

**РАБОЧИЙ ДОКУМЕНТ ЕВРАЗИЙСКОГО  
ФОНДА СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ  
РД/20/3**

2020

**Таджикистан и Кыргызстан  
после пандемии: долговая  
устойчивость, финансовые  
потребности и адаптация  
к внешним шокам**

Винокуров Е., Лаврова Н., Петренко В.

**Ключевые слова:** долговая устойчивость, внешние шоки, Кыргызская Республика, Таджикистан, внешний долг, государственный долг, макроэкономическая устойчивость.

**Коды JEL:** E37, E44, H12, H63, H68, O23.

**Контакты авторов:**

Евгений Винокуров, Главный экономист: [vinokurov\\_ey@eabr.org](mailto:vinokurov_ey@eabr.org)

Наталья Лаврова, Начальник отдела макроэкономического анализа и статистики, Группа главного экономиста: [lavrova\\_na@eabr.org](mailto:lavrova_na@eabr.org)

Виктория Петренко, Экономист, Группа главного экономиста: [petrenko\\_vd@eabr.org](mailto:petrenko_vd@eabr.org)

Электронная версия документа находится на

<https://efsd.eabr.org/research/working-papers/>

**Дисклеймер**

Рабочий документ подготовлен по статистическим данным на 01.06.2020.

Для прогнозных расчетов использовались макроэкономические параметры по базовому сценарию ЕФСР по состоянию на апрель 2020 года.

Рабочие документы ЕФСР представляют собой аналитические исследования Фонда в области глобальных, региональных и страновых экономических тенденций, экономического моделирования, макроэкономического анализа, отраслевого анализа, мировой финансовой архитектуры и иных вопросов. Настоящий Рабочий документ подготовлен сотрудниками Проектного блока Евразийского фонда стабилизации и развития в Евразийском банке развития. Выводы и интерпретация фактов в Рабочем документе не обязательно отражают официальную позицию ЕАБР, Экспертного совета ЕФСР, Совета ЕФСР или государств-учредителей ЕФСР.

Перепечатка текста в некоммерческих целях, целиком или по частям, включая крупные фрагменты, и размещение текста на внешних электронных ресурсах разрешены при обязательной ссылке на оригинальный текст.

# ОГЛАВЛЕНИЕ

БЛАГОДАРНОСТЬ .....	2
РЕЗЮМЕ .....	3
1. ВВЕДЕНИЕ .....	6
2. ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ .....	9
3. МЕТОДОЛОГИЯ И ДАННЫЕ .....	12
4. ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ .....	15
5. РЕЗУЛЬТАТЫ И ВЫВОДЫ .....	20
6. ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	29
7. СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ .....	30

## БЛАГОДАРНОСТЬ

Авторы выражают благодарность Нэйтану Портеру (советнику Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ), страновым командам МВФ по Кыргызстану и Таджикистану, Алексею Кузнецову (начальнику отдела экономического анализа ЕАБР) и сотрудникам Проектной группы по финансовым кредитам ЕФСР за ценные комментарии и замечания. Авторы несут полную ответственность за любые ошибки и недочеты статьи.

## РЕЗЮМЕ

**В этом исследовании мы продолжаем серию рабочих документов, посвященных анализу долговой устойчивости.** Первая работа «Долговая устойчивость Кыргызской Республики и внешние шоки» прошла проверку экономическим кризисом, вызванным пандемией COVID-19. Стресс-тесты, представленные в работе, нельзя рассматривать как прогноз экономической динамики во время кризиса. Тем не менее, они представляют собой инструмент, позволяющий оценить долговой профиль страны с учетом внешних шоков, способных поставить под угрозу суверенную платежеспособность. В этой работе мы проанализируем долг Кыргызстана и Таджикистана, принимая во внимание их структурные особенности.

**В результате вспышки коронавирусной инфекции COVID-19 в развивающихся странах резко возрос риск долгового кризиса.** В последние годы наблюдался неуклонный рост уровня государственного долга в странах с низким уровнем дохода – его темпы начали замедляться только с 2017 года. В результате для многих развивающихся стран риск долгового кризиса остается достаточно высоким (по оценке МВФ, около 50%). Распространение коронавирусной инфекции COVID-19, затронувшее почти все страны, стало особенно сильным ударом для стран с низким уровнем дохода. В перспективе это может спровоцировать долговые кризисы во многих развивающихся экономиках. Кроме того, вспышка COVID-19 продемонстрировала чувствительность экономик и долговых позиций стран к целому ряду кризисов: не только финансовые потрясения могут угрожать экономическому росту, но и **чрезвычайные ситуации в области здравоохранения, политики и экологии также могут становиться причиной тяжелых проблем в экономике.**

