

# Kyrgyz Republic: Selected Issues

## **Кыргызская Республика. Отдельные вопросы**

Настоящий документ по Кыргызской Республике был подготовлен группой сотрудников Международного Валютного Фонда в качестве справочного документа для периодических консультаций с этим государством-членом. Он основан на информации, имевшейся на момент завершения их подготовки 22 мая 2013 года. В документе изложены взгляды соответствующей группы сотрудников, которые не обязательно отражают точку зрения правительства Кыргызской Республики или Исполнительного совета МВФ.

В соответствии с политикой опубликования докладов персонала и других документов МВФ допускается возможность изъятия информации, способной повлиять на поведение рынка.

Экземпляры данного доклада можно заказать по адресу:

International Monetary Fund • Publication Services  
700 19<sup>th</sup> Street, N.W. • Washington, D.C. 20431  
Телефон: (202) 623-7430 • Факс: (202) 623-7201  
Эл. почта: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org) Интернет: <http://www.imf.org>

**Международный Валютный Фонд  
Вашингтон, округ Колумбия**



## КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

### ДОКУМЕНТ ПО ОТДЕЛЬНЫМ ВОПРОСАМ

22 мая 2013 года

Утверждено  
Департаментом стран  
Ближнего Востока  
и Центральной Азии

Подготовили Ц. Чэнь, Д. Остожич и Б. Шукуров

### СОДЕРЖАНИЕ

<b>НАЛОГОВАЯ ПОЛИТИКА В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ</b>	<b>4</b>
А. Общие сведения	4
В. Основные характеристики налогового режима и показатели сбора налогов	4
С. Налоговые стимулы	10
Д. Варианты реформ налоговой политики	15
<b>РИСУНКИ</b>	
1. Доходы от каждого налога	5
2. Налоги/ВВП и ВВП на душу населения (все страны)	6
3. Налоги/ВВП и ВВП на душу населения (страны с низкими доходами)	6
4. Поступления НДС и импорт	7
5. Отдача от НДС и эффективность	7
6. Поступления ПНФЛ и НДС	9
7. Новая ставка налога на валовый доход для золотодобывающих компаний	9
<b>ТАБЛИЦЫ</b>	
1. Налоговые системы в регионе	6
2. Оценка типичных налоговых стимулов	14
<b>ЛИТЕРАТУРА</b>	<b>18</b>
<b>МЕХАНИЗМЫ ПЕРЕДАЧИ ВОЗДЕЙСТВИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ</b>	<b>19</b>
А. Общие сведения	19
В. Основа текущей денежно-кредитной политики	19

C. Механизмы передачи воздействия денежно-кредитной политики _____	24
D. Препятствия на пути к эффективности денежно-кредитной политики _____	26
E. Заключительные замечания и рекомендации _____	29

### **РИСУНКИ**

1. Инфляция и денежные агрегаты _____	19
2. Денежно-кредитная и курсовая динамика _____	21
3. Резервные деньги и широкая денежная масса _____	21
4. Соглашения РЕПО и векселя НБКР _____	22
5. Директивная ставка, рост и инфляция _____	23
6. Механизмы передачи воздействия денежно-кредитной политики _____	24
7. Отдельные денежно-кредитные показатели, 2001-2012 годы _____	31

### **ТАБЛИЦЫ**

1. Целевые и фактические показатели инфляции и денежно-кредитных агрегатов _____	20
2. Сопоставление отдельных банковских индикаторов _____	22
3. Сравнение независимости центрального банка де юре _____	24

### **ВСТАВКА**

1. Общие препятствия для проведения эффективной денежно-кредитной политики _____	28
--	----

### **ЛИТЕРАТУРА \_\_\_\_\_ 32**

### **ОЦЕНКА ОБМЕННОГО КУРСА И ДОСТАТОЧНОСТИ РЕЗЕРВОВ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ \_\_\_\_\_ 34**

A. Оценка обменного курса _____	34
B. Достаточность международных резервов Кыргызской Республики _____	37

### **РИСУНКИ**

1. Открытость торговли в 2012 году _____	34
2. Рост импорта и экспортные цены _____	35
3. Дефицит счета текущих операций _____	35
4. НЭВК и относительные цены _____	35
5. Доля Кыргызской Республики в мировом экспорте _____	35
6. Валовые международные резервы _____	37
7. Основные источники накопления валовых международных резервов _____	38
8. Главные факторы расходования валовых международных резервов _____	38

**ТАБЛИЦЫ**

1. Эконометрические оценки несбалансированности реального обменного курса _____	36
2. Валовые международные резервы _____	39
3. Составные и калиброванные индикаторы достаточности резервов _____	41
4. Составные и калиброванные индикаторы достаточности резервов при другом сценарии _____	42

<b>ЛИТЕРАТУРА _____</b>	<b>44</b>
-------------------------	-----------

<b>ДЕЛОВОЙ КЛИМАТ И УПРАВЛЕНИЕ _____</b>	<b>45</b>
--	-----------

**РИСУНОК**

1. Деловой климат и качество управления _____	47
---	----

<b>ОПТИМАЛЬНАЯ ПРАКТИКА СОЗДАНИЯ БАНКОВ РАЗВИТИЯ _____</b>	<b>48</b>
--	-----------

**РИСУНКИ**

1. Частный кредит в регионе, 2011 год _____	48
2. Кредит в разбивке по секторам, 2011 год _____	48

# НАЛОГОВАЯ ПОЛИТИКА В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ<sup>1</sup>

## А. Общие сведения

**1. Правительство Кыргызской Республики твердо намерено консолидировать свои финансы в ближайшие годы.** По этой причине важны хорошие показатели доходов. В краткосрочной перспективе ожидается, что принятые меры налоговой политики и продолжение реформ налогового администрирования обеспечат достаточный объем доходов. В среднесрочной перспективе потребуются ввести дополнительные меры налоговой политики, в том числе отменить некоторые налоговые льготы, чтобы обеспечить устойчивый рост доходов, необходимый для финансирования потребностей развития.

**2. В настоящей записке приводится описание основных элементов налогового режима Кыргызской Республики, рассматриваются налоговые льготы и представляются некоторые варианты реформ для мобилизации доходов.** Детальная оценка системы налоговой политики производилась в рамках технической помощи МВФ в 2009 году. В 2011 году персонал МВФ обсудил с официальными органами меры налоговой политики, которые могли увеличить поступления. В настоящей записке используются эти оценки и приводится обновленная информация об изменениях после 2009 года. В ней также рассматриваются действующие налоговые льготы. И наконец, в записке рассматриваются налоговые меры, которые могли бы мобилизовать доходы в среднесрочной перспективе.

## В. Основные характеристики налогового режима и показатели сбора налогов

**3. В 2009 году был введен новый налоговый кодекс, призванный облегчить налоговую нагрузку предпринимателей и упростить налоговые процедуры.** К основным изменениям в новом налоговом кодексе 2009 года относились следующие:

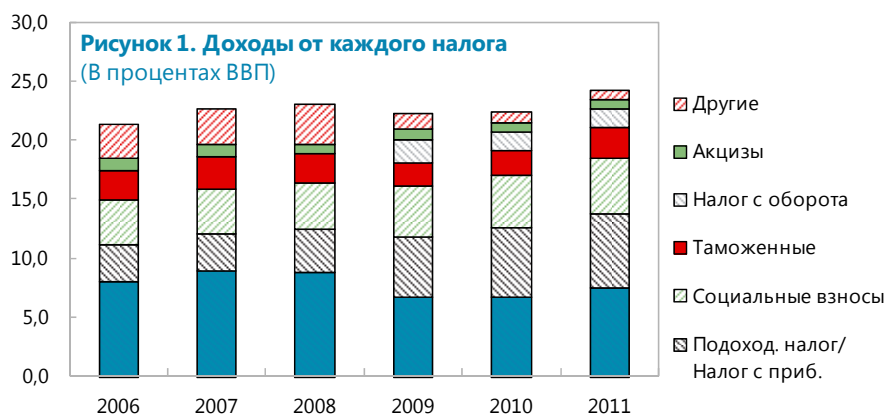
- сокращение числа налогов с 16 до 8,
- снижение ставки налога на добавленную стоимость (НДС) с 20 до 12 процентов,
- введение налога с оборота (продаж), заменившего налог с розничных продаж, налог с пользователей автомобильных дорог и чрезвычайные фонды,
- введение нового налога на имущество,

<sup>1</sup> Подготовил Бахром Шукуров. В записке также учтены комментарии, предоставленные Сельджуком Джанером, Рикардо Фенекьетто и Агустином Ройтманом из Департамента по бюджетным вопросам МВФ.

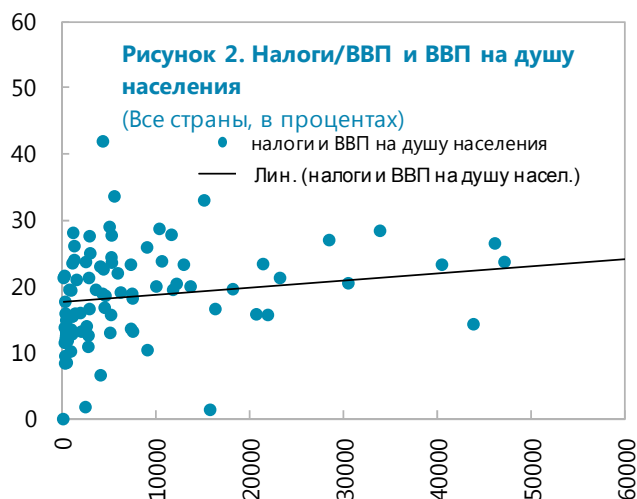
- введение пяти специальных налоговых режимов (обязательные платежи, платежи на добровольной основе, упрощенный единый налог, налог на основе контрактов и свободные экономические зоны).

**4. После 2009 года в налоговый кодекс не вводились существенные изменения за исключением некоторых налоговых льгот и поправок к налогам на прибыль и акцизам.** К введенным налоговым льготам относятся: освобождение от НДС в сельском хозяйстве, налоговый режим нового парка высоких технологий и некоторые дополнения к освобождению от подоходного налога с физических лиц (ПНФЛ). Было отменено освобождение от НДС услуг интернета и роуминга. Официальные органы также повысили ставку акциза с табачной и алкогольной продукции, ввели новый налог с валового дохода золотодобывающих компаний вместо налога на прибыль или налога на доходы корпораций (НДК) и отменили налог на специальные фонды.

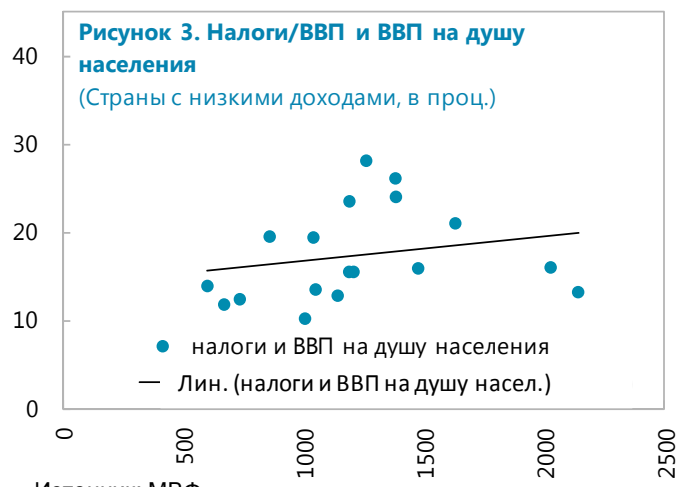
**5. Результаты сбора доходов обнадеживают, при этом основным источником поступлений служит НДС (рис. 1).** Общая сумма налоговых поступлений возросла до 24 процентов ВВП в 2011 году с 21 процента ВВП в 2006 году. После снижения в 2009 году (когда была снижена ставка), поступления НДС по отношению к ВВП постепенно росли, но все еще остались ниже уровня периода до 2009 года. Поступления подоходного налога заметно увеличились, главным образом, благодаря динамичному росту НДК. Взносы/отчисления на социальные нужды неуклонно росли, достигнув примерно 5 процентов ВВП в 2011 году.



**6. Налоговые поступления в Кыргызской Республике на уровне 24 процентов ВВП не являются незначительными.** На рисунках ниже показаны взаимосвязи между доходами на душу населения и отношением налогов к ВВП. На рис. 2 показаны все страны, тогда как на рис. 3 включены страны с уровнем доходов от 600 до 2200 долл. США. Кыргызская Республика находится выше среднего уровня по сравнению с другими странами с низкими доходами.



Источник: МВФ.



Источник: МВФ.

**7. Кыргызская Республика выгодно отличается в плане сбора налогов, в том числе среди стран региона (таблица в тексте 1).** Ставка НДС была снижена с 30 процентов до 20 процентов в 2004 году, а затем до 10 процентов в 2006 году для усиления конкурентоспособности в регионе. При неизменной ставке НДС в последние несколько лет, его собираемость повысилась до относительно устойчивого уровня, несмотря на некоторые возможности для дальнейшего роста. В некоторых других странах региона также наблюдалось снижение ставки НДС, но не столь значительное, как в Кыргызской Республике. Поступления НДС в Кыргызской Республике снизились по сравнению с 2008 годом в результате снижения ставок, которые были согласованы со ставками НДС в Казахстане. Армения, Азербайджан и Грузия не снижали свои ставки НДС, которые оставались на уровне 18–20 процентов в последние годы. Повышение отдачи от НДС было наиболее значительным в Кыргызской Республике. Отдача от НДС в других странах, за исключением Казахстана, также повысилась.

Таблица в тексте 1. Кыргызская Республика. Налоговые системы в регионе (в процентах)

	Налоговые доходы к ВВП		Поступления НДС к ВВП		Поступления НДС к ВВП		Отдача от НДС		Ставка НДС		Ставка НДС	
	2006	2011	2006	2011	2006	2011	2006	2011	2006	2011	2006	2011
Армения	14,5	16,7	2,5	2,6	6,2	8,0	31	40	20	20	20	20
Азербайджан 1/	17,8	13,7	7,3	4,2	3,9	4,3	22	24	22	20	18	18
Грузия	19,2	25,2	2,5	6,4	9,7	11,4	54	64	20	15	18	18
Казахстан 1/	16,3	12,1	10,7	8,2	4,8	3,2	32	26	30	20	15	12
Кыргызская Республика	22,6	24,2	1,0	3,2	8,0	7,5	40	62	10	10	20	12
Таджикистан	16,5	19,3	0,9	1,3	7,3	8,4	36	46	25	15-25	20	18

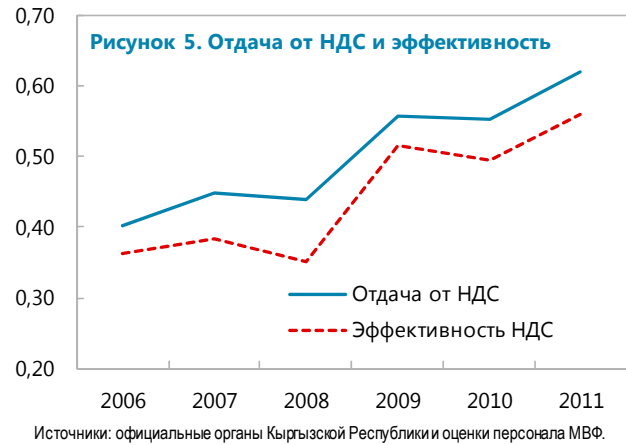
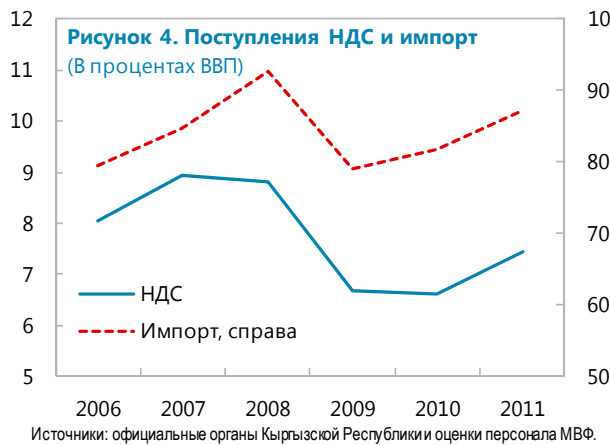
1/ Исключая нефтяные доходы.

Источники: официальные органы Кыргызской Республики и оценки персонала МВФ.



