	9,5	4,9	3,4
Общее бюджетное сальдо	1,9	-7,9	-2,4	2,3	-0,9	-1,5
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	6,8	8,4	9,6	12,6	13,9	10,7

	Среднее 2000-19	2020	2021	2022	Прогнозы	
					2023	2024
БВСАП^{1,2}						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,3	-2,8	4,5	5,4	2,7	3,4
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	5,2	-2,7	5,3	4,3	3,1	3,7
Сальдо счета текущих операций	6,4	-3,0	3,8	7,8	3,9	2,3
Общее бюджетное сальдо	1,3	-8,2	-2,4	1,6	-1,5	-2,3
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	7,1	10,8	13,2	14,4	16,4	12,5
Совет сотрудничества арабских государств Залива						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,2	-4,7	3,5	7,7	2,9	3,3
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	5,9	-4,1	5,2	4,9	4,2	3,9
Сальдо счета текущих операций	12,8	-1,1	8,6	15,2	8,6	6,5
Общее бюджетное сальдо	6,0	-8,0	0,0	6,0	2,4	1,6
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	2,3	1,3	2,2	3,3	2,9	2,3
Арабский мир¹						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,5	-4,5	4,2	5,9	3,3	3,7
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	5,5	-4,2	5,4	4,4	3,9	4,0
Сальдо счета текущих операций	7,4	-3,5	4,3	9,4	4,8	2,8
Общее бюджетное сальдо	2,4	-8,6	-1,8	3,1	-0,5	-1,2
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	4,8	6,1	9,1	8,9	9,9	7,7
Страны Арабского мира – экспортеры нефти						
Реальный ВВП (годовой рост)	4,7	-6,5	4,7	6,7	3,4	3,4
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	6,0	-6,1	6,4	4,2	4,2	3,9
Сальдо счета текущих операций	11,3	-3,2	7,7	14,0	7,6	5,0
Общее бюджетное сальдо	4,8	-9,2	-0,3	5,7	1,2	0,3
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	3,0	1,3	3,2	4,2	3,9	2,8

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

¹ Данные за 2011-2024 год не включают Сирийскую Арабскую Республику.

² Данные за 2021-2024 год не включают Афганистан.

Примечание. Данные по следующим странам относятся к бюджетному году: Афганистан (21 марта/20 марта) до 2011 года и 21 декабря/20 декабря после 2011 года, Исламская Республика Иран (21 марта/20 марта), а также Египет и Пакистан (июль/июнь).

Страны БВСА: Алжир, Бахрейн, Джибути, Египет, Западный берег и сектор Газа, Иордания, Ирак, Исламская Республика Иран, Йемен, Катар, Кувейт, Ливан, Ливия, Мавритания, Марокко, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Саудовская Аравия, Сомали, Судан, Сирийская Арабская Республика и Тунис.

Страны – экспортеры нефти БВСА: Алжир, Бахрейн, Ирак, Исламская Республика Иран, Йемен, Катар, Кувейт, Ливия, Объединенные Арабские Эмираты, Оман и Саудовская Аравия.

Страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом БВСА: Египет, Западный берег и сектор Газа, Иордания, Ливан, Марокко, Сирийская Арабская Республика и Тунис.

Развивающиеся страны с низким доходом БВСА: Джибути, Йемен, Мавритания, Сомали и Судан.

Страны БВСА, кроме уязвимых государств и затронутых конфликтами стран: Алжир, Бахрейн, Египет, Исламская Республика Иран, Иордания, Катар, Кувейт, Мавритания, Марокко, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Саудовская Аравия.

Страны БВСА, кроме уязвимых государств и затронутых конфликтами стран: Алжир, Бахрейн, Египет, Исламская Республика Иран, Иордания, Катар, Кувейт, Мавритания, Марокко, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Саудовская Аравия и Тунис.

Страны БВСАП: БВСА, Афганистан и Пакистан.

Страны-члены ССЗ: Бахрейн, Катар, Кувейт, Объединенные Арабские Эмираты, Оман и Саудовская Аравия.

Страны Арабского мира – экспортеры нефти включают Алжир, Бахрейн, Ирак, Катар, Кувейт, Ливию, Объединенные Арабские Эмираты, Оман и Саудовскую Аравию.

Регион КЦА: отдельные экономические показатели, 2000–2024 годы

(В процентах ВВП, если не указано иное)

	Среднее 2000-19	2020	2021	2022	Прогнозы	
					2023	2024
КЦА						
Реальный ВВП (годовой рост)	6,7	-2,1	5,6	4,8	4,2	4,5
Сальдо счета текущих операций	-0,2	-3,0	-0,6	5,8	1,1	0,5
Общее бюджетное сальдо	2,0	-5,4	-3,0	0,1	-1,6	-1,4
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	8,9	7,4	9,6	13,0	11,8	8,5
Страны – экспортеры нефти и газа КЦА						
Реальный ВВП (годовой рост)	7,0	-3,0	4,5	3,3	3,8	4,1
<i>В том числе рост без учета нефти</i>	7,0	-2,1	5,3	5,2	3,4	3,2
Сальдо счета текущих операций	0,2	-2,4	1,5	8,6	3,1	2,5
Общее бюджетное сальдо	2,6	-5,6	-2,3	1,4	-1,1	-0,8
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	7,7	5,9	9,2	14,3	13,0	8,7
Страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом КЦА						
Реальный ВВП (годовой рост)	5,9	-6,9	8,5	11,1	4,6	5,0
Сальдо счета текущих операций	-9,1	-8,6	-7,5	-1,7	-3,0	-3,8
Общее бюджетное сальдо	-1,7	-6,9	-4,6	-1,9	-2,1	-1,9
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	4,3	3,5	8,6	10,5	6,4	4,0
Развивающиеся страны с низким доходом КЦА						
Реальный ВВП (годовой рост)	6,4	1,2	7,3	6,0	5,1	5,2
Сальдо счета текущих операций	1,0	-3,0	-5,5	-1,1	-4,0	-4,1
Общее бюджетное сальдо	0,0	-4,3	-5,0	-3,6	-3,1	-3,1
Инфляция (среднегодовая, в процентах)	13,0	11,7	10,7	11,1	11,0	9,3

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

Примечание. Страны – экспортеры нефти и газа КЦА включают Азербайджан, Казахстан и Туркменистан.

Страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом КЦА включают Армению и Грузию.

Развивающиеся страны с низким доходом КЦА включают Кыргызскую Республику, Таджикистан и Узбекистан.

В ЭТОМ ВЫПУСКЕ:

ГЛАВА 1

Ситуация в регионе и перспективы экономического развития: поддержание макроэкономической стабильности в условиях сохраняющейся неопределенности

ГЛАВА 2

Денежно-кредитная политика: какова ситуация в странах Ближнего Востока и Центральной Азии?



ПУБЛИКАЦИИ

REGIONAL ECONOMIC OUTLOOK (RUSSIAN)
MIDDLE EAST AND CENTRAL ASIA - MAY 2023