**В этом контексте мы оцениваем устойчивость долговой ситуации развивающихся стран и их потребностей в финансировании на примере Кыргызской Республики и Таджикистана.** Обе страны являются государствами-членами ЕФСР с сопоставимыми уровнями долга: 54,1% ВВП и 44,1% ВВП в 2019 году соответственно. Кроме того, Кыргызстан и Таджикистан серьезно пострадали от распространения COVID-19 в результате нарушения глобальных цепочек стоимости и снижения объема денежных переводов. В базовом сценарии предполагаемое падение ВВП на 4,3% в Кыргызской Республике и замедление экономической активности до 2,8% в Таджикистане, сопровождаемое ослаблением национальных валют на 10–15%, может привести к увеличению государственного долга к концу 2020 года почти до 65,3% ВВП в Кыргызстане и до 48,4% в Таджикистане. Хотя в случае обеих стран такие новые уровни государственного долга будут оставаться относительно устойчивыми, ситуация может усугубиться значительным увеличением потребностей в финансировании. В Таджикистане финансовые потребности могут вырасти с 3,8% ВВП в 2019 году до 7,7% ВВП на конец 2020 года, в то время как в Кыргызской Республике будет достигнут уровень 10,9% ВВП по сравнению с 4,5% ВВП в 2019 году. В долгосрочной перспективе потребности обеих стран в финансировании останутся в пределах 10% ВВП. В Таджикистане они могут увеличиться с 7,7% ВВП в 2020 году до 9,8% на конец 2025 года, в то время как в Кыргызстане они будут находиться на уровне 7,0% ВВП. В этих условиях уязвимость долговых позиций стран остается достаточно высокой – как следствие, возникает необходимость дополнительной финансовой помощи.

Для того, чтобы выяснить, какой объем долга может быть устойчивым для Таджикистана и Кыргызской Республики и как он соотносится с финансовыми потребностями, мы рассматриваем три альтернативных, менее благоприятных сценария, которые могут реализоваться с 2021 года

и стать продолжением вспышки COVID-19. На основе двухэтапного анализа мы оцениваем реакцию долговых показателей Кыргызстана и Таджикистана на следующие шоки: (1) глобальный экономический кризис и (2) региональный кризис. На первом этапе моделируются внешние экономические шоки и их влияние на экономические показатели в рамках глобальной модели. На втором полученные результаты внедряются в модель DSA (debt sustainability analysis), где рассчитываются потенциальные потребности в финансировании с учетом имеющихся финансовых ресурсов у стран. Кроме того, рассматривается (3) кризис в результате природной катастрофы. Несмотря на то, что вероятность этого сценария достаточно низкая, оценка его возможного воздействия на экономические показатели может иметь важное значение при выработке экономической политики.

**Стресс тест 1. Затяжной глобальный кризис.** Результаты моделирования продолжения глобального экономического кризиса указывают на то, что **хрупкость бюджетной системы может стать одним из ключевых факторов, снижающих долговую устойчивость в Кыргызстане и Таджикистане.** Результаты наших оценок свидетельствуют о значительном влиянии мировой экономики на Кыргызскую Республику и Таджикистан. Согласно нашим оценкам, в случае более медленного восстановления мирового роста в 2021 г. (4% вместо 5,8%) снижение экономической активности в Кыргызстане и Таджикистане по сравнению с базовым сценарием будет варьироваться от 1,5 п.п. до 1,6 п.п. ВВП, что соотносится с существующим уровнем внешнеэкономического сотрудничества стран. Кроме того, влияние роста мировой экономики будет усиливаться через каналы денежных переводов и обменного курса в России. С точки зрения финансовых потребностей стран (включающих обслуживание государственного долга, первичное сальдо бюджета и краткосрочные обязательства) основной негативный эффект проявится в 2024–2025 годах, когда валовые потребности в финансировании могут возрасти до 8,9% в Кыргызстане и 11,4% в Таджикистане. В краткосрочной перспективе основным фактором роста ежегодных долговых обязательств (по сравнению с базовым сценарием) станет ухудшение фискальных позиций стран. Рост бюджетного дефицита будет объяснять около 40% отклонения между стрессовым и базовым сценариями. В долгосрочной перспективе платежи, связанные с обслуживанием долга, будут также вносить значительный вклад в рост финансовых потребностей.

**Стресс тест 2. Сценарий слабого восстановления экономической активности в регионе окажет менее негативный эффект на ежегодные финансовые потребности стран по сравнению со сценарием 1.** В случае низких темпов роста в российской экономике, замедлится восстановление таджикской и кыргызской экономик, что приведет к росту финансовых потребностей обеих стран. К 2025 году они вырастут до 8,1% ВВП в Кыргызской Республике и 10,4% ВВП в Таджикистане. Если в краткосрочном периоде основным фактором роста совокупных финансовых потребностей станет ухудшение состояния государственных финансов, которые увеличивают потребности стран в финансировании на 30–40% относительно базового сценария, то в долгосрочном периоде их рост также будет связан с уплатой процентов и амортизацией кредитных обязательств. Во многом, это будет объясняться завершением льготного периода кредитования, который для обеих стран в среднем составляет около 5 лет.