**8. Энергичный рост сбора НДС объясняется не только динамичным ростом**

**импорта, но и улучшением собираемости налогов.** Кыргызская Республика относится к крупнейшим получателям денежных переводов в мире (относительно ВВП). Кроме того, стране идет на пользу торговая деятельность в торговом «коридоре», проходящем от Китая к Казахстану и России. Импорт в Кыргызскую Республику увеличился с 79 процентов ВВП в 2006 году до 87 процентов ВВП в 2011 году. Поступления НДС, как уже говорилось выше, снизились, в основном из-за снижения ставок (рис. 4). Снижение поступлений сдерживалось повышением отдачи от НДС и эффективности НДС, которая значительно возросла в последние годы (Рис. 5), опираясь на улучшение соблюдения налоговых требований и более действенного сбора налогов<sup>2</sup>. При этом механизм возврата НДС в целом остался слабым.



**9. Налог с оборота (продаж) был введен для компенсации снижения ставки НДС.**

Ставка налога составляет 1,5 процента для коммерческой деятельности и 2,5 процента для других видов деятельности налогоплательщиков, входящих в систему НДС, или примерно 90 процентов всех зарегистрированных налогоплательщиков (2,5 процента и 3,5 процента, соответственно, для налогоплательщиков, не входящих в систему НДС). Этот налог в какой-то степени упростил налоговую систему, поскольку заменил прежний налог с розничных продаж, налог с пользователей автомобильных дорог и чрезвычайные фонды. При этом, даже при низких ставках, налог с оборота отрицательно влияет на конкурентоспособность предприятий Кыргызской Республики. В силу каскадного характера налога влияние низкой ставки умножается при переходе товаров от одного предприятия к другому, и таким образом, ведет к искажению экономической деятельности. При таком налоге снижается конкурентоспособность предприятий как на внутреннем, так и международных рынках. Кроме того, налог с оборота

<sup>2</sup> Отдача от НДС равна отношению доходов от НДС к ВВП, деленному на ставку НДС. Эффективность НДС, дающая более точный показатель результатов сбора НДС, равна отношению доходов от НДС к потреблению, деленному на ставку НДС.

нельзя возратить, поскольку невозможно определить распределение бремени налога в стоимости продукции.

**10. Доля акцизов в общей сумме налоговых поступлений снизилась с 5 процентов ВВП в 2006 году до 3,3 процента в 2011 году в результате низких ставок и влияния инфляции.**

Акцизы в Кыргызской Республике взимаются с определенных произведенных внутри страны и импортированных товаров, таких как нефтепродукты, табачные изделия и спиртные напитки. В 2011 году на акцизы приходилось 3,3 процента налоговых поступлений, их доля сократилась примерно на 2 процентных пункта с 2006 года. Администрированием большей части акцизов занимается таможенная служба, которая собирает поступления на границах. Поэтому низкие доходы можно объяснить низкими ставками. Кроме того, при специфическом характере большинства акцизов (основанных на количестве), а не адвалорном (когда основой служит стоимость товаров), поступления от этого дохода обесценивает инфляция. В то же время, поскольку специфические акцизы более предсказуемы и их легче администрировать, они могут быть предпочтительнее адвалорных акцизов. Недавно была введена комбинированная система специфических/адвалорных акцизов для табачной и алкогольной продукции с более высокими ставками для увеличения поступлений от акцизов. С нефтепродуктов, в частности бензина, акциз взимается по низкой ставке на уровне 3000 кыргызских сомов (примерно 60 долл США) с тонны (например, в Беларуси ставка в пять раз выше, чем в Кыргызской Республике; в Словакии эта ставка выше в восемь раз; в странах зоны евро средняя ставка выше в десять с лишним раз).

**11. На таможенные пошлины и другие налоги с международной торговли приходится 11 процентов налоговых поступлений, но эта доля в будущем может сократиться.**

Таможенные пошлины взимаются с нескольких видов импорта, в частности, автотранспортных средств и товаров, импортируемых в рамках упрощенного порядка таможенного оформления (таможенные пошлины по весу)<sup>3</sup>. Последний обеспечивает низкие уровни таможенных пошлин, которые наряду со специфическим географическим местоположением, членством в ВТО и соглашениями о свободной торговле с Россией и Казахстаном, обеспечивают Кыргызской Республике преимущество в торговле товарами из Китая. При этом система оценки по весу приводит к систематическому занижению оценки импорта и, следовательно, способствует снижению уровня поступлений. В последнее время официальные органы повысили пошлины с 15 центов с килограмма до 35 центов и перевели некоторые товары на систему стоимостной оценки по цене. От этой меры ожидается увеличение поступлений, а также смягчение потенциальных будущих шоков, которые могут последовать за вступлением Кыргызской Республики в таможенный союз, включающий Беларусь, Казахстан и Россию (ТС), или в случае отмены соглашений о свободной торговле между Кыргызской Республикой и Казахстаном и Россией. В обоих случаях сократится транзитный поток из Китая.

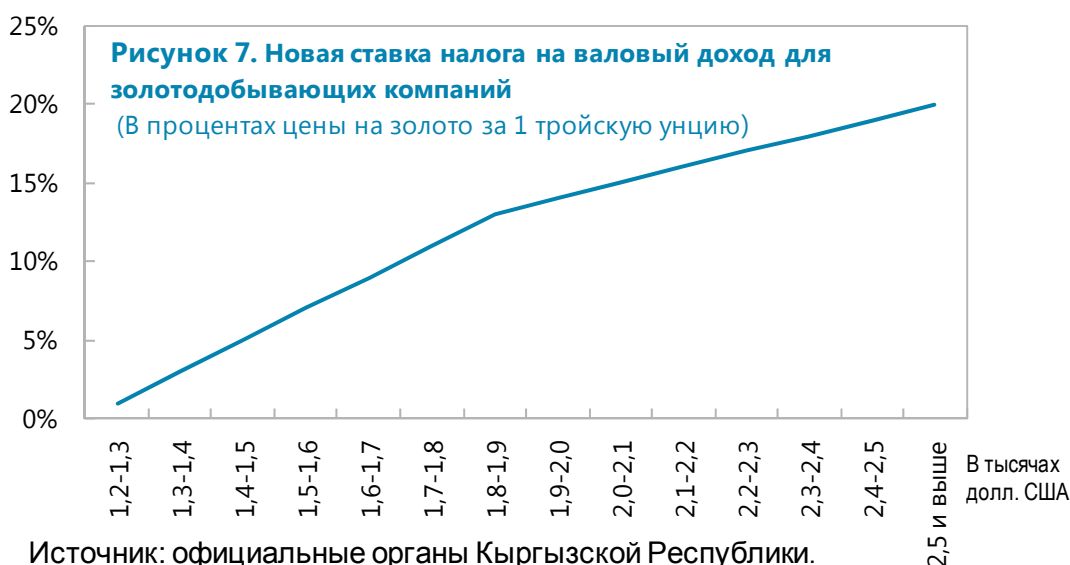
<sup>3</sup> В упрощенном режиме таможенного оформления, введенном в декабре 2004, большинство товаров оценивается по весу (а не стоимости).

**12. Поступления от ПНФЛ и НДС в последние годы значительно возросли (рис. 6).**

В 2011 году доля этих налогов составила 26 процентов общих налоговых поступлений, повысившись с 14 процентов в 2006 году. После заключения в 2009 году соглашения между правительством и золотодобывающей компанией «Кумтор» основной вклад в это повышение внес НДС.<sup>4</sup> В последнее время официальные органы ввели новый налог с доходов (привязанный к мировым ценам на золото) для золотодобывающих компаний вместо НДС (рис. 7). Как НДС, так и ПНФЛ взимаются по ставке 10 процентов, низкой по региональным стандартам (ставка ПНФЛ относится к самым низким в мире). Работодатели и работники также платят взносы/отчисления на социальные нужды по ставке, соответственно, 17,25 и 10 процентов. Поскольку многие налогоплательщики входят в приносящий низкие доходы режим добровольного патента, они остаются за пределами системы обычного налога на прибыль.



Источник: официальные органы Кыргызской Республики.



Источник: официальные органы Кыргызской Республики.

<sup>4</sup> С 2009 года, после заключения соглашения с официальными органами Кыргызской Республики, золотодобывающая компания «Кумтор» платит 13 процентов своего валового дохода. Эти поступления отражаются в бюджете органов государственного управления как НДС. Компания также платит отчисления на социальные нужды в Иссык-Кульский Фонд (1 процент валового дохода) и налог за загрязнение окружающей среды (310 тысяч долларов США в год).

**13. В Налоговом кодексе предусмотрены шесть специальных налоговых режимов для определенных видов деятельности, заменивших НДС, НДС и налог с продаж фиксированным налогом.**

- Режим с обязательным патентом распространяется на семь конкретных видов деятельности и заменяет НДС, НДС и налог с оборота. Патенты на добровольной основе предоставляются отдельным налогоплательщикам с оборотом ниже порогового уровня НДС (4 млн сомов) и заменяют НДС и налог с оборота. При 125 допустимых видах деятельности этот режим остается сложным. Доходы от обязательного и добровольного патентирования невысоки на уровне примерно 1 процента общей суммы налоговых поступлений. Действующие режимы патентов неравномерно распределяют налоговое бремя среди налогоплательщиков, не достигающих порогового значения НДС, и служат отрицательным стимулом для налогоплательщиков, входящих в систему добровольного патентирования, к переходу в обычную систему.
- Упрощенный режим на основе единого налога заменяет НДС и налог с оборота и предназначен налогоплательщикам, не зарегистрированным для целей НДС. Этот режим приносит незначительный доход (0,1 процента общей суммы налоговых доходов).
- В рамках налогового режима на основе контрактов налогоплательщики заключают контракт на платеж фиксированного налога, который рассчитывается как максимальное налоговое обязательство (НДС, НДС и налог с продаж) за предыдущие три года плюс 25 процентов. Этот режим может быть очень субъективным и открывает возможности для злоупотреблений.
- Свободные экономические зоны — четыре территории без налогов. Поставки товаров и услуг из СЭЗ в страну облагаются налогами согласно общему налоговому режиму, тогда как с поставок товаров и услуг в СЭЗ из других частей страны взимается НДС. Исследования для оценки налоговых расходов (упущенных налоговых доходов) в результате создания СЭЗ не проводились.
- В режиме парка высоких технологий резиденты разрабатывают продукцию информационных технологий и освобождаются от НДС, НДС и налога с продаж. ПНФЛ уплачивается по ставке 5 процентов.

## С. Налоговые стимулы

### Действующие стимулы

**14. Многочисленные освобождения от НДС являются основным недостатком системы НДС Кыргызской Республики.** Следует сосредоточиться на следующих важнейших видах деятельности, освобождаемых от налогов: сельскохозяйственный сектор, жилые дома,

коммунальные услуги, медицинская служба, финансовые услуги и страхование, транспортные услуги, детское питание, природный газ и импортные основные средства (капитальные товары). Официальные органы недавно отменили освобождение от НДС услуг интернета и роуминга.

**15. В большинстве случаев цель освобождения от НДС заключается в решении задач социальной политики, но вместо этого оно усложняет и сокращает базу НДС:**

- Основная цель освобождения от НДС в сельскохозяйственном секторе заключается в сохранении низких цен на сельскохозяйственную продукцию. Однако, при наличии мелких ферм, оборот которых не достигает порога НДС, составляющих большую часть сельскохозяйственного сектора, освобождение от НДС может не привести к снижению цен. В то же время более крупные фирмы, входящие в систему НДС, не приносят необходимых доходов государственному бюджету.
- Освобожденные от налога основные средства (сверх 200 000 сомов), которые предприятия ввозят для собственного использования, создают риск снижения уровня поступлений. Эти риски могут стать реальностью, если основные средства импортируются для других целей (продажа этих средств на внутреннем рынке).
- Освобождение от НДС жилых домов, коммунальных услуг и транспортных услуг сокращает налоговую базу и не имеет достаточной адресности для бедных домашних хозяйств.

**16. Другие освобождения и патентный режим продолжают негативно сказываться на сборе НДС.** Освобождение от НДС в сельскохозяйственном секторе наиболее значительно (ввиду того, что на сектор приходится примерно 20 процентов ВВП). Кроме того, фирмы, занимающиеся переработкой сельскохозяйственной продукции, также освобождены от НДС (за исключением подакцизных товаров). Другие освобождения относятся к СЭЗ, благотворительным организациям, процентным доходам и доходам в виде дивидендов, полученным от деятельности во внутренней экономике. Приносящий низкие доходы режим добровольного патентирования приводит к тому, что многочисленные налогоплательщики остаются за пределами системы НДС.

**17. Официальные органы рассматривают возможности снижения ставки НДС для недавно открытых предприятий в отдаленных районах.** Возможное снижение будет носить временный характер — на пять лет (2 процента до 2015 года, 4 процента до 2017 и 5 процентов до 2019 года) и будет отражено в Налоговом кодексе. Главным обоснованием служит развитие отдаленных районов, которые характеризуются очень низкими уровнями дохода и высокой трудовой миграцией. Ввиду того что ставка НДС будет снижаться только для новых предприятий, ожидается нулевое прямое снижение уровня поступлений. Это все же повлечет за собой некоторые потери будущих доходов в тех случаях, когда предприятия были бы созданы и без снижения ставок налогов. Кроме того, если льготы открывают новые

возможности для уклонения от уплаты налогов, они могут привести к значительным дополнительным издержкам. Например, предприятия могут использовать «трансфертные цены», то есть уменьшать размер своих налоговых обязательств, указывая в отчетности, что их прибыль получена в отдаленных районах, в которых действуют более низкие налоговые ставки. Налоговый кодекс позволяет налоговым органам пересматривать оценку цен налогоплательщиками, когда следующие операции не считаются проведенными по рыночным ценам: (i) между связанными сторонами, (ii) по бартерным операциям, (iii) по внешним операциям.

## **Обзор международного опыта и аргументы за и против стимулов**

**18. Эмпирические исследования и международный опыт показывают, что налоговые льготы, по всей видимости, не оказывают существенного влияния на инвестиции в долгосрочной перспективе.** В то же время, бюджетные издержки налоговых льгот могут быть значительными. Анализ последствий налоговых льгот в странах с переходной экономикой (OECD, 1995) показал небольшую вероятность того, что стимулы поощряют приток ПИИ. Другое исследование ОЭСР показало ограничения воздействия налоговых льгот на экономический рост (OECD, 2010). В Бразилии налоговые льготы исказили налоговую систему, снизили доходы и не стимулировали инвестиции (Estache and Gaspar, 1995). Налоговые каникулы в Малайзии не смогли стимулировать инвестиции в целевые виды деятельности (Boadway, Chua and Flatters, 1995). В Таиланде инвестиции увеличились бы и без стимулов, поскольку норма прибыли была достаточно высокой (Halvorsen, 1995).

**19. Принимая решение о применении стимулов, правительство Кыргызской Республики должно исходить из точных оценок издержек и выгод, которые, однако, трудно оценить.** К прямым издержкам, которым трудно дать количественную оценку, относятся: деятельность, ориентированная на извлечение ренты, и перекосы в экономике. Кроме того, административные издержки, связанные с применением режимов с налоговыми льготами, могут потребовать значительных ресурсов. К косвенным последствиям стимулов относятся: вытеснение других видов инвестиций, которые принесли бы больше налоговых поступлений. Рост доходов возможен только тогда, когда налоговые льготы приводят к росту совокупных инвестиций, который стимулирует налоги с дополнительных вводимых ресурсов и занятости. Официальные органы Кыргызской Республики работают над стимулированием отдельных секторов или регионов страны, в том числе путем введения налоговых льгот. Следует при этом отметить, что в этом случае вряд ли увеличатся совокупные инвестиции. Вместо этого приток инвестиций на целевые сектора или регионы может переключиться с других частей экономики.

**20. Если введение налоговых льгот неизбежно, правительству Кыргызской Республики необходимо использовать принципы оптимальной налоговой политики.** Прозрачность и предсказуемость чрезвычайно важны для инвесторов, принимающих долгосрочные инвестиционные решения. Отражение стимулов в налоговом законодательстве страны предпочтительнее введения стимулов в отдельных постановлениях или контрактах с частными фирмами, поскольку возможности для коррупции значительно сократятся. Как

говорилось выше, стимулы следует разрабатывать таким образом, чтобы они не давали возможности для уклонения от налогов.

**21. Налоговые льготы могут предоставляться в разных формах с разными эффективными с точки зрения затрат структурами (таблица с тексте 2).**

- Налоговые каникулы освобождают налоговые органы от административного бремени, но в основном привлекают краткосрочные инвестиции с неясными суммами упущенных поступлений. Кроме того, налоговые каникулы создают сильные стимулы к уменьшению налоговых обязательств (посредством трансфертных цен). Обычно новая администрация выбирает эти временные виды стимулов, чтобы показать свою готовность к улучшению делового климата. Когда деловой климат улучшится, инвестиции могут остаться и после истечения срока действия налоговых стимулов. На практике, однако, реформы, призванные сделать деловой климат в стране более благоприятным, часто замедляются, а налоговые каникулы или сниженные ставки налогов остаются на многие годы с постоянным их обновлением.
- Снижение ставок НДС имеет в основном такие же характеристики, что и налоговые каникулы, но меньшего масштаба. Разница между налоговыми каникулами и снижением ставки НДС также заметна при анализе потери доходов, которая ниже во втором случае.
- Инвестиционные льготы и налоговые кредиты можно использовать прозрачным образом и они могут служить более адресным инструментом, чем налоговые каникулы, для стимулирования определенных видов инвестиций. Однако эти стимулы могут исказить выбор капитала в пользу недолговечных активов, поскольку льготы предоставляются всякий раз при замене актива (средств).
- Ускоренная амортизация считается наименее вредным из стимулов, связанных с НДС. Ее недостатки в основном аналогичны инвестиционным льготам и налоговым кредитам за исключением того, что этот стимул не вносит перекоса в пользу недолговечных активов.
- Освобождения от НДС способствуют злоупотреблениям, поскольку предприятия могут передавать освобожденные активы другим получателям за пределами зоны освобождения. Кроме того, ввиду возможности зачета НДС по вводимым ресурсам, с которых он взимается по нулевой ставке, освобождение от НДС может принести мало пользы. Кроме того, в случае освобождения от НДС обычно пропорционально больше преимуществ получают те, кто производит больше расходов.
- В случае зон экспортной обработки, потери доходов могут быть значительными в случае перевода прибыли в эти зоны.



Таблица в тексте 2. Кыргызская Республика. Оценка типичных налоговых стимулов

Преимущества	Недостатки
<b>Налоговые каникулы</b>	
<p>Простота администрирования.</p> <p>Определенность для инвестора в отношении налоговых условий</p> <p>Может принести немедленную и значительную пользу новым компаниям, прибыльным в начале их цикла</p> <p>Позволяет налогоплательщикам избегать контактов с налоговой администрацией (что важно, если она считается коррумпированной или неэффективной).</p>	<p>Не привлекают фирмы с значительными начальными затратами и идут на пользу в основном краткосрочным проектам.</p> <p>Трудно отменить без перекосов в условиях конкуренции между новыми и существующими фирмами.</p> <p>Дорого обходится, поскольку вся прибыль освобождается; наибольшую пользу извлекают фирмы с высокой прибылью, которые вероятно пошли бы на инвестиции и без стимула.</p> <p>Создает стимулы к трансфертному ценообразованию (внутри страны и международному).</p> <p>Потерю доходов трудно оценить без подачи и оценки налоговых деклараций (а в таком случае возникают административные расходы без привлечения доходов). Период налоговых каникул с указанным сроком создает негативный эффект, поскольку ценность стимула уменьшается по мере приближения истечения срока его действия.</p>
<b>Снижение ставок НДС</b>	
<p>Простота администрирования.</p> <p>Отсутствует проблема конечной точки налоговых каникул.</p> <p>Однозначно показывает, что правительство приветствует иностранные инвестиции.</p> <p>Потери доходов меньше, чем при налоговых каникулах.</p>	<p>Может дорого обойтись с точки зрения потери доходов.</p> <p>Может оказаться более слабым стимулом, поскольку польза распределяется на протяжении жизненного цикла проекта, а не сразу.</p> <p>Наибольшую пользу извлекают фирмы с высокой прибылью, которые вероятно пошли бы на инвестиции и без стимула.</p> <p>В случае снижения ставок для некоторых секторов или областей страны ведет к уклонению от налогов путем перевода предприятиями прибыли с высокими налогами предприятиям с низкой ставкой при помощи трансфертного ценообразования (внутри страны и международного). Становится непредвиденной прибылью для существующих инвестиций.</p> <p>В отличие от конкретных льгот, не может быть налогом, сэкономленным налоговыми органами страны происхождения.</p>
<b>Налоговые кредиты и инвестиционные льготы</b>	
<p>Налоговая льгота предоставляется сразу, а не на протяжении нескольких лет.</p> <p>Потери доходов более прозрачны (легко измеримы).</p> <p>Могут направляться на конкретные виды инвестиций или стимулировать инвестиции в долгосрочные активы.</p> <p>В среднем приводят к меньшей утечке доходов, чем каникулы, поскольку направлены на текущие капитальные расходы.</p>	<p>Данный уровень кредита отдает предпочтение краткосрочным активам по сравнению с долгосрочными -- если кредит погашается при каждой покупке актива.</p> <p>Увеличивает административную нагрузку -- масштаб мошеннических заявлений растет, если кредит не применим ко всем инвестициям.</p> <p>Не приносит непосредственной пользы убыточным фирмам и отдает предпочтение существующим компаниям по сравнению с новыми (поскольку получение прибыли, в счет которой можно зачесть кредит, вероятнее в случае первых).</p> <p>Подвергает дискриминации капиталоемкую деятельность, которая не пользуется таким кредитом.</p>
<b>Ускоренная амортизация</b>	
<p>Позволяет повысить ставку годового списания или предоставить исходную скидку, после чего стоимость за вычетом скидки списывается по стандартным нормам.</p> <p>Не обязательно подвергает дискриминации в пользу краткосрочных активов.</p>	<p>В некоторой степени напоминает налоговые кредиты и первоначальную скидку, но обычно приносит меньшую пользу (правда зависит от степени ускорения).</p>
<b>Освобождения от косвенных налогов (НДС, акцизы и т.д.)</b>	
<p>Позволяет налогоплательщикам избегать контактов с налоговой администрацией (что важно, если она считается коррумпированной или неэффективной).</p>	<p>Чревато злоупотреблениями, поскольку соответствующие критериям покупки легко передать покупателям, которым не предназначены стимулы.</p> <p>НДС с вводимых ресурсов по нулевой ставке не имеет большого значения для фирмы-покупателя, поскольку НДС, уплаченный с таких покупок, засчитывается (или должен).</p>
<b>Зоны экспортной обработки</b>	
<p>Позволяет налогоплательщикам избегать контактов с налоговой администрацией (что важно, если она считается коррумпированной или неэффективной).</p>	<p>Утечка необлагаемых налогом товаров на внутренний рынок может оказаться безудержной, в силу недостатков системы безопасности или коррупции.</p>

Источники: Chalk (2001); Zee, Stotsky, and Ley (2002).



## D. Варианты реформ налоговой политики

**22. Несмотря на то, что уровень налоговых поступлений в Кыргызской Республике уже высок по сравнению со странами со сходным уровнем доходов, необходимо прилагать усилия в среднесрочной перспективе к дальнейшему повышению доходов.**

В краткосрочной и среднесрочной перспективе от действующих мер налоговой политики и продолжения реформ налогового администрирования ожидается повышение эффективности налоговой системы и мобилизация необходимых доходов. Эти усилия, однако, могут быть сведены на нет действующими и новыми налоговыми льготами. В будущем необходимо принять более значимые меры налоговой политики, в дополнение к совершенствованию администрирования, для поддержки государственной программы развития. Правительство Кыргызской Республики должно гарантировать экономическую и социальную стабильность, чтобы сохранить более высокие темпы роста. Кроме того, меры налоговой политики могут уменьшить искажения и административные издержки.

**23. Отмена некоторых освобождений от НДС должна стать приоритетной мерой в среднесрочной перспективе для обеспечения как можно более широкой базы НДС.**

Поскольку нет гарантий отражения освобождения от НДС в конечной цене продукта, освобождение от НДС не должно применяться в целях предоставления социальных пособий. Более эффективная политика распределения ресурсов заключалась бы в сборе НДС в полном объеме и использовании этих доходов для адресных программ социальной помощи. Не обеспечивая эффективного уменьшения налоговой нагрузки на нуждающихся, освобождение от НДС ослабляет цепочку обеспечения сбора НДС. В качестве важного шага к расширению базы НДС правительство недавно отменило освобождение от НДС роуминга и подключения к интернету. Сельскохозяйственный сектор, коммунальные услуги, транспортные услуги, жилые дома и основные средства также принесут дополнительные доходы, если не будут освобождаться от НДС (или будут повышены пороговые значения для освобождения, например, в случае основных средств). Совершенствование системы возмещения НДС также будет необходимой реформой. При слабом механизме возмещения НДС, он будет, в принципе, каскадным налогом. Официальным органам необходимо провести, возможно, с технической помощью МВФ, общий пересмотр льгот по НДС. Такой обзор обеспечил бы детальную оценку стоимости этих льгот, которая помогла бы официальным органам принять меры по отмене освобождений.

**24. Все аргументы «за» и «против» необходимо тщательно оценить до введения налоговых льгот; в случае уже введенных стимулов, необходим тщательный мониторинг или их отмена.**

К предпочтительным инструментам, при неослабевающем давлении с требованием о введении налоговых льгот, относится ускоренная амортизация или инвестиционные льготы и налоговые кредиты. Временное снижение ставок НДС для вновь созданных предприятий в отдаленных районах не обязательно стимулирует дополнительные инвестиции в этих регионах, но в случае их снижения важен мониторинг их применения. Кроме того, налоговым органам необходимо следить за трансфертным ценообразованием на внутреннем рынке, чтобы не допускать указания недостоверных цен с целью перемещения

источника прибыли в отдаленные районы, в которых действуют более низкие ставки НДС. Для этого мониторинга, однако, требуются квалифицированные специалисты. В этой связи налоговым органам необходимо расширить свои возможности по решению вопросов, касающихся трансфертного ценообразования. Кроме того, обеспечение соблюдения налогового законодательства существующими предприятиями поможет предотвратить появление лазеек для уклонения от налогов и потерю доходов после введения этого стимула. В целях расширения налоговой базы можно отменить льготы сельскохозяйственных производителей по НДС. Потери доходов из-за этих льгот по НДС также можно оценить в рамках вышеупомянутого обзора льгот.

**25. Дополнительные среднесрочные меры, которые могли бы усовершенствовать мобилизацию доходов и в то же время усилить эффективность и справедливость налоговой системы, включают следующие:**

- *Пересмотр системы патентов.* Это обеспечит более равномерное распределение налогового бремени среди налогоплательщиков, не достигающих порога НДС. Новая система патентов могла бы состоять из упрощенной системы патентов с немногочисленными категориями для микропредприятий (например, с оборотом менее 10 000 долл. США) и режимом условно-расчетного налога на базе оборота для предприятий с оборотом на уровне между 10 000 долларов США и порогом НДС. Режим условно-расчетного налога мог бы также исходить из валовой прибыли и физических характеристик.
- *Поэтапная отмена налогового режима на основе контрактов.* Это сведет к минимуму риск коррупции, который часто присутствует в администрировании такого вида налоговых режимов. Режим на основе контрактов может быть временным решением для привлечения доходов, но не постоянным. Вместо этого можно ввести систему, состоящую из оценки оборота предприятий и применения коэффициента маржи для оценки их прибыли.
- *Полный переход с системы оценки по весу на систему оценки по цене.* Это позволит взимать налоги с большей части товаров, ввозимых из Китая и реэкспортируемых в Казахстан. Кроме того, система оценки на основе цены приведет к существенному увеличению поступлений НДС. Для предотвращения занижения стоимостной оценки на таможне следует применять методы индикативных цен.
- *Повышение ставок акцизов.* Ввиду относительной неэластичности спроса на эти товары и широкой базы доходов, повышение ставки немедленно увеличит доходы. Помимо того, что они являются эффективным источником доходов, акцизы могут также сдерживать чрезмерное потребление соответствующих товаров. Необходимы периодические корректировки специфических акцизов для предотвращения снижения доходов в результате инфляции.

**26. Поэтапная отмена налога с оборота (продаж) в среднесрочной перспективе устранила бы искажения.** В то же время официальным органам необходимо будет найти альтернативный источник доходов, который компенсировал бы потерю доходов в результате отмены этого дохода. Повышение ставки НДС было бы наиболее эффективным решением. Повышение ставки НДС на один процентный пункт принесет, по оценкам, дополнительные доходы в размере 1,5 млрд сомов. Поэтому для компенсации потерь от отмены налога с оборота, ставку НДС придется повысить на три процентных пункта. Повышение ставки НДС не приведет к сокращению инвестиций или торговли, поскольку НДС не взимается с предприятий. Кроме того, в режиме НДС налоги на вводимые ресурсы зачитываются в качестве кредита в счет налогов на продукцию. Другой важной чертой НДС является то, что более высокая ставка НДС по сравнению с соседней страной не имеет значения, поскольку в соответствии с «принципом назначения» сумма уплачиваемого с товаров НДС определяется ставкой, взимаемой в стране конечной продажи, и доход начисляется этой стране.

**27. Для повышения степени прозрачности официальным органам необходимо ввести отчет о налоговых расходах и включить его в бюджет.** Не проводились исследования для тщательного анализа действующих налоговых льгот и определения потери доходов. Измерение потери доходов из-за СЭЗ и проведение анализа затрат и выгод системы также помогло бы принять решение о сохранении СЭЗ. Оценка потери доходов, вызванной стимулами, и ее публикация в виде отчета о налоговых расходах укрепит мониторинг и повысит степень прозрачности. Кроме того, это может предоставить информацию для формулирования политики.

## ЛИТЕРАТУРА

- Boadway, R., D. Chua, and F. Flatters, 1995, "Investment Incentives and the Corporate Income Tax in Malaysia," in A. Shah, *Fiscal Incentives for Investment and Innovation*, 341–73 (New York: Oxford University Press).
- Botman, Dennis, Hagemann, Robert, and Ly, Sodeth, 2006, "Investment Incentives in Cambodia: A Comparison with Neighboring Countries", Selected Issues Paper, IMF, Country Report No. 06/265 (Washington: International Monetary Fund).
- Chalk, Nigel, 2001, "Tax Incentives in the Philippines: A Regional Perspective," IMF Working Paper WP/01/182 (Washington: International Monetary Fund).
- Dobrescu, Gabriela, Nelmes, John, and Yu Jiangyan, 2011, "Nepal's Tax Regime", Selected Issues Paper, IMF, Country Report No. 11/319 (Washington: International Monetary Fund).
- Estache, A. and Gaspar V., 1995, "Why Tax Incentives do not Promote Investment in Brazil," in A. Shah, *Fiscal Incentives for Investment and Innovation*, 309–40 (New York: Oxford University Press).
- Halvorsen, Robert, 1995, "Fiscal Incentives for Investment in Thailand," in A. Shah, *Fiscal Incentives for Investment and Innovation*, 399–436 (New York: Oxford University Press).
- Klemm, Alexander, 2009, "Causes, Benefits, and Risks of Business Tax Incentives", IMF Working Paper WP/09/21 (Washington: International Monetary Fund).
- Harrison, Graham, Masters, Andrew, and Fenochietto, Ricardo, 2009, "Kyrgyz Republic: Securing Tax Revenues during the Economic Downturn", IMF TA Report (Washington: International Monetary Fund).
- Organization for Economic Cooperation and Development, 1995, *Taxation and Foreign Direct Investment: the Experience of the Economies in Transition* (Paris: Organization for Economic Cooperation and Development).
- \_\_\_\_\_, 2010, *Tax Policy Reform and Economic Growth*, Tax Policy Studies, No. 20 (Paris: Organization for Economic Cooperation and Development).
- Rota-Graziosi, Gregoire, 2011, "Kyrgyz Republic: Notes on Tax Policy", IMF (Washington: International Monetary Fund).
- Zee, Howell H., Stotsky, Janet G., and Ley Eduardo, 2002, "Tax Incentives for Business Investment: A Primer for Policymakers in Developing Countries," *World Development*, Vol. 30, No. 9, 1497–1516.

## МЕХАНИЗМЫ ПЕРЕДАЧИ ВОЗДЕЙСТВИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ<sup>1</sup>

Существуют трудности в разработке денежно-кредитной политики в Кыргызской Республике и ее эффективности из-за низкой степени монетизации (отношение M2 к ВВП на уровне 32 процентов на конец 2012 года), узкой финансовой системы (банковские активы на уровне 30 процентов ВВП на конец 2012 года), высокой степени долларизации (52 процента на конец 2012 года) и преобладания наличных расчетов в экономике (деньги в обращении на уровне 56 процентов на конец 2012 года).