**Стресс тест 3. Природная катастрофа. В отличие от вышеупомянутых сценариев, сценарий природной катастрофы сопряжен с чрезвычайно высокими экономическими и социальными рисками.** Данный риск и сценарий характеризуются низкой вероятностью. Тем не менее, мы подчеркиваем необходимость сбалансированных национальных политик, которые бы позволили экономике устоять в случае реализации такого риска. Анализ этого сценария основан на предположении, что природная катастрофа может привести к разовому падению ВВП на 10 п.п. Результаты нашего анализа показывают увеличение финансовых потребностей до 11,1% ВВП в Кыргызской Республике и до 15,3% ВВП в Таджикистане против с 7,2% ВВП и 9,8% ВВП соответственно, предусмотренных в базовом сценарии.

**Результаты эмпирического исследования свидетельствуют о том, что неблагоприятные внешние условия могут стать причиной достаточно резкого роста финансовых потребностей стран.** Основными драйверами этого роста, помимо увеличения бюджетного дефицита, может стать ослабление национальных валют. Анализ долговой устойчивости подчеркивает необходимость улучшения состояния фискального сектора для преодоления внешних потрясений. Позитивным результатом стресс-тестирования выступает то, что полученные оценки финансовых потребностей в Кыргызской Республике не превышают уровня 14% ВВП, что на практике служит ориентиром для развивающихся стран и рассматривается МВФ в качестве важного индикатора платежеспособности. По результатам нашего анализа можно сказать, что уровень долговой устойчивости Кыргызстана остается достаточно стабильным, а повышенные потребности в ликвидности будут покрываться за счет государственных внешних и внутренних заимствований. В Таджикистане ситуация выглядит более напряженной: в среднесрочной перспективе проблемы с финансированием могут нарастать, что будет источником долговой уязвимости страны.

**Учитывая влияние шоков на динамику долговых показателей, мы предполагаем, что в кратко- и среднесрочной перспективе Кыргызская Республика и Таджикистан в качестве источников дополнительного финансирования будут использовать льготные кредитные ресурсы.** Возможно, понадобится одновременная и скоординированная поддержка со стороны различных международных финансовых институтов. Кроме того, наши оценки указывают на необходимость проведения бюджетной консолидации в среднесрочной перспективе, прежде всего, с целью снижения долговой нагрузки и обеспечения финансовой устойчивости.

# 1. ВВЕДЕНИЕ

На протяжении 2016–2019 гг. большинство стран с низким уровнем дохода смогли улучшить свою долговую ситуацию за счет следующих факторов: (1) появления дополнительных источников финансовой поддержки, (2) формирования механизмов реструктуризации долга и (3) более благоприятных рыночных условий. В целом это позволило странам с низким уровнем дохода сократить обязательства по обслуживанию долга, а также дало им возможность инвестировать в наиболее важные направления, обеспечивающие экономическое развитие. С другой стороны, относительно устойчивая экономическая ситуация, отмечавшаяся до 2020 года, в сочетании с открытым доступом к льготным кредитам способствовала наращиванию долговых обязательств в развивающихся экономиках, что сокращало бюджетные возможности стран, делая их более уязвимыми по отношению к внешним шокам. Несмотря на то, что кризисы в разных странах имеют разную природу, в странах с низким уровнем дохода они, как правило, обусловлены снижением цен на сырьевые товары и сокращением денежных переводов.

В 2020 году мировая экономика столкнулась с новым типом шока, связанным с распространением коронавирусной инфекции (COVID-19). Этот кризис привел к неожиданным негативным последствиям для ряда экономик и его дальнейшее влияние остается неопределенным. Тем не менее, очевидно, что сложившаяся чрезвычайная ситуация в области здравоохранения приведет к снижению бюджетных доходов, что будет особенно существенно в странах с низким уровнем дохода, а также окажет серьезное негативное влияние на развитие бизнеса. Распространение пандемии за относительно короткий период выявило ряд уязвимостей как в целом для мировой экономики, так и в особенности для стран с низким уровнем дохода. Стало очевидно, что не только финансовые шоки могут препятствовать экономическому росту, но и чрезвычайные ситуации в области здравоохранения, политики и экологии могут оказывать негативное влияние на экономическое развитие.

В этом контексте крайне важно оценить воздействие внешних шоков на экономические показатели стран с низким уровнем дохода, а также оценить потенциальные потребности стран в привлечении дополнительного финансирования. Учитывая тот факт, что страны с низким уровнем дохода в значительной степени зависят от показателей мирового спроса, им чрезвычайно важно внимательно относиться к финансовому положению и уровню долговой устойчивости, в особенности, из-за низких рискованных порогов для уровня задолженности. Риски, возникающие на фоне возрастающей экономической неопределенности, ведут к тому, что относительно умеренная по международным стандартам долговая нагрузка в таких странах воспринимается как критическая и неустойчивая, что заставляет страны с низким уровнем дохода уделять больше внимания своим долговым обязательствам и общему уровню платёжеспособности. В результате возникает необходимость проведения стресс тестирования для детального изучения их финансовых потребностей, в ходе которого определяются последствия отдельных и совокупных экономических шоков на уровень платёжеспособности развивающихся стран.