### А. Общие сведения

**1. В то время как в развитых странах денежно-кредитная политика считается мощным инструментом, в странах с низкими доходами (СНД) возникает ряд вопросов по поводу эффективности денежно-кредитной политики.** Эмпирические исследования показывают, что традиционные механизмы передачи воздействия в СНД слабее, главным образом, из-за менее развитой финансовой системы, высокой степени долларизации и слабой институциональной основы. Предыдущие исследования по Кыргызской Республике показали, что связь между денежными агрегатами и инфляцией довольно часто нарушается, особенно в период 2001–2008 годов<sup>2</sup>. Такая ситуация сохраняется (рис. 1), и агрегаты не реагируют должным образом на меры, принимаемые Национальным банком Кыргызской Республики (НБКР). Исключением является механизм валютного курса<sup>3</sup>.



### В. Основа текущей денежно-кредитной политики

**2. Основная задача НБКР состоит в сохранении стабильности цен.** Вторичные цели заключаются в поддержке покупательной способности национальной валюты, а также надежности и безопасности банковской и платежной системы. НБКР использует систему денежно-кредитных целевых показателей для обеспечения стабильности цен, с M2 в качестве промежуточного целевого показателя, а резервных денег — операционного целевого

<sup>1</sup> Подготовила Драгана Остожич.

<sup>2</sup> IMF (2008).

<sup>3</sup> Isakova (2008).

показателя. Усилия НБКР сосредоточены на устранении избыточной ликвидности в системе. Успехи в достижении целевых показателей являются смешанными: прогнозируемая и фактическая инфляция, а также целевые и фактические темпы роста денежных агрегатов часто различаются (таблица в тексте 1).

Таблица в тексте 1. Кыргызская Республика. Целевые и фактические показатели инфляции и денежно-кредитных агрегатов

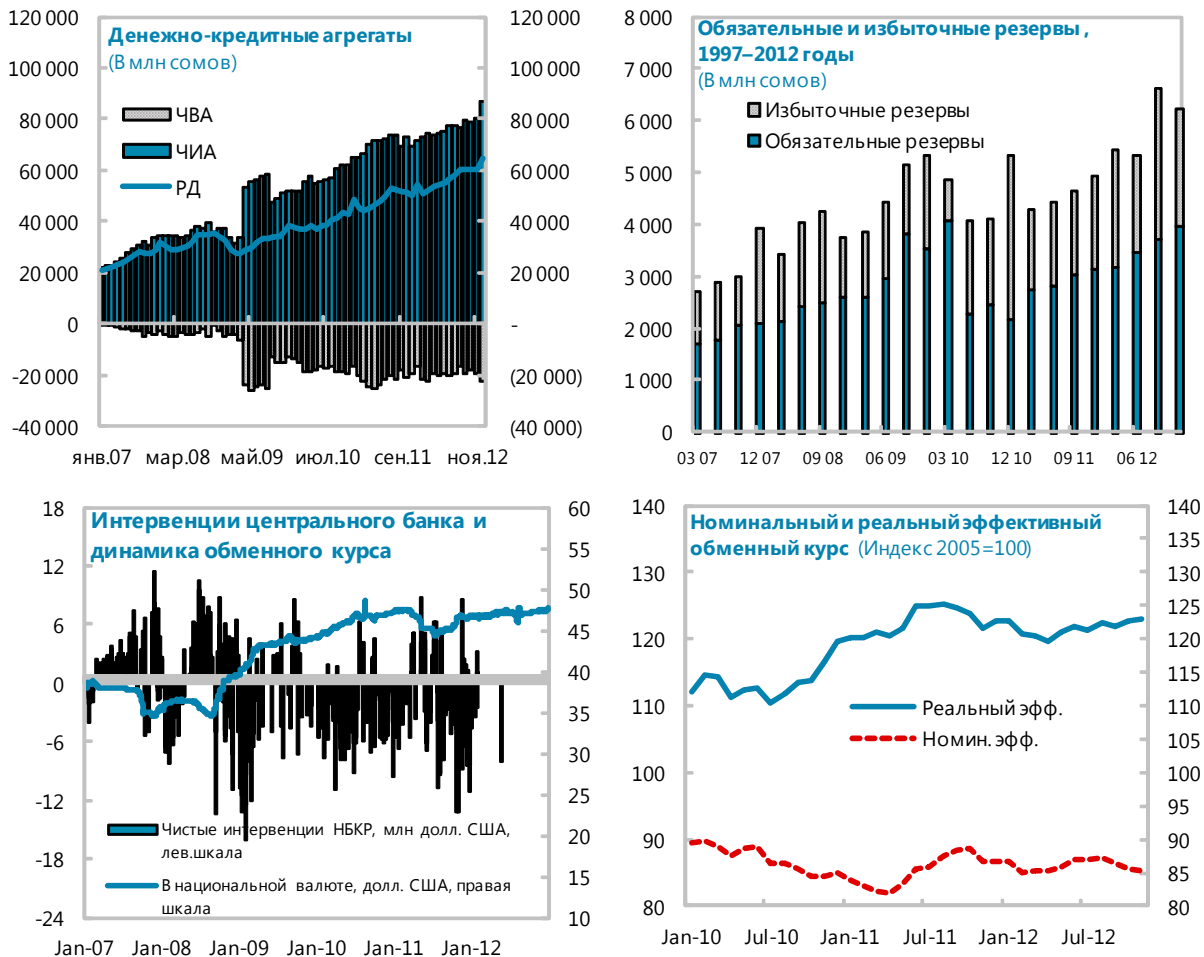
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Инфляция (в процентах)	Целевой	15	10-12	6-8	4-5	4,5	4,7*	5,7	9*	12-15	7,5 *	7,5-9,5	8,0-10,0	7,0-9,0
	Фактический	9,6	3,7	2,3	5,6	2,8	4,9	5,1	20,1	20,0	0,0	19,2	5,7	7,5
Резервные деньги	Целевой			1,9	1,9	1,4	16,2	7,2	19,5	18,3	13,3	23,9	16,4	16,0
	Фактический			42,9	31,6	22,9	24,9	47,4	38,5	11,3	16,8	18,4	12,8	17,7
Широкая ден. масса	Целевой			7,6	6,9	5,4	16,2	17,9	20,3	17,3	23,3	19,3	15,7	18,3
	Фактический			34,1	33,5	32,0	9,9	51,6	33,3	12,6	17,9	21,1	14,9	23,8

\* Пересмотрено в середине года.

Источники: НБКР и расчеты персонала МВФ.

**3. Рост денежной базы, главным образом, связан с чистыми иностранными активами (ЧИА), в то время как воздействие изменений чистых внутренних активов (ЧВА) является незначительным (рис. 2).** Рост резервных денег в 2012 году составил 17,7 процента, из которых 28,7 процента пришлось на ЧИА и –11,0 процента — на ЧВА. Рост ЧИА вызван притоком грантов и кредитов (свыше 400 млн долл. США в 2012 году) и постепенным накоплением золотых резервов. Несмотря на увеличение ЧИА, чистые международные резервы неизменно оставались на уровне 4 месяцев импорта вследствие экспансии экономики. Ликвидность в системе быстро росла, и на долю избыточных резервов приходится в среднем 40 процентов всех резервов. Исторически причинами возросшей ликвидности являлись нестерилизованные интервенции, но в течение последних нескольких лет НБКР проводил минимальные интервенции на валютном рынке, только для устранения чрезмерных колебаний курса (чистые интервенции в 2012 году составили 37 млн долл. США). Номинальный обменный курс постепенно понижался, в то время как реальный эффективный обменный курс повышался из-за высокой инфляции, улучшения условий торговли (роста цен на золото) и накопления ЧИА.

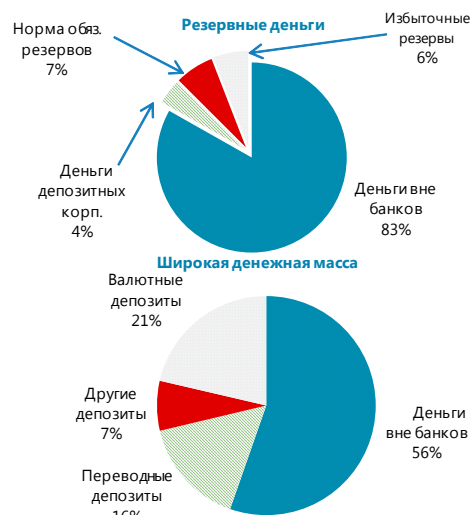
Рисунок 2. Денежно-кредитная и курсовая динамика



Источник: данные НБКР.

**4. Монетизация экономики остается ограниченной ввиду слабого развития финансовой системы.** Несмотря на значительный рост за последние 7 лет, монетизация по-прежнему низка, и отношение М2 к ВВП на конец 2012 года составило 32 процента, в то время как финансовая система остается узкой, и активы банковского сектора составляют 29,9 процента ВВП (таблица в тексте 2). Это обычное явление в регионе СНГ, и показатели соответствуют средним показателям для СНГ. Депозиты и кредит частному сектору — ниже средних показателей для СНГ. Долларизация кредитов и депозитов имеет тенденцию к уменьшению, но остается высокой, несмотря на устойчивый обменный курс. Колебания темпов инфляции снижаются, но она остается высокой и, таким образом, способствует долларизации. Кроме того, высокая доля денег вне

Рисунок 3. Резервные деньги и широкая денежная масса (Декабрь 2012 года)



Источник: данные НБКР.

банков в М2 (56 процентов) показывает, что наличные операции пользуются предпочтением по сравнению с операциями через банковскую систему (рис. 3). Это может быть связано с политической нестабильностью, слабым доверием к банковской системе, в которой по-прежнему присутствуют проблемные банки, и историческим традиционным предпочтением хранить наличность.

Таблица в тексте 2. Кыргызская Республика. Сопоставление отдельных банковских индикаторов

	Кыргызстан			Среднее по КЦА			С низкими доходами	Со средними доходами	С высокими доходами
	2005	2010	2012	2005	2010	2012	2009	2009	2009
Деньги вне банков / М2	61,4	60,0	55,9	62,4	48,7	43,9			
М2/ВВП	21,1	31,4	32,4	13,4	23,0	26,4			
Совокупные активы банковского сектора/ВВП	23,0	29,4	29,9	29,3	36,7	44,7	32,0	50,7	128,9
Совокупные депозиты банковского сектора/ВВП	8,2	12,6	14,4	10,6	15,6	19,4	26,3	51,3	110,5
Банковские кредиты частному сектору/ВВП	7,8	12,5	13,8	12,4	17,4	20,7	19,6	40,6	117,3
Спред депозитной/ссудной ставок, в нац. валюте	16,5	23,3	24,6	11,0	12,5	14,6			
Спред депозитной/ссудной ставок, в иностр. валюте	13,5	17,6	18,2	10,8	10,5	13,2			
Долларизация депозитов	72,2	52,9	51,9	63,1	51,1	41,4			
Долларизация кредитов	64,8	55,7	47,8	66,8	55,0	55,9			
Средние темпы инфляции	4,3	7,8	2,8	7,3	6,9	4,0			
Средняя реальная депозитная ставка, в нац. валюте	1,1	-2,4	3,3	3,8	2,4	3,9			
Директивная ставка	4,1	5,5	2,6	5,1	5,2	4,2			

Источники: официальные органы Кыргызской Республики, база данных по финансовому развитию и структуре, расчеты персонала МВФ.

## 5. НБКР использует стандартный набор денежно-кредитных инструментов для достижения своих целей:

- *Операции на открытом рынке (ООР) проводятся, главным образом, с применением облигаций НБКР и операций РЕПО/обратного РЕПО с государственными ценными бумагами в портфеле НБКР.*

Объем операций с облигациями НБКР и операций РЕПО в последние годы неуклонно растет (рис. 4). Однако этого было недостаточно для поглощения избыточной ликвидности в системе. Колебания суммы предложения на аукционах значительны, и процентные

ставки, возможно, непривлекательны для банков. Аукционы проводятся еженедельно (в различные дни для операций РЕПО, облигаций НБКР и казначейских векселей) и, главным образом, позволяют изъять структурную ликвидность (долгосрочные активы с соответствующим долгосрочным стабильным финансированием), но доводка операций в настоящее время не осуществляется. ООР на вторичном рынке в настоящее время не проводятся.



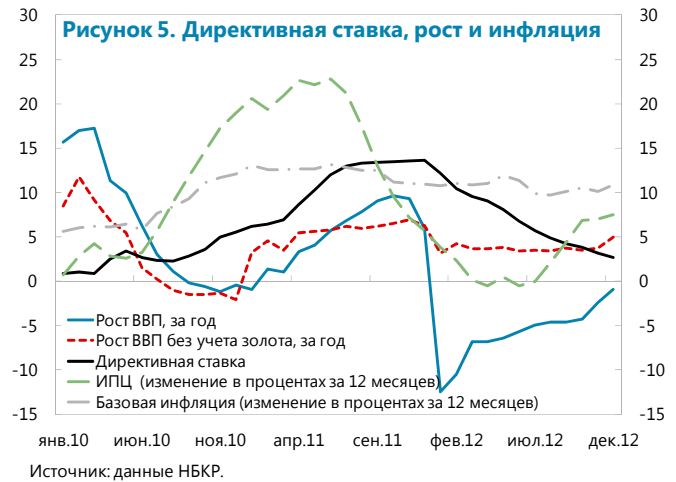
Источник: данные НБКР.



- *Операции на валютном рынке включают прямые интервенции и свопы.*

Использование обоих инструментов уменьшилось, в то время как НБКР пытается поддерживать гибкую систему обменного курса и сохранить иностранные резервы.

- Использование в качестве инструмента *директивной ставки (учетной ставки)* неоднозначно, так как механизм определения директивной ставки и те параметры, на которые пытается влиять НБКР, не ясны. Согласно регламенту, учетная ставка НБКР привязана к средней доходности 28-дневных облигаций НБКР на последних 4 аукционах. Не ясно, однако, каким образом НБКР определяет ставку отсечения для отдельных аукционов своих облигаций, которые впоследствии влияют на учетную ставку. Кроме того, учетная ставка дисконта не используется для кредитных операций НБКР и, главным образом, служит справочной ставкой для казначейских векселей. При такой неясности в отношении определения директивной ставки, политическое давление может влиять на уровень директивной ставки.
- *Нормативы резервирования* установлены для депозитов в сомах и иностранной валюте. Действующая норма составляет 9 процентов для обоих видов депозитов.
- *Прочее.* В портфель инструментов НБКР входят механизмы переучета и депозитный механизм, но большинство из них редко используется.



**6. Несмотря на предусмотренную в законодательстве высокую степень независимости НБКР де-юре, его независимость де-факто ограничивается частыми заявлениями правительства и судебными решениями.** В таблице 3 представлены выводы исследования в работе Arnone et al. (2007), в которой оценивается независимость центральных банков на основе анализа законодательства. Кыргызская Республика и страны региона Закавказья и Центральной Азии имеют относительно высокий рейтинг. При этом разница между независимостью де-юре и де-факто часто является весьма существенной, так как хорошее законодательство может не вести к надлежащей практике/применению. Инициативы правительства по субсидированию кредитования и его вмешательство в политику процентных ставок ослабляют независимость НБКР. Кроме того, в правовой системе Кыргызской Республики правовые «кодексы» преобладают над «законами» в случае противоречий между ними. Например, гражданско-процессуальный кодекс преобладает над законами, регулирующими санацию банков. Соответственно, постановления коммерческого суда, касающиеся решений НБКР (например, недавнее постановление межрайонного суда

о продлении периода неприменения мер воздействия к «Залкар Банку»), принятые вопреки закону о НБКР, ослабляют его независимость де-факто. Эти действия показывают общественности, что правительство может влиять на политику и решения НБКР.

Таблица в тексте 3. Кыргызская Республика. Сравнение независимости центрального банка де юре

	Общая	Политическая	Экономическая
Кыргызстан	0,88	1,00	0,75
В среднем по КЦА	0,74	0,78	0,71
СНД	0,33		
С формирующимся рынком	0,60		
С развитой экономикой	0,96		

\* Более высокий балл отражает большую степень независимости.

Источники: Arnone et al. (2007); Mishra et al. (2010).

## С. Механизмы передачи воздействия денежно-кредитной политики

7. Понимание механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики позволяет центральному банку влиять на экономическую активность и инфляцию, принимая решения в области денежно-кредитной политики<sup>4</sup>. На рис. 6 показана стандартная основа денежно-кредитной политики и механизм передачи ее воздействия.

Рисунок 6. Механизмы передачи воздействия денежно-кредитной политики



<sup>4</sup> Механизм цен на активы и механизмы ожиданий трудно анализировать в контексте стран с низкими доходами, в которых фондовые рынки слабо развиты, и данные по рынку недвижимости ограничены. Кроме того, инвесторы могут быть недостаточно опытными, чтобы перераспределять активы на основе сигналов денежно-кредитной политики.

**8. Возможности механизма процентных ставок ограничены, что ослабляет эффективность денежно-кредитной политики в Кыргызской Республике.** Исследования, проведенные НБКР, показывают, что процентные ставки почти не объясняют поведение денежно-кредитных агрегатов<sup>5</sup>. Аналогичным образом, в работе Isakova (2008) делается вывод о том, что «повышение ставки РЕПО на один процент в Кыргызской Республике ведет к увеличению инфляции по ИПЦ менее чем на 0,03 процента, и этот эффект исчезает по прошествии 5 месяцев». Этот результат противоречит логике и подтверждает нарушение взаимосвязи. Наше исследование показывает, что повышение директивной ставки на один процент ведет к уменьшению инфляции на 0,013, и этот эффект исчезает по прошествии одного месяца (оценка за период с декабря 2001 года по декабрь 2012 года).

**9. Директивная ставка не оказывает сильного влияния на другие процентные ставки, кроме межбанковской ставки.** Межбанковская ставка отражает динамику директивной ставки (рис. 7). Более того, «повышение директивной ставки на один процент ведет к росту межбанковских ставок на 0,99 процента»<sup>6</sup>. Однако предварительные результаты нашего исследования показывают, что директивная ставка оказывает более слабое воздействие на межбанковскую ставку, и это воздействие меняется со временем<sup>7</sup>. Это ожидаемый результат, так как со временем рынок межбанковских операций развивается и становится более активным. Кроме того, сильные колебания директивных ставок не находят отражения ни в депозитных, ни в ссудных ставках (рис. 7). Наше исследование показывает, что повышение директивной ставки на один процент ведет к снижению депозитных ставок на 0,16 процента, в то время как влияние на ссудные ставки не является статистически значимым.

**10. Валютный курс тесно коррелирован с инфляцией, как и во многих других развивающихся странах и странах с высокой долларизацией экономики.** Учитывая, что на долю денежных переводов от работников-мигрантов приходится приблизительно 30 процентов ВВП, а на долю импорта - свыше 60 процентов ВВП, любые изменения обменного курса могут оказывать значительное влияние на инфляцию<sup>8</sup>. В работе Isakova делается вывод о том, что изменение номинального обменного курса на 1 процент ведет по прошествии двух-трех месяцев к изменению ИПЦ на 12 процентов. В проведенном нами

<sup>5</sup> IMF (2007).

<sup>6</sup> Isakova.

<sup>7</sup> Как показывают еженедельные данные, воздействие директивной ставки на межбанковскую ставку в период 1998–2012 годов составляло 0,29 процента; оно возросло до 0,54 процента в период после 2002 года и 0,60 процента в период 2004–2012 годов. Однако если мы проанализируем только период после 2007 года, рост межбанковской ставки превышает повышение директивной ставки, т.е. повышение директивной ставки на один процент ведет к увеличению межбанковской ставки на 1,05.

<sup>8</sup> Помимо высокой степени долларизации депозитов и ссуд, доля иностранной валюты в обращении может быть также высокой. Хотя официальных обследований иностранной валюты в обращении не проводилось и новые данные отсутствуют, согласно оценке, приводимой в работе Feige (2003), в 2001 году средняя сумма иностранной валюты в обращении на душу населения составляла 20 долл. США, т.е. приблизительно 48 процентов совокупной наличности.

исследовании делается вывод о еще более сильном механизме воздействия: по прошествии одного месяца изменение составит порядка 19,6 процента. Учитывая мировые цены на продовольствие, механизм воздействия оказывается еще более сильным — приблизительно 21,3 процента.

**11. Воздействие кредитного механизма, банковского механизма и механизма баланса активов и обязательств обычно ограничено, если не работает механизм процентной ставки.** Если эти механизмы не работают должным образом, центральный банк может быть не в состоянии регулировать объем предложения кредита, так как банки могут предпочитать хранить резервы или вкладывать средства в казначейские векселя, вместо того чтобы корректировать объемы кредитования экономики.

#### **D. Препятствия на пути к эффективности денежно-кредитной политики**

**12. Необходимые условия для успешного денежно-кредитного таргетирования еще не полностью созданы, что объясняет невыполнение НБКР своих целевых показателей.** Во-первых, не установилась тесная и стабильная взаимосвязь между денежными агрегатами и инфляцией. Второе условие касается связи между денежно-кредитными инструментами и выбранным денежным агрегатом, которая слаба в Кыргызской Республике в силу особенностей банковской и денежно-кредитной системы. Выходом из положения может быть совершенствование денежно-кредитных операций, в частности ООР. В-третьих, для того чтобы какой-либо денежный агрегат стал применимым целевым показателем политики, требуются надежные данные. При удовлетворительной денежно-кредитной статистике статистика по инфляции нуждается в совершенствовании (индексы цен производителей, экспортных и импортных цен). Другим осложняющим положение фактором является объем иностранной валюты в обращении.

**13. Сложившаяся ситуация еще более осложняет таргетирование денежно-кредитных агрегатов на основе прогнозирования ликвидности.** Если прогнозы ликвидности для государственных потребностей составляются надлежащим образом (функционирующее казначейство), тогда НБКР легче подготовить точный прогноз и своевременно изъять избыточную ликвидность. Кроме того, эффективная стерилизация притока иностранной валюты обычно сопряжена с трудностями для органов денежно-кредитного регулирования, в частности в странах со значительным объемом денежных переводов и/или притоком капитала, что приводит к невыполнению органами денежно-кредитного регулирования своих целевых показателей. Кроме того, спрос на деньги возрастает по мере стабилизации и улучшения общей экономической конъюнктуры, что может привести к высоким темпам роста денежных агрегатов, не обязательно ведущим к инфляции.

**14. Основными препятствиями для воздействия директивных ставок на реальную экономику и инфляцию в Кыргызской Республике являются следующие:**

- *Низкие уровни монетизации и финансового посредничества в сочетании с высокой долларизацией и предпочтениями наличности.* ООР, проводимые НБКР, способны влиять только на очень небольшую долю резервных денег (рис. 3). Большой объем кредитов, выраженных в иностранной валюте, может также препятствовать работе механизма процентных ставок, так как заемщики могут легко переключаться с кредитов в национальной валюте на кредиты в иностранной валюте.
- *Передаче воздействия мер, принимаемых НБКР, препятствует не только размер, но и структура банковского сектора Кыргызской Республики.* Устойчиво высокие спреды между ссудными и депозитными ставками (24 процента в сомах и 18 процентов в иностранной валюте) показывают, что конкуренция является низкой, что по сути создает препятствия (см. вставку 1). В таких условиях банки могут без труда заменять большой объем избыточных резервов другими инвестициями. Например, ужесточение/либерализация денежно-кредитной политики не обязательно ведет к уменьшению-увеличению предложения банковского кредита. На долю государственных банков приходится 22 процента активов банковского сектора и 17 процентов всех депозитов в Кыргызской Республике. Хотя это и не очень большая доля, как показано во вставке 1, присутствие государственных банков препятствует работе механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики.
- *Асимметричная информация о клиентах и неблагоприятная институциональная среда ведут к увеличению издержек ведения бизнеса для банков, и поэтому они предпочитают не кредитовать средства и, следовательно, не обеспечивают воздействия мер денежно-кредитной политики.* Стоимость надлежащей проверки клиентов в Кыргызской Республике высока, поскольку не существует всеобъемлющего кредитного реестра. Кроме того, взыскание залога клиентов требует много времени и затрат.
- *Кредитование, которое не основано на рыночных решениях, или подвергается любым другим формам финансового подавления.* Участие правительства в предоставлении кредитов определенным секторам и инициативы по субсидированию процентных ставок не позволяют банкам обеспечивать воздействие принимаемых НБКР решений на заемщиков. В то же время такие инициативы вызывают перекосы по отношению к заемщикам, так как некоторые из них пользуются льготным режимом, в то время как другим (даже в том же самом секторе) он не предоставляется. Недавняя инициатива по субсидированию кредитов сельскохозяйственному сектору служит примером создания препятствий для проведения эффективной денежно-кредитной политики.
- *Возрастает значение небанковского финансового сектора, который напрямую конкурирует с банками.* Наличие организаций микрофинансирования и

специализированных кредиторов также уменьшает значение банков и кредитных механизмов.

- *Слабо развитый межбанковский рынок, денежный рынок и рынок акций.* Межбанковский валютный рынок относительно активен в Кыргызской Республике (среднесуточный оборот составляет 4 млн долл. США), в то время как межбанковский кредитный рынок является вялым (общий объем сделок в 2012 году составил 1,3 млрд сомов). Объем операций на вторичном рынке низок, и его общая капитализация составляет менее 2 процентов ВВП. Сумма непогашенных казначейских векселей и облигаций составляет порядка 3,2 процентов ВВП.
- Присутствие *неформального сектора* может быть значительным, о чем свидетельствует большой объем денег в обращении.

### **Вставка 1. Кыргызская Республика. Общие препятствия для проведения эффективной денежно-кредитной политики**

В литературе указываются следующие основные препятствия для проведения эффективной денежно-кредитной политики:

- *Высокая долларизация* может снижать воздействие изменений директивной ставки на процентные ставки банков в национальной валюте, так как заемщики могут переключаться на другие валюты.
- *Узость финансового сектора* обычно ведет к увеличению объема избыточной ликвидности в банках, сдерживает развитие активного межбанковского рынка и снижает эффективность первой части механизма передачи воздействия.
- *Недостаточная гибкость валютного курса снижает эффективность механизма процентных ставок*, так как валютный курс становится более важным инструментом политики, чем процентная ставка, сигналы для участников рынка относительно курса денежно-кредитной политики не ясны, и денежно-кредитная политика в целом становится менее независимой.
- *Финансовое подавление*, определяемое как любое ограничение рыночного механизма формирования процентных ставок. Обычно в их число входят контроль над процентными ставками в форме нижнего или верхнего лимита или субсидирование процентных ставок для определенных секторов или государственных предприятий. Аналогичным образом, целевое кредитование правительством через банки определенных секторов экономики также ослабляет роль денежно-кредитной политики. Это препятствует надлежащему воздействию директивных ставок на депозитные или ссудные ставки и искажает распределение ресурсов для осуществления наиболее прибыльных проектов.
- *Степень независимости центрального банка* влияет на возможности мер денежно-кредитной и иной политики, а также на сигналы об этих мерах.
- *Низкая конкуренция в банковском секторе, в частности роль государственных банков.* В условиях низкой конкуренции между банками директивная ставка не влияет на рыночные ставки, и банки поддерживают высокую маржу, даже несмотря на изменение стоимости финансирования. Государственные банки обычно более вовлечены в целевое кредитование и работу с субсидируемыми процентными ставками, так что они менее обеспокоены результатами своих операций, поскольку рассчитывают на субсидии/возмещение убытков правительством. Кроме того, важен размер небанковского финансового сектора, так как этот сектор напрямую конкурирует с банками.

- *Здоровье финансовой системы*, так как слабые банки могут реагировать на вливание ликвидности центральным банком или снижение процентных ставок наращиванием ликвидности и повышением маржи. Сохранение кредитов на балансе может вытеснять новое кредитование. Качество надзора важно для раскрытия информации о классификации кредитов.
- *Слабо развитый межбанковский рынок, денежный рынок и рынок акций*. Низкий объем операций между банками может быть обусловлен низким уровнем доверия между банками, так как информация о состоянии банков может быть не полностью прозрачной. Это обычно препятствует работе механизма процентных ставок. Отсутствие или слабое развитие фондовой биржи обычно препятствует работе механизма активов и порождает трудности в определении цены физического капитала. Кроме того, если вторичный рынок государственных ценных бумаг не развит, центральный банк вынужден проводить операции на открытом рынке только через первичный рынок и с коммерческой банковской системой.
- *Качество нормативно-институциональной системы в банковском и коммерческом секторах*. Нормативная база в банковском секторе, равно как регулирование условий, в которых работают банки, также важны для эффективности денежно-кредитной политики. Стандарты бухгалтерского учета, права собственности, правовая система, регулирование процедур банкротства и применения залогового обеспечения и т. п. влияют на размер финансового сектора и стоимость его операций. Если правила недостаточно четко определены, банки будут менее склонны предоставлять кредиты и обеспечивать передачу воздействия решений, принимаемых в области денежно-кредитной политики. Аналогичным образом, качество банковского надзора, наличие реестра кредитов, механизмов страхования вкладов и т. п. являются важными факторами укрепления доверия к банкам и увеличения объема операций, проводимых через банковскую систему.
- *Неформальный сектор*, который обычно трудно оценить, может также препятствовать воздействию денежно-кредитной политики. Неформальный сектор обычно работает с наличными средствами, и решения в области денежно-кредитной политики на него не влияют. Если доля неформального сектора пропорционально высока, денежно-кредитная политика в меньшей степени в состоянии влиять на совокупный спрос.
- *Доминирование налогово-бюджетной политики* означает, что управление государственным долгом имеет большее значение, и поэтому процентные ставки устанавливаются соответствующим образом. Кроме того, финансирование правительства может вытеснять частный сектор.

- *Альтернативные источники финансирования*. Ввиду большого объема средств в обращении и притока денежных переводов физические и юридические лица могут не зависеть от банков для финансирования своих операций (коммерческих операций, инвестиций в недвижимость, потребления), так как имеют альтернативные источники финансирования.

## Е. Заключительные замечания и рекомендации

**15. Несмотря на ограниченные средства в распоряжении НБКР влиять на экономическую активность и инфляцию, ему следует сохранить и доработать свою текущую основу денежно-кредитной политики.** Система денежно-кредитного таргетирования соответствует сложившимся условиям, и НБКР следует рассмотреть возможности ее усовершенствования. Следует пересмотреть механизм определения директивной ставки (учетной ставки) и ее роль. Для повышения эффективности механизма процентных ставок и кредитного механизма НБКР следует сосредоточить внимание на совершенствовании функции прогнозирования ликвидности и найти более оптимальные



способы изъятия избыточной структурной ликвидности путем использования ценных бумаг с более длительным сроком погашения для проведения операций на открытом рынке (а не только облигаций НБКР). Кроме того, следует в целом пересмотреть механизм операций на открытом рынке, в частности операций «тонкой настройки», так как, возможно, их придется проводить более часто, и суммы изъятия ликвидности должны быть уточнены.

**16. НБКР следует совместно с правительством изучить способы укрепления доверия населения к банковской системе.** Перед НБКР стоит ряд сложных задач, которые не вполне находятся под его контролем. Прежде всего, требуется быстро урегулировать проблемные банки, а также сократить государственное участие в работе банковского сектора. Для того чтобы укрепить доверие общественности к компетенции НБКР, НБКР следует улучшить информирование банков и общественности о своей политике и общем состоянии экономики. Выплата зарплат и пенсий через коммерческие банки может создать привычку у населения открывать счета и оставлять некоторые средства в банках. Хотя для уменьшения долларизации и валюты в обращении потребуется время и проведение более комплексных реформ, НБКР может принять меры для повышения привлекательности активов в сомах для банков, в сравнении с долларовыми активами, например, путем дифференциации нормативов резервирования.

**17. Развитие вторичного финансового рынка может помочь уменьшить степень долларизации и в то же время усилить механизм передачи воздействия.** Правительству следует рассмотреть способы увеличения объемов казначейских векселей, доступных на вторичном рынке, а также сумм, доступных НБКР для проведения денежно-кредитной политики.

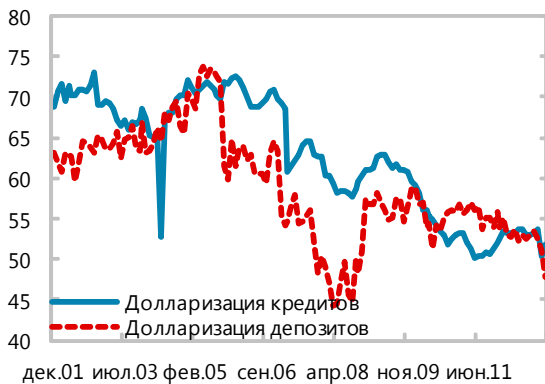
**18. В среднесрочной и долгосрочной перспективе НБКР следует рассмотреть возможность перехода к режиму таргетирования инфляции в денежно-кредитной политике.** НБКР следует продолжать расширять свои возможности по таргетированию инфляции путем разработки надлежащей макроэкономической модели для Кыргызской Республики и дальнейшего повышения качества статистики для принятия решений. Параллельно с этим НБКР следует рассмотреть более эффективные способы прогнозирования инфляции, но для этого потребуются усовершенствования в области статистики цен и полная отмена регулируемых цен (на энергоносители).