В рамках данного исследования мы провели стресс тесты, позволяющие оценить способности стран с низким уровнем дохода – на примере двух государств-членов ЕФСР – Кыргызской Республики и Таджикистана – справляться с неблагоприятными экономическими условиями.

Эти страны были выбраны по нескольким критериям. Во-первых, они близки по уровню своего экономического развития (1 340\$ ВВП на душу населения в Кыргызстане и 911\$ в Таджикистане) несмотря на то, что Таджикистан относится к группе стран с низким уровнем дохода,



а Кыргызстан перешел в группу стран с уровнем дохода ниже среднего. Они в равной степени зависят от поступлений денежных переводов и доходов от экспорта сырьевых товаров. Кроме того, обе страны имеют доступ к льготным кредитам при этом их доступ к финансовым рынкам остается ограниченным. Совокупность всех этих факторов вместе с общей целью устойчивого экономического развития привели к сопоставимому уровню долговой нагрузки в Таджикистане и Кыргызстане: по итогам 2019 года отношение государственного долга к ВВП составляло 44,1% и 54,1% соответственно. Что касается динамики государственного долга в Кыргызстане и Таджикистане, то она схожа с другими развивающимися экономиками, т.е. в целом также имеет тенденцию к росту. Однако отношение долга к ВВП в Кыргызской Республике и Таджикистане по итогам 2019 года соответствовало предкризисному уровню 2000-х годов. Это означает, что их уровень долга по-прежнему ниже, чем в большинстве стран с развивающимся рынком, пятая часть которых находится в условиях значительного долгового бремени, превышающего 70% ВВП.

В настоящем исследовании мы оцениваем долговую устойчивость Таджикистана и Кыргызстана, а также их потребности в финансировании на основе двухэтапного моделирования. На первом этапе в рамках глобальной модели рассчитываются внешние экономические шоки и их влияние на экономические показатели. Это позволяет оценивать экономическую реакцию стран в рамках целого набора сценариев. Кроме того, модель учитывает корреляцию между шоками и позволяет моделировать совокупный импульсный отклик на экономические изменения, что повышает точность прогнозов. На втором этапе, полученные результаты внедряются в модель DSA (debt sustainability analysis), где рассчитываются потенциальные потребности в финансировании с учетом имеющихся у стран финансовых ресурсов.

Результаты, полученные в рамках двухэтапного моделирования, анализируют долговую и бюджетную ситуацию в странах Центральной Азии. Помимо общей оценки достаточности финансовых ресурсов, в исследовании проводится сравнительный анализ экономик Таджикистана и Кыргызстана, оценивающий их долговую устойчивость. При этом компаративистский подход является одним из преимуществ исследования, поскольку позволяет проанализировать общие и индивидуальные особенности долговой ситуации в обеих странах на основе моделирования экономической ситуации для каждой страны в отдельности.

Анализ влияния внешних шоков на долговые параметры позволяет выяснить, какой уровень долга можно считать устойчивым для стран с низким уровнем дохода, а также соотнести его с финансовыми потребностями в этих странах. С теоретической точки зрения анализ дополнительных бюджетных потребностей в условиях неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры может повысить эффективность перераспределения капитала в стране. Кроме того, это позволит оценить способность той или иной страны в условиях кризиса мобилизовать финансовые ресурсы в рамках системы финансовой защиты. При этом вопрос достаточности финансовых ресурсов, широко обсуждаемый международными институтами, может стать одним из ключевых. Более того, о важности анализа финансовых потребностей, необходимых в случае реализации внешнеэкономических шоков, можно судить по политике ряда стран, ориентированной на снижение долговых рисков и развитие инструментов финансового обеспечения.

Учитывая необходимость поддержания устойчивого экономического роста, а также обеспечения поддержки наиболее уязвимым странам, в настоящем исследовании подчеркивается важность анализа бюджетных и долговых показателей, а также проведения оценки дополнительных финансовых потребностей в случае экономического шока. В рамках анализа долговой устойчивости мы также косвенно затрагиваем вопросы управления рисками, что может быть полезным при разработке антикризисных мер в условиях экономического кризиса.

Структура статьи выглядит следующим образом. В разделе 2 приводится обзор литературы. В разделе 3 содержится описание методологии и используемой статистической информации. В разделе 4 отражено влияние неблагоприятных внешних шоков на макроэкономические показатели Кыргызской Республики и Таджикистана. В разделе 5 дается оценка финансовых потребностей стран, учитывающая динамику экономических показателей в условиях кризиса. В заключительном разделе 6 резюмируются ключевые аргументы и предлагается комплекс экономических мероприятий.