**19. Следует сохранить независимость НБКР как в определении его целей, так и выборе инструментов.** НБКР должен иметь возможность свободно выбирать цели денежно-кредитной политики, будь то низкая инфляция, целевой уровень безработицы, уровень ВВП или иная цель. НБКР не может предоставлять кредиты экономике для поддержания роста, не ставя при этом под угрозу макроэкономическую стабильность. Независимость в выборе инструментов — это возможность выбирать надлежащие меры политики, обеспечивающие определенный экономический результат. Эта свобода должна быть сохранена, в частности, относительно определения директивной ставки. Первичной целью должны быть инфляция и денежно-кредитные целевые показатели, а не развитие экономики или стоимость финансирования бюджета.

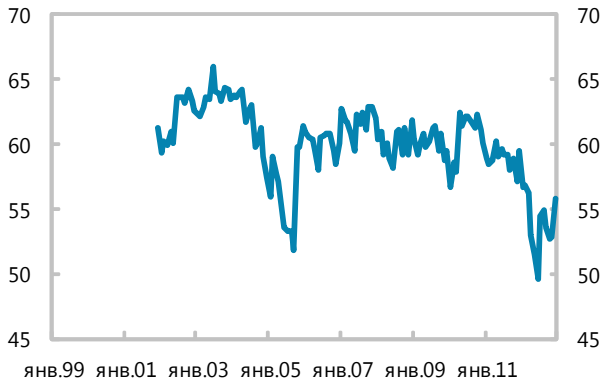


### Рисунок 7. Кыргызская Республика. Отдельные денежно-кредитные показатели, 2001–2012 годы

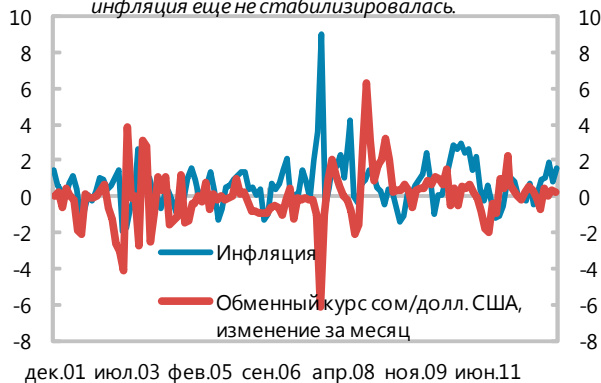
*Степень долларизации все еще высока,...*



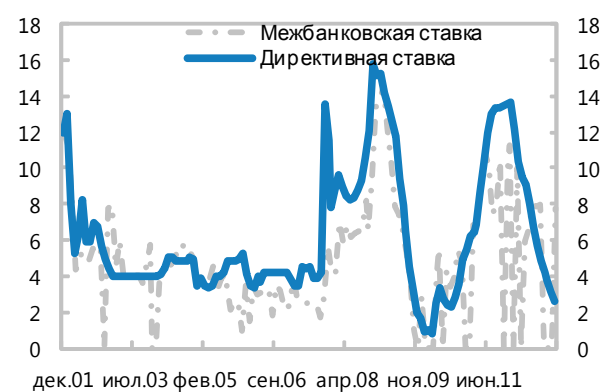
*так же как и доля денег вне банков в М2Х*



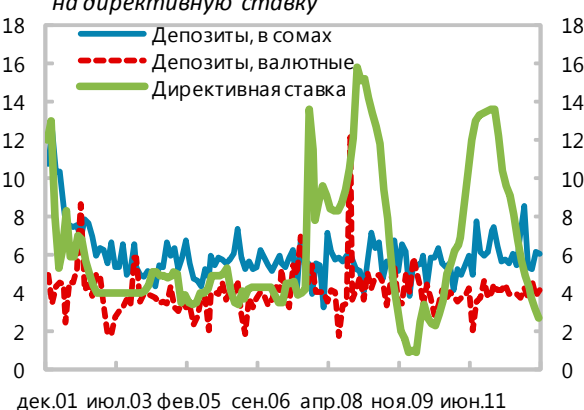
*Колесания обменного курса уменьшаются, но инфляция еще не стабилизировалась.*



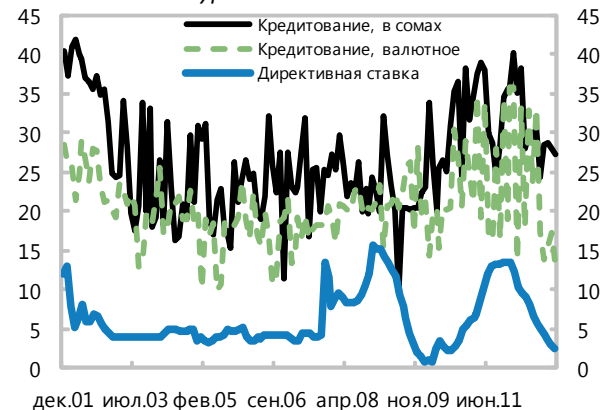
*Межбанковская ставка следует за директивной*



*При отсутствии реакции депозитов на директивную ставку*



*Ссудные ставки прочно остаются на высоком уровне*



Источники: официальные органы Кыргызской Республики и оценки персонала МВФ.

## ЛИТЕРАТУРА

- Arnone, Marco, Laurens, Bernard J., and Jean-Francois Segalotto, 2006, Measures of Central Bank autonomy: Empirical evidence for OECD, Developing and Emerging Economies, IMF Working Paper, No. 06/228
- Bernanke, Ben S., and Alan Blinder, 1988, "Credit, Money, and Aggregate Demand," American Economic Review (May), pp. 435–439.
- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler, 1995, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," NBER Working Paper No. 5146, p. 47 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)
- Beck, Thorsten, Demirguc-Kunt, Asli, Levine, Ross Eric, Cihak, Martin and Feyen, Erik H.B., "A Database on Financial Development and Structure (updated September 2012)"
- Feige, Edgar L., "The Dynamics of Currency Substitution and De facto Dollarization and Euroization in Transition Countries, 2003, Comparative Economic Studies
- Floerkermeier, Holger and Era Dabla-Norris, 2006, "Transmission mechanisms of monetary policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis," IMF Working Paper, No. 06/248
- International Monetary Fund, 2007, Kyrgyz Republic: "Monetary Framework, Operations, and Liquidity management"
- \_\_\_\_\_, 2005, Kyrgyz Republic: "Monetary Operations, Banking System Development, and Central Bank Autonomy"
- \_\_\_\_\_, 2010, Regional Economic Outlook, October 2010: Monetary Policy effectiveness in Sub-Saharan Africa
- Isakova, Asel, (2008), "Monetary Policy Efficiency in the Economies of Central Asia," Czech Journal of Economics and Finance, Vol. 58, No. 11–12
- Mishra, Prachi, Montiel, Peter J. and Spilimbergo, Antonio, 2010, "Monetary Transmission in Low Income Countries", IMF Working Paper, No. 10/233

Mishra, Prachi, and Montiel, Peter J., 2012, "How Effective is Monetary Transmission in Low-Income countries? A Survey of Empirical Evidence, IMF Working Paper, No. 12/143

The National Bank of Kyrgyz Republic, Annual Report, 2011

\_\_\_\_\_, Main Monetary Policy Guidelines for 2012–14

Romer, C. D. and D. H. Romer, 1990, "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism,"  
Brookings Papers on Economic Activity No. 1, pp. 149–213.

Samkharadze, Besiik, 2008, "Monetary transmission mechanism in Georgia: Analyzing pass-through of different channels," Center for Operations Research and Econometrics, Belgium. Available at: <http://www.nbg.gov.ge/uploads/workingpaper/nbgwp02.08.pdf>)

# ОЦЕНКА ОБМЕННОГО КУРСА И ДОСТАТОЧНОСТИ РЕЗЕРВОВ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ<sup>1</sup>

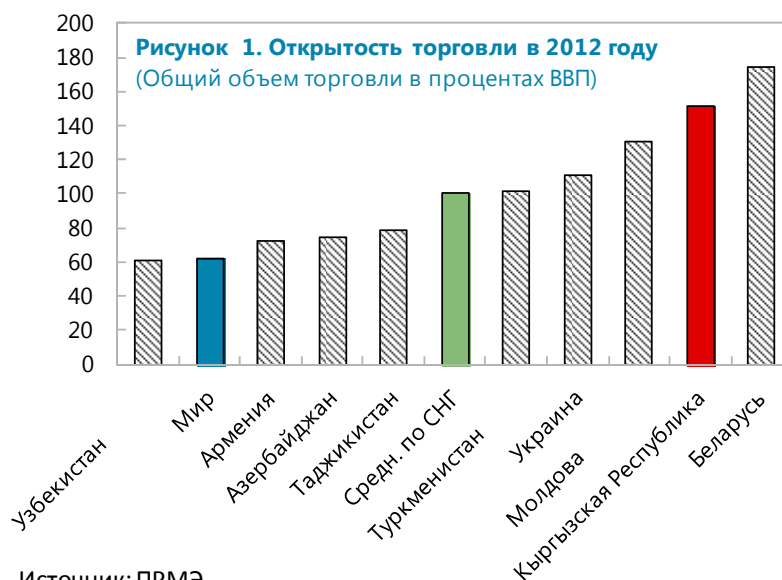
## А. Оценка обменного курса

Кыргызская Республика имеет небольшую открытую экономику, которая уязвима в случае внешних потрясений. Персонал МВФ по-прежнему поддерживает проводимую официальными органами политику гибкого обменного курса с ограниченными интервенциями для сглаживания сильных колебаний. Гибкий номинальный курс помог сохранить внешнюю конкурентоспособность и обеспечить соответствие реального обменного курса экономическим детерминантам.

### Введение

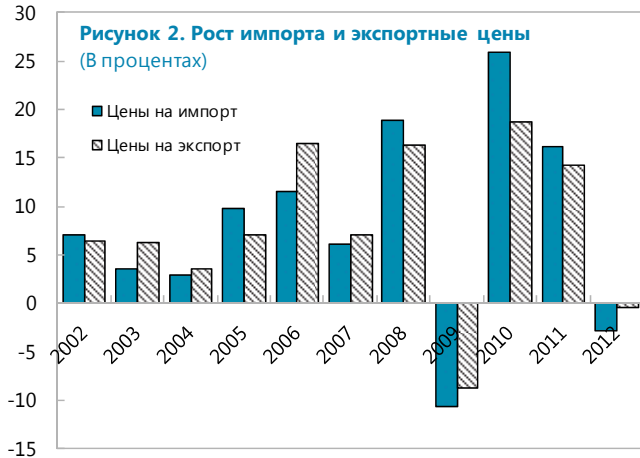
#### 1. Кыргызская Республика остается одной из самых открытых экономик в мире.

В 2012 году общий объем торговли составил 150 процентов ВВП по сравнению со 100 процентами в среднем в странах Содружества Независимых Государств (СНГ) и 62 процентами в мире в целом (рис.1). Вместе с тем, в силу этой открытости экономика Кыргызской Республики подвержена различным внешним шокам, прежде всего в виде колебаний цен на биржевые товары и изменений спроса в странах – ее торговых партнерах. В экспорте Кыргызской Республики преобладает производство золота, на которое приходится более 30 процентов стоимости экспорта товаров за последние годы. Большую часть импортных товаров составляют биржевые и промышленные товары. Поэтому цены на биржевые товары оказывают воздействие на обе стороны торговли Кыргызской Республики.

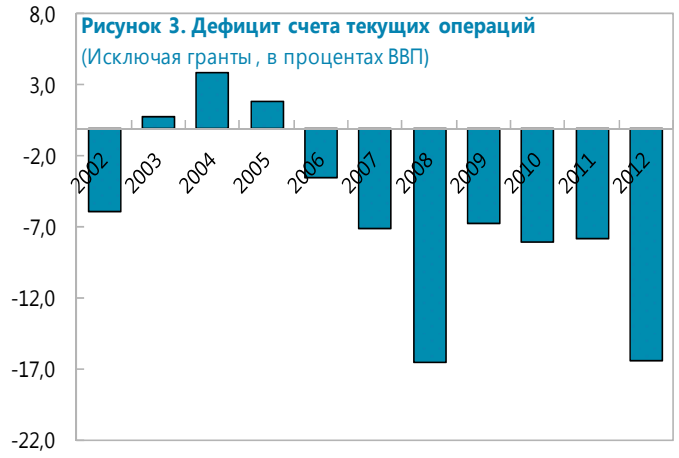


<sup>1</sup> Подготовила Цянь-ин Чэнь. В настоящей записке обновляется второй раздел «Кыргызская Республика — отдельные вопросы», доклад МВФ по стране № 11/156 за 2011 год.

**2. Цены экспорта и импорта Кыргызской Республики нестабильны.** Цены и экспорта, и импорта значительно повысились после 2009 года и выросли, соответственно, более чем на 18 и 14 процентов в 2010 и 2011 году (рис. 2). В 2012 году цены и экспорта, и импорта снизились более чем на 1,5 процента. За последнее десятилетие импортные цены в целом были менее стабильными, способствуя нестабильности внутренней инфляции. По текущему счету в последнее время сохранялась отрицательная позиция (рис. 3).



Источники: официальные органы Кыргызстана и расчеты персонала МВФ.

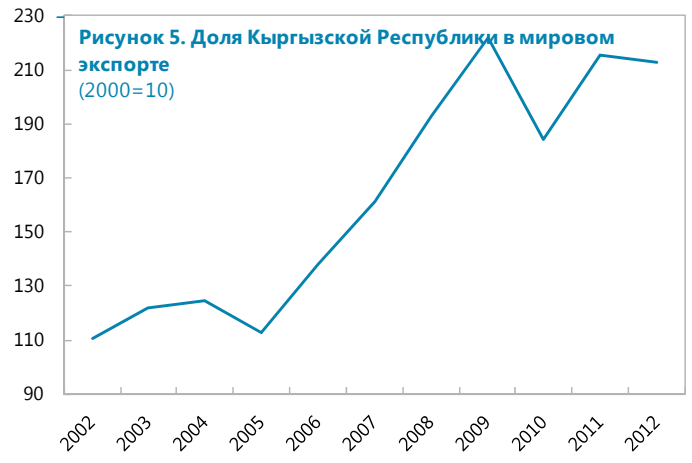


Источники: официальные органы Кыргызстана и расчеты персонала МВФ.

**3. Режим гибкого обменного курса с ограниченными интервенциями центрального банка поддерживает конкурентоспособность.** Валютный режим кыргызского сома де-юре относится к гибким обменным курсам, лишь с ограниченными интервенциями для сглаживания сильных колебаний. Поэтому режим де-факто относится к другим регулируемым режимам. Гибкость номинального обменного курса пошла на пользу экономике в плане стабилизации внешних шоков и сохранения конкурентоспособности. Снижение обменного курса в 2008 году после мирового финансового кризиса поддерживало рост экспорта с 2009 по 2011 год в период слабого внешнего спроса и высоких внутренних цен, что отразилось в стабильном РЭВК в последние годы (рис. 4). Обменный курс оставался в целом стабильным в 2011 и 2012 году (рис. 4), несмотря на значительное увеличение расчетного дефицита счета текущих операций в 2012 году.



Источник: ИНС.



Источники: официальные органы Кыргызской Республики и ПРМЭ.

## Оценка реального обменного курса

**4. Для оценки уровня реального эффективного обменного курса используются три эконометрические методологии:** метод равновесного реального валютного курса (РРВК), метод макроэкономического баланса (равновесия) (МБ) и метод внешней устойчивости (ВУ).

- В подходе на базе РРВК несбалансированность валютного курса измеряется как отклонение фактического обменного курса от равновесного значения. Равновесное значение РЭВК затем моделируется как функция факторов, вызывающих отклонение от паритета покупательной способности, включая условия торговли, производительность, государственное потребление и исходный уровень иностранных активов.
- В подходе на базе МБ степень соответствия РЭВК экономическим детерминантам выводится как изменение РЭВК, необходимое для согласования базового сальдо счета текущих операций с оценкой нормативного состояния счета текущих операций. Затем моделируется равновесное значение отношения сальдо счета текущих операций к объему производства.
- По методу ВУ нормативное состояние счета текущих операций принимается равным отношению сальдо счета текущих операций к объему производства, которое необходимо для стабилизации отношения позиции по чистым иностранным активам к объему производства относительно его нормативного уровня, который считается равным его последнему наблюдаемому значению. Степень соответствия РЭВК экономическим детерминантам затем рассчитывается также, как и методом МБ.

**5. Эти эконометрические оценки указывают, что реальный обменный курс в целом соответствует детерминантам.** Применение трех методов для оценки обменных курсов в 2011 и 2012 году показывает незначительное занижение в размере 2,1 процента в среднем. В частности, подход на базе РРВК показывает занижение курса на 7,7 процента. Однако это статистически незначимо от нуля. Подход с позиций МБ показывает занижение на 8 процентов для покрытия разрыва сальдо счета текущих операций и подход на основе ВУ показывает завышение более чем на 9 процентов (таблица 1). Следовательно, убедительных свидетельств значительной несбалансированности курса кыргызского сома нет.

Таблица в тексте 1. Кыргызская Республика. Эконометрические оценки несбалансированности реального обменного курса<sup>1</sup>

Методология КГВК	Оценка
Подход на основе равновесных реальных валютных курсов	-7,7
Подход на основе макроэкономического равновесия (баланса)	-8
Подход на основе внешней устойчивости	9,4
Средняя	-2,1

1/ Положительное значение указывает на завышенный курс. В оценках персонала используется инструментарий КГВК.

## Выводы и последствия для политики

**6. Гибкость номинального обменного курса способствовала укреплению внешней конкурентоспособности и помогла обеспечить соответствие реального обменного курса экономическим детерминантам.** В будущем официальным органам следует по-прежнему внимательно следить за динамикой внешней ситуации и обеспечить корректировку обменного курса в соответствии с меняющимися детерминантами, включая нестабильные импортные цены.

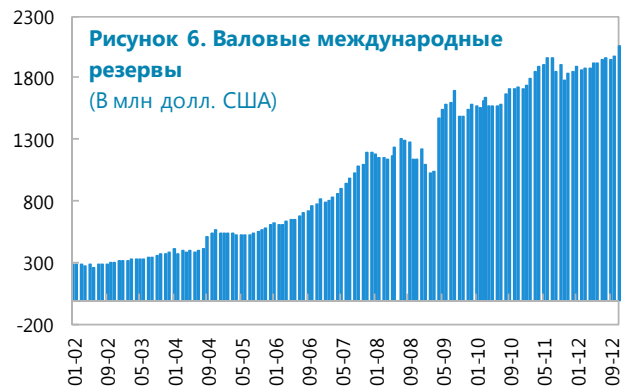
**7. При всей пользе гибкости номинального курса необходимо принимать другие меры для сохранения и повышения внешней конкурентоспособности и смягчения «импортируемой» инфляции.** В частности, будут полезны дальнейшие усилия по улучшению делового климата<sup>2</sup>. Денежно-кредитная политика и меры по совершенствованию внутренней инфраструктуры (особенно энергопродуктов) и образования помогут ослабить зависимость от иностранного импорта и, соответственно, смягчить нестабильность показателей инфляции.

## В. Достаточность международных резервов Кыргызской Республики<sup>3</sup>

Уровень имеющихся в настоящее время резервов Кыргызской Республики достаточен, но буферные резервы ограничены. В прошедшее десятилетие накопление резервов шло высокими темпами, но замедлилось в 2012 году. Оценка достаточности резервов в будущем показывает, что экономика остается уязвимой в случае внешних шоков. Следует уделить больше внимания увеличению внутренних сбережений и накоплению таким образом резервов, чтобы избежать в будущем нестабильности платежного баланса.

### Введение

**8. Валовые международные резервы (ВМР) Кыргызской Республики за последнее десятилетие увеличились более чем в семь раз.** За исключением периода, последовавшего за мировым экономическим кризисом, ВМР Кыргызской Республики неуклонно росли и составили 2061 млн долларов США к концу 2012 года (рис. 6). Рост резервов замедлился после 2011 года.



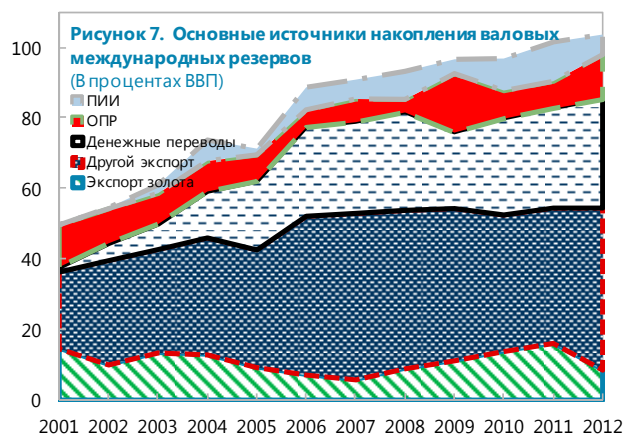
Источники: официальные органы Кыргызстана и расчеты персонала МВФ.

<sup>2</sup> Деловой климат в Кыргызской Республике стал менее конкурентным в последние два года, опустившись с 44-го места из 183 стран в 2011 году до 70-го места в 2013 году, согласно докладу Всемирного банка «Ведение бизнеса». В частности, по сравнению с прошлым снизились и требуют улучшения следующие показатели: уплата налогов, урегулирование проблем неплатежеспособности, получение кредита и приграничная торговля. См.: <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/kyrgyz-republic>.

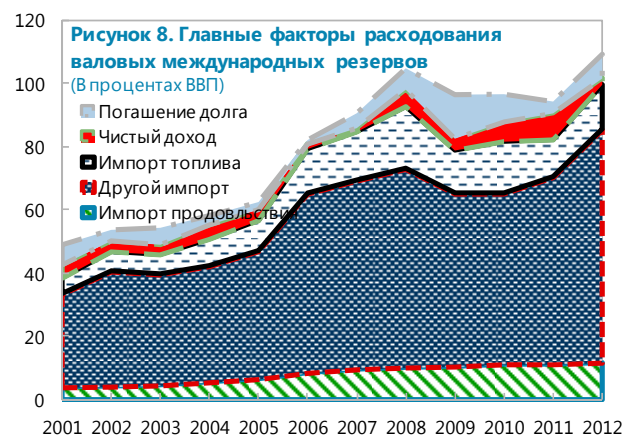
<sup>3</sup> В настоящей записке обновляется третий раздел «Кыргызская Республика — отдельные вопросы», доклад МВФ по стране № 11/156 за 2011 год.

**9. Денежные переводы, экспорт золота и официальная помощь на цели развития остаются важными источниками накопления резервов.** Уменьшение экспорта золота способствовало замедлению роста резервов в 2012 году. Экспорт, который составляет почти 50 процентов ВВП, является важнейшим источником иностранных резервов (рис. 7). В частности, на экспорт золота, который в основном обеспечивала одна компания, находящаяся в иностранной собственности, приходилось более 30 процентов экспорта и примерно 10 процентов ВВП в последние годы. Составляющие более 30 процентов ВВП денежные переводы вносят второй по значению вклад в ВВП помимо экспорта — 95 процентов их притока поступает из России. Другим важным источником притока является официальная помощь на цели развития в виде кредитов и грантов по программам и проектам, в среднем составлявшая за последнее десятилетие приблизительно 8 процентов ВВП.

**10. Импорт, в частности топлива и продовольствия, является главным фактором расходования валютных резервов и продолжает расти.** Стоимость импорта возросла главным образом в результате повышения цен на биржевые товары (рис. 8).



Источники: официальные органы Кыргызстана и расчеты персонала МВФ.



Источники: официальные органы Кыргызстана и расчеты персонала МВФ.

**11. В целом, растущие импортные цены и снижение экспорта золота играют важную роль в замедлении накопления резервов.** Спад добычи золота оказал существенное влияние на экспорт, несмотря на повышение цен на золото. Из-за повышения цен на продовольствие и топливо, импорт создал дополнительный стресс для платежного баланса ввиду зависимости Кыргызской Республики от ввозимых товаров.

### Оценка достаточности резервов

**12. Текущий уровень резервов Кыргызской Республики превышает все традиционные показатели достаточности резервов, но буферный резерв сократился (таблица 2).**



- Отношение валовых международных резервов к импорту за следующий год в месяцах составляло 3,4 и 3,8 в 2011 и 2012 году, соответственно, что превышает рекомендуемый трехмесячный уровень<sup>4</sup>. Однако, это отношение снизилось по сравнению с 2009 годом.
- Отношение ВМР к широкой денежной массе составляло примерно 100 процентов в 2012 году и значительно превышало 20-процентный уровень, считающийся верхней границей стандартного диапазона для этого отношения. Как и отношение к импорту, оно снизилось после 2011 года до самого низкого уровня за последнее десятилетие.
- Резервы составляли свыше 450 процентов депозитов, выраженных в иностранной валюте, за последние два года.
- Отношение резервов к краткосрочному внешнему долгу по остающемуся сроку до погашения за 2011 и 2012 годы составляло примерно 900 процентов, значительно превышая 100-процентный пороговый уровень по правилу Гринспена–Гвидотти. Тем не менее, этот высокий коэффициент отражает ограниченный доступ к рынку и, соответственно, ограниченную роль краткосрочного внешнего долга как источника средств и расходование валютных резервов.

Таблица в тексте 2. Кыргызская Республика. Валовые международные резервы

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Валовые международные резервы												
В млн долл. США	285	290	359	544	608	814	1 194	1 222	1 584	1 716	1 831	2 061
В процентах ВВП	18,6	18,0	18,7	24,6	24,7	28,7	31,4	23,8	33,8	35,8	29,5	31,8
В месяцах импорта следующего года	4,5	3,9	3,8	4,7	3,2	3,0	3,0	4,0	4,9	4,0	3,4	3,8
В процентах широкой денежной массы	165,8	121,2	106,7	114,8	118,0	96,0	97,9	99,9	122,2	116,8	107,0	99,2
В процентах валютных депозитов	675,8	495,2	436,2	382,8	470,9	379,0	510,4	472,5	511,9	523,0	489,1	464,8
В процентах краткосрочного внешнего долга	615,4	441,9	301,9	365,1	310,0	382,2	382,4	317,5	376,0	935,6	990,9	870,3
ВМР и ликвидные активы банков												
В млн долл. США	285	294	372	558	628	851	1 224	1 264	1 628	1 761	1 910	2 142
В процентах широкой денежной массы	165,8	123,0	110,5	117,9	121,8	100,3	100,3	103,3	125,6	119,9	111,7	103,1
В процентах краткосрочного внешнего долга	615,4	448,2	312,6	374,9	319,9	399,5	392,0	328,4	386,4	959,9	1 033,9	904,5

Источники: официальные органы Кыргызской Республики и оценки персонала МВФ.

### 13. Текущий уровень резервов представляется достаточным, исходя из составных индикаторов, но он лишь незначительно выше соответствующих пороговых значений.

Составные индикаторы учитывают одновременные эффекты, обычно в условиях кризиса, расходования резервов из нескольких возможных источников.

<sup>4</sup> Изменения коэффициентов по сравнению с оценкой 2011 года вызваны пересмотром данных и совершенствованием методологии.

- **Разработанный Липшицем, Мессмахером и Мурмурасом составной коэффициент достаточности резервов превышает пороговые уровни.** Составной индикатор, предложенный в работе этих авторов (Lipschitz, Messmacher, and Mourmouras, 2006), привлекает внимание необходимость финансировать потребление импорта в случае снижения доходов. Он рассматривает резервное покрытие относительно суммы следующих компонентов: 100 процентов ожидаемого обслуживания внешнего долга, 10 процентов широкой денежной массы и 20 процентов импорта товаров и услуг. Показатели составляли примерно 117 процентов и 121 процент в 2011 и 2012 году, соответственно, указывая на достаточность резервов (по сравнению с порогом в 100 процентов) для покрытия расходов из вышеупомянутых источников (таблица 3).
- **Другой недавно разработанный показатель достаточности резервов для стран с низкими доходами показывает, что буферный резерв лишь немногим превышает пороговые значения.** Этот показатель демонстрирует калиброванный оптимальный уровень резервов, при котором уравниваются польза и издержки их хранения. Польза хранения резервов заключается в предотвращении резкого спада совокупного потребления из-за неблагоприятных внешних шоков, а затраты на их хранение включают упущенные инвестиционные возможности и процентные расходы. В случае Кыргызской Республики уместны оба показателя для режимов с фиксированным обменным курсом и гибким курсом, поскольку валютный режим относится к другим регулируемым режимам, что указывает на гибкий курс с ограниченными интервенциями центрального банка. Индикатор для режимов с гибким обменным курсом показывает, что объем резервов Кыргызской Республики является достаточным. Индикатор для режимов с фиксированным обменным курсом показывает, что резервов было бы недостаточно. При смешанном режиме обменного курса рассчитывается простой средний показатель за 2011 и 2012 годы. Этот индикатор показывает, что уровень резервов был ниже 100-процентного порога в 2011 году и незначительно выше 100-процентного порога в 2012 году. Результат качественно не меняется даже при присвоении режиму гибкого обменного курса более высокого весового коэффициента.
- **На основе нового составного индикатора, недавно разработанного сотрудниками МВФ, уровень резервов Кыргызской Республики достаточно высок.** Значения этих показателей в 2011 и 2012 годах составляли примерно 400 процентов, значительно выше диапазона 100–150 процентов, который обычно считается достаточным. Этот показатель учитывает потенциальное сокращение резервов в результате потенциальных шоков внешнего спроса и бегства капитала во время кризиса. Однако этот индикатор более полезен для стран с формирующимся рынком, в которых потоки портфельных инвестиций играют важную роль в платежном балансе.

**14. Оценка достаточности резервов в будущем полагается на наиболее существенные для этой цели показатели Кыргызской Республики:** уровень резервов в месяцах импорта следующего года, отношение резервов к разработанному Липшицем, Мессмахером и Мурмураасом индикатору и отношение резервов к порогу калиброванных резервов для СНД (таблица 4). Результаты показывают, что резервы останутся на уровне четырех месяцев экспорта до 2016 года и увеличатся до 4,1 и 4,2 месяца к 2018 году. Два других показателя дают аналогичную картину, то есть уровень резервов находится на уровне порога достаточности или незначительно выше этого порога и потому не обеспечивает надежного буферного резерва.

Таблица в тексте 3. Кыргызская Республика. Составные и калиброванные индикаторы достаточности резервов

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Валовые международные резервы, в процентах												
Пороговое значение Липшица, Мессмахера и Мурмурааса	105,7	110,2	109,4	150,5	147,5	133,4	138,9	103,4	149,4	151,1	116,5	121,3
Составной индикатор МВФ — гибкий обменный курс	363,0	302,9	266,1	318,5	320,2	319,6	334,5	269,4	354,7	450,3	381,6	389,8
Калиброванные резервы для СНД с фиксированным обменным курсом 1/	82,5	71,6	69,5	84,9	58,9	55,4	54,7	72,1	88,2	73,4	61,9	69,8
Калиброванные резервы для СНД с гибким обменным курсом 1/	216,0	187,5	182,1	222,4	154,3	145,2	143,3	189,0	231,0	192,3	162,2	182,8
Калиброванные резервы для СНД средн. для фикс. и гибких обменных курсов 1/	119,4	103,6	100,6	122,9	85,3	80,2	79,2	104,4	127,7	106,3	89,6	101,0
<i>Для справки (в млн долл. США):</i>												
Валовые международные резервы												
Пороговое значение Липшица, Мессмахера и Мурмурааса	285	290	359	544	608	814	1 194	1 222	1 584	1 716	1 831	2 061
Составной индикатор МВФ — гибкий обменный курс	79	96	135	171	190	255	357	454	447	381	480	529
Калиброванные резервы для СНД с фиксированным обменным курсом	346	405	517	640	1 033	1 469	2 182	1 694	1 795	2 337	2 956	2 954
Калиброванные резервы для СНД с гибким обменным курсом	132	155	197	244	394	561	833	647	686	892	1 129	1 128
Калиброванные резервы для СНД средн. для фикс. и гибк. обм. курсов	239	280	357	442	714	1 015	1 507	1 171	1 240	1 615	2 043	2 041

Источники: официальные органы Кыргызской Республики и оценки персонала МВФ.

1/ Предполагая стоимость хранения единицы резервов, равную 4 процентам.

## Анализ сценариев

**15. В настоящем разделе оценивается достаточность резервов в различных страновых сценариях стресса.**

- В первом сценарии предусматривается вялый рост мировой экономики.** Замедление темпов глобального экономического роста может сказаться на Кыргызской Республике, снизив спрос на экспорт и уменьшив приток денежных переводов работников из России. В этом сценарии предполагается разовое снижение экспорта товаров (помимо золота) на  $\frac{1}{2}$  одного стандартного отклонения (10 процентов) и услуг (16 процентов)<sup>5</sup>. При негативных шоках уровень международных резервов снизится ниже порогового по всем индикаторам в 2013 году. Нет уверенности в том, что достаточный уровень резервов восстановится в среднесрочной перспективе, поскольку согласно индикатору для СНД уровень резервов останется ниже порогового до 2018 года включительно.

<sup>5</sup> Использование  $\frac{1}{2}$  одного стандартного отклонения обосновано, поскольку последнее десятилетие характеризовалось двумя революциями и финансовым кризисом.