## 2. ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

В развивающихся и развитых странах динамика финансовых потоков претерпевает серьезные изменения. Достаточно высокий экономический рост в развивающихся странах и странах с формирующимся рынком способствовал увеличению их доли в мировом ВВП, которая по итогам 2018 года достигла 40%. Одновременно этот процесс сопровождался укреплением торговой и финансовой интеграции. Тем не менее, несмотря на существенный рост торгового влияния (доля развивающихся стран и стран с формирующимся рынком в экспорте товаров увеличилась с примерно 32% в 2000 году до 46% в 2018 году), роль развивающихся стран в финансовом секторе остается ограниченной. При этом доминирование стран с развитой экономикой в рамках финансовой системы продолжает увеличиваться.

С учетом этого, а также относительно слабого развития финансовых рынков большинство развивающихся стран привлекает средства на инфраструктурные проекты и проекты развития в виде льготных валютных кредитов, предоставляемых в том числе международными институтами. Реализация ряда мер, прежде всего инициативы HIPC (the Heavily Indebted Poor Countries) в отношении бедных стран с крупной задолженностью позволила ощутимо сократить задолженность развивающихся стран прежде всего за счет снижения нагрузки по обслуживанию долга. Однако в 2010-х годах по мере того, как большинство развивающихся экономик выходили из HIPC, они стали обращаться к кредиторам, не относящимся к Парижскому клубу, тем самым снижая уровень льготности своего долгового портфеля. Традиционно, условия кредитования у стран, не входящих в Парижский клуб более рыночные, однако основное их преимущество заключается в относительной доступности кредитных ресурсов. Кроме того, заимствования из нетрадиционных источников позволили странам диверсифицировать их кредитный портфель.

По мере того как росла значимость коммерческих кредитов, страны с низким уровнем дохода, становились более чувствительны к экономическим колебаниям. В результате возрастала уязвимость развивающихся стран перед лицом меняющихся экономических условий: внешние шоки могли привести к долгосрочным негативным последствиям для бюджетной и долговой устойчивости.

В эмпирических исследованиях вопросы долговой устойчивости развивающихся стран и их финансовых потребностей обычно рассматриваются как отдельные темы. Однако в этом исследовании мы объединяем обе проблемы, опираясь на два аналитических направления. Первое из них ориентировано на долговую ситуацию в стране и дает оценку основным факторам, способствующим росту задолженности, а второе рассматривает ситуацию с точки зрения глобальной системы финансовой безопасности (ГСФБ) и оценивает финансовые потребности стран.

Ряд международных организаций, в первую очередь Всемирный банк и МВФ (IMF, 2019), проводят регулярный анализ долговой устойчивости стран. В этих исследованиях, как правило, рассматриваются показатели задолженности с учетом структуры долговых обязательств и влияния макроэкономических показателей на показатели долга.

Стресс-тестирования, которые дополняют эти исследования, позволяют проводить всесторонний анализ показателей задолженности и платежеспособности стран. Одним из первых институтов, внедривших стресс-анализ, стал МВФ (Cihak, 2007): в 1997 году в ответ на азиатский финансовый кризис. Следующим событием, которое подстегнуло интерес к стресс-тестированию, стал мировой финансовый кризис. Власти США, ЕС и других стран стали проводить регулярный стресс-анализ и публиковать его результаты (Steffen, 2014; Board of Governors of the

Federal Reserve System, 2013). Региональные институты также проводили стресс-тестирование для выработки наиболее эффективных экономических мер. В 2018 году ЕСМ (Athanasopolou et al, 2018) опубликовал работу по оценке устойчивости долговой ситуации и количественно оценил максимальные темпы сокращения задолженности в рамках нескольких макроэкономических сценариев. Таким образом стресс-тестирование стало системным инструментом для выявления основных источников уязвимости, где особое внимание уделяется внешним рискам, а также банковским и финансовым кризисам.

Однако вызовы для мировой экономики дополнялись новыми факторами. В результате изменений климата и чрезвычайных ситуации в области здравоохранения, представляющих особую опасность для стран с низким уровнем дохода, международные институты стали уделять особое внимание стресс-тестированию, учитывающему природные катастрофы и пандемию. Экологические катастрофы, оказывающие прямое негативное влияние на развивающиеся страны, также значительно увеличивают их уровень долга. По данным Lee (Lee et al, 2018) в тихоокеанских островных государствах, где ежегодная вероятность возникновения природной катастрофы составляет около 9%, рост ВВП может сократиться на 1,8% при этом сальдо бюджета снизится в среднем на 1,3% ВВП. Учитывая такую уязвимость стран к природным катастрофам, властям необходимо учитывать возможные последствия как в среднесрочных, так и в долгосрочных экономических прогнозах. В исследовании Nakatani (Nakatani, 2019) формулируются фискальные правила, способствующие снижению уязвимости стран и стабилизации показателей долга в случае возникновения природной катастрофы. Однако не только эти факторы могут препятствовать экономической активности. Вспышка коронавирусной инфекции (COVID-19) уже привела к серьезным последствиям для экономической активности; снизились показатели торговли, замедлился экономический рост, сократились располагаемые доходы и, как следствие, увеличивается долговая нагрузка.