- **Во втором сценарии тестируется воздействие сочетания шоков мировой цены на нефть и мировых цен на продовольствие.** Предполагается разовое повышение цены на нефть до 140 долл США за баррель в 2013 году и сохранение мировых цен на продовольствие на уровне 2012 года до 2018 года включительно. Этот сценарий также приводит к существенному ухудшению достаточности резервов в 2013 году. Воздействие этого шока несколько слабее шока спроса на экспорт /денежных переводов, а резервы все же будут недостаточными в 2018 году согласно индикатору для СНГ, но достаточными согласно другим двум индикаторам.
- **В третьем сценарии повторяется сбой в производстве золота 2012 года в 2014 году.** Если производство золота в 2013 году окажется на уровне 2012 года (315 тысяч унций или примерно половины), объем международных резервов останется на уровне от трех до четырех месяцев импорта следующего года начиная с 2013 года. Аналогичным образом, один из трех индикаторов показывает, что достаточные уровни резервов не восстановятся до 2018 года.

Таблица в тексте 4. Кыргызская Республика. Составные и калиброванные индикаторы достаточности резервов при другом сценарии

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Базовый сценарий</b>							
Валовые международные резервы в месяцах импорта следующего года	3,8	3,8	4,0	4,0	4,0	4,1	4,2
Валовые международные резервы в процентах ВВП							
Пороговое значение Липшица, Мессмахера и Мурмура	121,3	126,0	130,8	130,5	128,4	147,0	157,5
Калиброванные резервы для СНГ с фиксированным обменным курсом 1/	69,8	68,8	71,9	72,6	73,3	74,8	76,3
Калиброванные резервы для СНГ с гибким обменным курсом 1/	182,8	180,2	188,3	190,2	191,9	195,8	199,7
Калиброванные резервы для СНГ, средн. для фикс. и гибк. обм. курсов 1/	101,0	99,6	104,1	105,1	106,1	108,2	110,4
Валовые международные резервы (в млн долл. США)	2 061	2 160	2 389	2 565	2 753	2 989	3 456
<b>Сценарий 1. Спад мирового экономического роста</b>							
Валовые международные резервы в месяцах импорта следующего года	3,8	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	3,2
Валовые международные резервы в процентах ВВП							
Пороговое значение Липшица, Мессмахера и Мурмура	121,3	91,7	97,1	101,9	101,6	116,3	118,6
Калиброванные резервы для СНГ с фиксированным обменным курсом 1/	69,8	50,0	53,4	56,7	58,0	59,2	57,4
Калиброванные резервы для СНГ с гибким обменным курсом 1/	182,8	131,0	139,8	148,5	151,9	155,0	150,4
Калиброванные резервы для СНГ, средн. для фикс. и гибк. обм. курсов 1/	101,0	72,4	77,2	82,1	84,0	85,7	83,1
Валовые международные резервы (в млн долл. США)	2 061	1 571	1 774	2 003	2 179	2 366	2 602
<b>Сценарий 2. Шок мировой цены на нефть и мировых цен на продовольствие</b>							
Валовые международные резервы в месяцах импорта следующего года	3,8	3,2	3,4	3,5	3,6	3,6	3,5
Валовые международные резервы в процентах ВВП							
Пороговое значение Липшица, Мессмахера и Мурмура	121,3	107,0	111,5	115,3	113,9	129,3	130,6
Калиброванные резервы для СНГ с фиксированным обменным курсом 1/	69,8	58,4	61,3	64,2	65,0	65,8	63,2
Калиброванные резервы для СНГ с гибким обменным курсом 1/	182,8	153,0	160,5	168,0	170,3	172,3	165,6
Калиброванные резервы для СНГ, средн. для фикс. и гибких обменных курсов 1/	101,0	84,6	88,7	92,9	94,1	95,2	91,5
Валовые международные резервы (в млн долл. США)	2 061	1 835	2 037	2 266	2 442	2 629	2 866
<b>Сценарий 3. Сбой в добыче золота</b>							
Валовые международные резервы в месяцах импорта следующего года	3,8	3,8	3,1	3,2	3,3	3,4	3,3
Валовые международные резервы в процентах ВВП							
Пороговое значение Липшица, Мессмахера и Мурмура	121,3	126,0	101,5	106,0	105,4	120,4	122,3
Калиброванные резервы для СНГ с фиксированным обменным курсом 1/	69,8	68,8	55,8	59,0	60,2	61,2	59,2
Калиброванные резервы для СНГ с гибким обменным курсом 1/	182,8	180,2	146,2	154,5	157,6	160,3	155,1
Калиброванные резервы для СНГ, средн. для фикс. и гибк. обм. курсов 1/	101,0	99,6	80,8	85,4	87,1	88,6	85,7
Валовые международные резервы (в млн долл. США)	2 061	2 160	1 855	2 084	2 260	2 447	2 684

Источники: официальные органы Кыргызской Республики и оценки персонала МВФ.

1/ Предполагая стоимость хранения единицы резервов, равную 4 процентам.

**Выводы**

**16. Уровень имеющихся в настоящее время резервов Кыргызской Республики достаточен, но буферные резервы незначительны и резервы уязвимы в случае внешних потрясений.** Несмотря на очень высокие темпы накопления резервов в прошедшее десятилетие, Кыргызская Республика особенно уязвима к экзогенным шокам, поскольку является страной с небольшой открытой экономикой. Кроме того, накопление резервов в Кыргызской Республике также зависит от сдвигов в отечественном производстве золота. Оценка подразумевает, что следует уделять больше внимания увеличению внутренних сбережений и накоплению, таким образом, резервов для предотвращения нестабильности платежного баланса в будущем.

## ЛИТЕРАТУРА

Lipschitz, Leslie, Miguel Messmacher and Alexandros Mourmouras, 2006, "Reserve Adequacy: Much Higher than you Thought?" Unpublished paper, IMF.

International Monetary Fund, 2011, "Assessing Reserve Adequacy," IMF policy paper.

\_\_\_\_\_, 2011, "Kyrgyz Republic: Selected Issues", IMF Country Report No. 11/156.

## ДЕЛОВОЙ КЛИМАТ И УПРАВЛЕНИЕ<sup>1</sup>

**1. У Кыргызской Республики хороший рейтинг по правилам и нормативам, связанным с ведением бизнеса, несмотря на некоторое его ухудшение за последние несколько лет.** Несмотря на высокий рейтинг, на местах сохранились многочисленные препятствия из-за отставания соблюдения этих правил и нормативов. Согласно обследованию предприятий ВБ и индикаторам глобального управления, к основным препятствиям для ведения бизнеса относятся политическая нестабильность, восприятие коррупции и нестабильности правительства, а также качество инфраструктуры (например, доступ к электричеству). Согласно «Транспаренси Интернэшнл», уровень восприятия коррупции все еще оставался на высоком уровне в 2012 году, и Кыргызская Республика занимала 154-е место из 170 стран.

**2. Кыргызская Республика также отстает по показателям конкурентоспособности (127-е место из 144) по сравнению с сопоставимыми странами региона и в мировом масштабе.** Движущей силой экономики Кыргызской Республики считаются вводимые ресурсы, тогда как качество институтов, а также «инновации» и «развитость» предпринимательства остаются ниже среднего уровня по сравнению с аналогичными странами. Показатели перехода экономики ЕБРР указывают на необходимость в дальнейшей значительной работе в сфере реструктуризации секторов государственного управления и предприятий, а также конкурентоспособности. Достигнуты успехи в сфере малой приватизации.

**3. Показатели добросовестного управления в Кыргызской Республике улучшились с 2005 года, но ухудшились по сравнению с 2000 годом.** В 2011 году Кыргызская Республика оказалась в нижних 10 процентах по верховенству закона и нижнем квартиле по борьбе с коррупцией и политической нестабильности. Показатели Кыргызской Республики лучше в сфере качества регулирования, учета мнений населения и подотчетности.

**4. Индекс открытости бюджета улучшился на последние несколько лет, но у Кыргызской Республики все еще низкий рейтинг, и она относится к странам с минимальной прозрачностью бюджетных операций.** Рейтинг (20 из 100) уступает показателям большинства других стран региона, поскольку правительство Кыргызской Республики предоставляет общественности ограниченный объем информации о бюджете национального правительства и финансовой деятельности на протяжении бюджетного года. Особенно низки показатели по бюджетному надзору и вовлечению общественности.

<sup>1</sup> Подготовила Драгана Остожич.

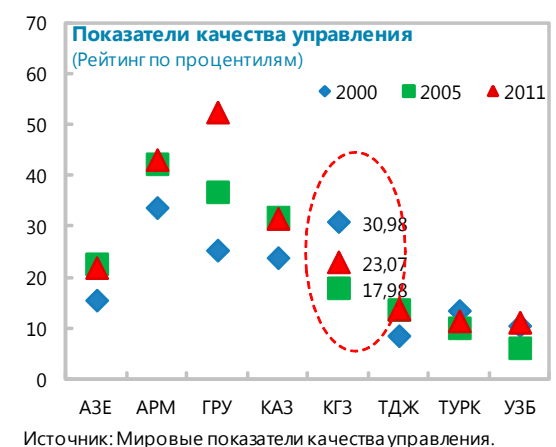
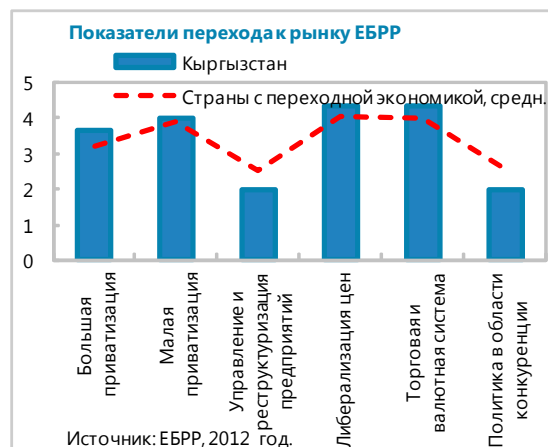
**5. Представители частного сектора подтвердили, что основные препятствия в деловой среде по-прежнему широко распространены, но указали и на некоторые другие слабые места.** Помимо слабого экономического управления и высокого уровня восприятия коррупции, они назвали проблемы, связанные с получением и регистрацией права собственности на землю, как существенное препятствие для предпринимательства. Кроме того, проблематичен найм квалифицированной рабочей силой в силу снижения качества образования и «утечки мозгов». Наконец, представители деловых кругов назвали в числе проблемных областей доскональные и занимающие много времени проверки, проводимые налоговыми органами, и ретроактивные штрафы.

**6. В целях преодоления этих препятствий для создания благоприятного делового климата Кыргызской Республике следует:**

- продолжить рационализацию фактического бремени регулирования и способствовать соблюдению действующих высококачественных правил;
- вести мониторинг за деловой средой посредством обследований предприятий для выявления узких мест в применении законодательства и основных ограничений для ведения бизнеса;
- расширить доступ к информации вообще и, в частности, к сведениям о деятельности правительства и контрактах, чтобы повысить степень прозрачности и устранить восприятие коррупции;
- продолжить реформы государственных закупок и управления государственными финансами в целях повышения степени прозрачности бюджета.



**Рисунок 1. Деловой климат и качество управления**



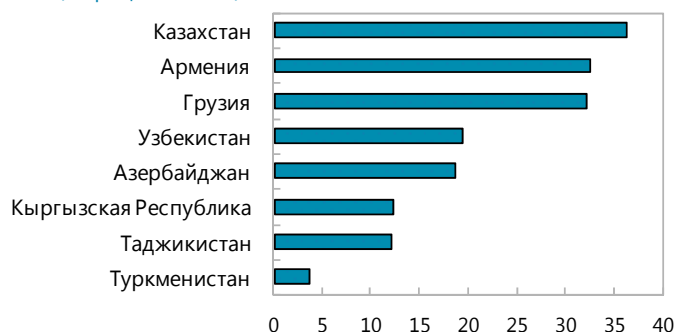
Страна	Азербайджан	Грузия	Казахстан	Кыргыз. Респ.	Монголия	Россия	Таджикистан	Украина
Значение индекса открытости бюджета	42	55	48	20	51	74	17	54

Источник: International Budget Partnership.

# ОПТИМАЛЬНАЯ ПРАКТИКА СОЗДАНИЯ БАНКОВ РАЗВИТИЯ<sup>1</sup>

**1. Государственные финансовые организации (ГФО) обычно создаются для преодоления неэффективности рынка, которая препятствует инвестициям.** Основные цели ГФО заключаются в устранении представления о структурном дефиците долгосрочного проектного финансирования, в основном на цели инфраструктуры, сельского хозяйства и малых и средних предприятий. В странах, финансовые рынки которых все еще относительно слабо развиты, ГФО предоставляют такое финансирование в основном посредством инструментов, включающих прямое участие в капитале и долговых обязательствах, предоставление гарантий и совместное финансирование с частным сектором. В странах региона — Армении, Азербайджане и Казахстане — ГФО работают уже несколько лет; Грузия и Туркменистан недавно создали ГФО; Кыргызская Республика и Таджикистан рассматривают возможность создания ГФО.

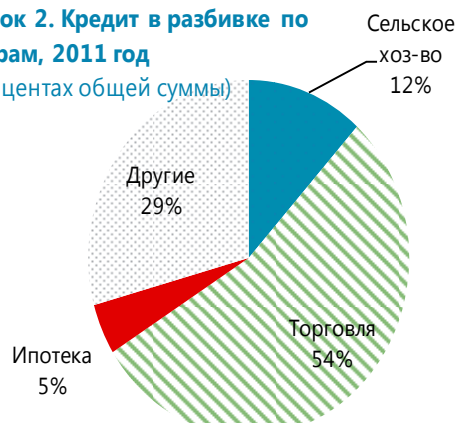
**Рисунок 1. Частный кредит в регионе, 2011 год**  
(В процентах ВВП)



Источники: официальные органы Кыргызстана и оценки персонала МВФ.

**2. Кыргызская Республика рассматривает возможность создания государственного банка развития (ГБР).** Закон о ГБР, соответствующий международной оптимальной практике, уже утвержден. Цель заключается в поддержке экономического роста путем развития определенных сфер экономики, включая доступное ипотечное кредитование, лизинг в сельском хозяйстве и кредитование фермеров и предпринимателей. При ставках кредитования, превышающих 20 процентов, прибыльные отрасли, такие как торговля, получают более половины совокупного кредита. Для обеспечения получения достаточного финансирования нуждающимся в нем секторами, в прошлом был создан Фонд развития. Однако из-за существенных проблем

**Рисунок 2. Кредит в разбивке по секторам, 2011 год**  
(В процентах общей суммы)



Источник: официальные органы Кыргызстана.

<sup>1</sup> Подготовил Бахром Шукуров на основе вставки 3.4 в «Государственные финансовые организации в странах КЦА: создание условий для финансово устойчивого экономического развития», опубликованной в выпуске «Перспектив развития региональной экономики: Кавказ и Центральная Азия», ноябрь 2012 года.

управления возник риск для государственных ресурсов, и фонд был со временем ликвидирован.

**3. Для минимизации рисков, связанных с ГБР, правительству Кыргызской Республики следует руководствоваться оптимальной международной практикой:**

- *Четкий мандат и рыночные механизмы финансирования помогут ГБР успешно играть его роль.* Периодические пересмотры мандата помогут оценить, насколько ГБР остается актуальным, поскольку проявления неэффективности рынка обычно со временем исчезают, в том числе в результате других мер политики. Рыночные механизмы финансирования должны способствовать финансовой устойчивости ГБР и стимулировать более качественное планирование и оценку рисков проектов. Хотя такие механизмы могли бы включать донорское финансирование, финансирование посредством частных депозитов допускать не следует. Кроме того, обеспечение надлежащего регулирования ГБР и надзора за ним будет иметь принципиальное значение для защиты государственных ресурсов.
- *Прозрачные отношения с государством и высокие стандарты корпоративного управления должны позволять получить надежную оценку воздействия на бюджет и способствовать ограничению чрезмерного политического давления.* Жесткие бюджетные ограничения будут способствовать эффективности работы банка и защищать государство от убытков. Любая государственная поддержка, включая внесение исходного капитала ГБР, должна проходить через бюджет и направляться на стратегические проекты со значительными положительными внешними эффектами. В корпоративную структуру ГБР следует включить акционеров, независимые советы директоров и компетентных управляющих. ГБР должен работать с соблюдением международных стандартов учета и отчетности. Системы внутреннего контроля и управления рисками, составление бюджетов и проведение ежегодного внешнего аудита также являются принципиально важными элементами рамок функционирования ГБР.