Большинство международных организаций разделяют опасения по масштабам экономического ущерба от распространения коронавирусной инфекции: по оценкам АБР (ADB, 2020) негативный эффект составит 6.4–9.7% мирового ВВП, ОЭСР (OECD, 2020) прогнозирует снижение глобальной экономики на 6.0–7.6%. Все это приведет к резкому увеличению долговой нагрузки, особенно в наиболее уязвимых странах, таких как развивающиеся регионы с низким уровнем дохода.

Помимо глобальных шоков, страны могут столкнуться с региональными кризисами, вызванными снижением активности в более крупной экономике, что в свою очередь может привести к значительному росту долговых рисков во всех странах региона. Например, результаты оценок МВФ (Sterapan et al, 2015) свидетельствуют о существенном влиянии российской экономики на все страны СНГ. Масштабы этого эффекта в значительной степени зависят от притока денежных переводов из России, а также торговых и финансовых связей, тем не менее, властям всех зависимых стран следует уделять особое внимание как анализу возможных негативных последствий, так и разработке мер для их смягчения.

В целом эти задачи требуют детального анализа потенциальных источников шоков и оценки их макроэкономического эффекта. Для этих целей разработан целый набор инструментов. Однако регулярно совершенствуемые модели DSA (IMF, 2018) остаются наиболее широко используемым инструментом для оценки долговой ситуации и проведения стресс-тестирований. Их преимущество в том, что они выполняют сразу несколько функций: проведение анализа и прогнозирования уровня долга и оценку финансовых потребностей, в том числе в условиях кризиса.

Однако ряд исследований, рассматривающих долговую устойчивость исключительно как отношение долга к ВВП, как правило, не дает ответа на вопрос о том, как в случае наступления кризиса изменятся финансовые потребности экономик. Анализ финансовых потребностей обычно проводится в работах, посвященных глобальной системе финансовой безопасности. В этих

исследованиях на основе симуляции ряда экономических шоков рассчитываются разрывы ликвидности, в том числе и для стран с формирующимся рынком. Именно этот подход применялся в работе Denbee (Denbee et al, 2016), где для стран с формирующейся рыночной экономикой оценивался финансовый разрыв в рамках шести стресс сценариев. Сопоставив полученные результаты с базовым сценарием, авторы оценили потенциальные потребности в финансировании для этих стран. Далее, учитывая имеющиеся у стран международные резервы, а также доступ к кредитным ресурсам региональных финансовых механизмов и МВФ, в исследовании были представлены оценки непокрытого финансового разрыва. На основе полученных результатов делался вывод о достаточности имеющихся ресурсов у ГСФБ в случае экономического кризиса, наблюдавшегося в прошлом. Однако если экономический шок окажется более серьезным, а резиденты страны при этом не будут сокращать свои инвестиции за рубежом, ресурсы ГСФБ могут оказаться недостаточными.

Аналогичные результаты были получены в исследовании МВФ (IMF, 2016), где также оценивался финансовый разрыв в странах с формирующейся рыночной экономикой. В этом исследовании учитывались шоки, связанные с притоком ПИИ, оттоком депозитов и уровнем рефинансирования внешнего долга. В исследовании был сделан вывод о том, что страны с формирующейся рыночной экономикой могут столкнуться со значительным разрывом финансирования, что потребует вовлечения всех элементов ГСФБ.

В то время как в вышеупомянутых работах основное внимание, как правило, уделяется роли международных институтов в качестве механизмов финансового страхования, цель нашего исследования заключается в том, чтобы дать оценку финансовых разрывов в развивающихся странах, учитывая при этом их долговые обязательства. Аналогичное исследование, в котором основное внимание уделялось потокам долговых обязательств, а не общему объему задолженности, было представлено ЕСМ (Gabriele et al, 2017). Мотивация этого исследования заключалась в том, что различные экономические шоки, а также изменения в амортизации долга и процентных платежах могут увеличивать риски в отношении платежеспособности стран. При этом эти риски не всегда в полной мере отражены в динамике совокупного объема долга по отношению к ВВП.

Учитывая тот факт, что анализ долговой устойчивости только на основе общего объема долга (как показателя запаса) имеет некоторую ограниченность, в этом исследовании мы в большей степени фокусируемся на анализе потоков задолженности. Мы придерживаемся тех же принципов, что и в работе ЕСМ, уделяя особое внимание роли связанных с долгом денежных потоков в обеспечении долговой устойчивости. В этом исследовании мы также попытаемся преодолеть еще одно ограничение, связанное с изучением определенных страновых групп. Большинство эмпирических работ изучает исключительно развитые экономики и страны с формирующимся рынком, при этом развивающиеся страны с недостаточно развитым финансовым рынком редко включаются в анализ. Кроме того, в исследованиях, посвященных достаточности финансовых ресурсов, как правило, игнорируются краткосрочные долговые обязательства. С нашей точки зрения этот подход имеет определенные ограничения, особенно учитывая относительно слабый потенциал стран с низким уровнем дохода в области управления долгом. В связи с этим мы намерены сфокусироваться на анализе долговой ситуации исключительно развивающихся стран, оценив при этом их финансовые потребности в условиях различных экономических шоков.

### 3. МЕТОДОЛОГИЯ И ДАННЫЕ

Применяемую в работе методологию оценки можно рассматривать как двухэтапный процесс. На первом этапе моделируются внешние экономические шоки и их влияние на экономические показатели Таджикистана и Кыргызстана. На втором, на основе полученных результатов рассчитываются потенциальные потребности в финансировании с учетом имеющихся финансовых ресурсов у стран. Результаты этих оценок сравниваются с параметрами долга, рассчитанными в рамках базового сценария – оценочная разница между сценариями позволяет выявить «чистое» влияние экономического шока.

В первой части анализа сравниваются прогнозные показатели, полученные в рамках базового и альтернативного сценария. Влияние внешних шоков на экономические показатели Кыргызской Республики и Таджикистана рассчитывается на основе глобальной модели, объединяющей следующие страны: (1) четыре внешних региона, включающих США, Еврозону, Китай и страны остального мира; а также (2) страны ЕФСР, в т.ч. страны-доноры: Россию и Казахстан – и страны-реципиенты: Беларусь, Армению, Кыргызскую Республику и Таджикистан. Взаимное влияние этих стран учитывается через spillover эффекты в реальном и финансовом секторах.

Глобальная модель представляет собой полуструктурный инструмент (ЕЕС, ЕДВ, 2016), сочетающий набор основных экономических уравнений (уравнения IS и кривой Филлипса, правило Тейлора, принцип непокрытого паритета процентных ставок), позволяющий анализировать различные сценарии для решения экономических проблем. Основное преимущество этой модели в том, что она учитывает ряд специфических характеристик региона ЕФСР, включая его зависимость от сырьевых товаров и денежных переводов. Параллельно с этим она дает возможность оценивать глобальные и региональные шоки, распространяющиеся через экономические и финансовые каналы.

На основе этой модели мы оценили влияние (1) глобального и (2) регионального экономических кризисов на экономики Кыргызстана и Таджикистана. Внутренний кризис, (3) спровоцированный природной катастрофой, рассматривался отдельно в долговом модуле DSA. Для того, чтобы оценить последствия всех вышеупомянутых шоков, мы исходили из ряда ключевых предпосылок:

Учитывая то, что внешнеэкономический сектор в модели представлен 4 регионами: США, ЕС, Китаем и остальными странами, мы рассчитывали снижение роста мировой экономики, на основе сложившихся межстрановых связей. По сути, в рамках модели мы оценивали эластичности роста разных стран, а затем, накладывая внешний шок на США, получали реакцию в других регионах. Комбинируя эти шоки, мы оценивали динамику роста глобальной экономики и на основе этого проводили комплексное стресс-тестирование. Фактически рассматривалось продолжение мирового кризиса, предполагающего более медленное 4% восстановление экономики в 2021 г., что на 1,8 п.п. ниже базового сценария. Влияние глобального шока на экономику Кыргызстана и Таджикистана оценивалось через изменения в разрывах выпуска, таким образом предполагалось, что кризис носит преимущественно циклический характер.

Дополнительные предпосылки связаны с эффектом переноса изменений в обменном курсе на уровень инфляции, который также оценивался в рамках глобальной модели. Согласно нашим оценкам, изменение обменного курса на 1% может привести к дополнительному инфляционному росту на 0,2–0,3 п.п. в Кыргызской Республике и на 0,2 п.п. в Таджикистане. Учитывая эти оценки в модели DSA, мы получали более реалистичные долговые показатели.



Региональное влияние на экономику в большей степени транслируется через экономические параметры России. Учитывая значительную зависимость экономик Кыргызстана и Таджикистана от денежных переводов из России, а также торговые связи между странами, мы оценили сценарий регионального кризиса, предполагая, что влияние российской экономики останется доминирующим фактором. Spillover эффекты российской экономики на показатели роста Кыргызстана и Таджикистана также оценивались в рамках глобальной модели. В качестве предпосылки для стрессового сценария мы закладывали более медленное восстановление российской экономики – на 2,1 п.п. ниже базового сценария, т.е. предполагали, что рост ВВП в России в 2021 г не превысит 1,4%.

В сценарии странового кризиса мы рассматривали вероятность природной катастрофы. Хотя это не самый реалистичный сценарий, оценка его влияния на экономические показатели стран может иметь важное значение для выработки грамотной экономической политики. Дополнительной мотивацией для проведения этого стресс-тестирования стал и тот факт, что развивающиеся страны гораздо больше страдают от стихийных бедствий, нежели развитые экономики. В результате им может потребоваться определенный бюджетный резерв для обеспечения экономической и долговой устойчивости. Для того, чтобы рассчитать влияние природной катастрофы на финансовые потребности стран, мы закладывали шок в размере 10 п.п. ВВП (относительно базового сценария), что соответствует оценкам в работе Khor (Khor et al, 2016). Таким образом, мы предполагали, что согласно стрессовому сценарию, рост ВВП в Кыргызстане сократится на 5%, а в Таджикистане на 2,4%.

В результате симуляции серии стресс-сценариев мы проанализировали уровень чувствительности экономических показателей Кыргызстана и Таджикистана к различным шокам. Для того, чтобы оценить влияние внешнеэкономических параметров на показатели долга, был проведен анализ долговой устойчивости. Это позволило комплексно оценить и спрогнозировать уровень долга в странах, а также их финансовые потребности. Используя этот подход, мы параллельно оценивали совокупный объем долга и его изменение в условиях неблагоприятной внешней конъюнктуры. При этом мы учитывали текущие долговые обязательства стран, а именно процентные выплаты, амортизацию, бюджетные разрывы и краткосрочные долги. Объединяя все вышеперечисленное, мы рассчитывали совокупные финансовые потребности стран как:

$$GFN_t = PB_t + A_t + ShD_{t-1} + IP_t, \quad (1)$$

где  $PB_t$  – первичное сальдо бюджета в период  $t$ ,  $A_t$  – амортизация средне- и долгосрочного государственного долга в текущем периоде;  $ShD_{t-1}$  краткосрочный долг на конец прошлого периода; а  $IP_t$  – процентные платежи в текущем периоде  $t$ .

Далее мы анализировали результаты базового и альтернативного сценариев, сопоставляя их с исторической динамикой. Это позволило детальнее изучить связанные с долгом денежные потоки и оценить эффективность мер, способствующих повышению долговой устойчивости.

#### Данные

Для расчета влияния внешних шоков на макроэкономические параметры использовались ежемесячные, ежеквартальные и годовые данные национальных органов статистики Кыргызской Республики и Таджикистана. Данные о процентных ставках, обменных курсах, притоках денежных переводов были получены от национальных банков. Основными источниками данных, описывающих внешнеэкономический сектор (рост ВВП в еврозоне, США, Китае; инфляция; обменные курсы и цены на сырьевые товары) стали Евростата, Бюро экономического анализа США, Бюро трудовой статистики США, ЕЦБ, МВФ, Всемирный банк и агентство «Bloomberg».

База данных для расчета модели DSA представлена набором динамических рядов за период с 2006 по 2019 год. Основным источником данных по внешнему долгу стала статистическая база Joint External Debt Hub, совместно разработанная БМР, МВФ, ОЭСР и ВБ. Она содержит данные о структуре долга, а также об иностранных активах. Кроме того, статистическая информация была дополнена прогнозами правительств в части планируемого привлечения средств. Данные по внутреннему долгу были получены из открытых статистических источников министерств финансов. Они включают статистику по портфелю долговых обязательств и его основных компонент. Кроме того, ретроспективные данные были дополнены прогнозными оценками, учитывающими уровни процентных ставок, сроки погашения кредитов и льготные периоды новых заимствований.

Набор экзогенных макроэкономических переменных, определяющих уровень долга, таких как реальный рост ВВП, дефлятор ВВП и обменные курсы, был получен от национальных органов статистики, национальных банков и Всемирного банка. Эти данные были дополнены фискальными переменными, включая статистику по государственным доходам и грантам, первичным расходам и другим параметрам (поступления от приватизации, списание долга). Основным их источником стали министерства финансов.



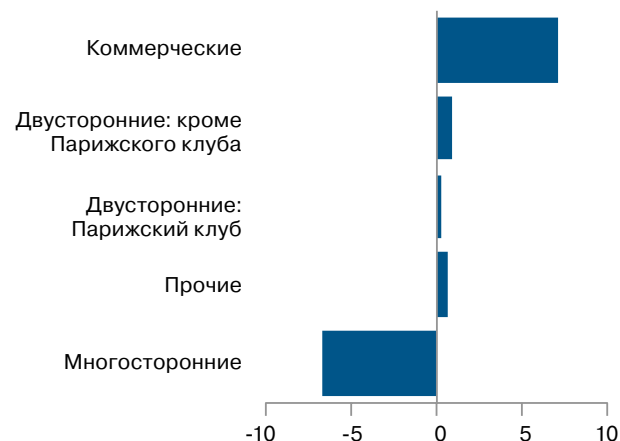
## 4. ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Ретроспективный анализ, а также прогноз объемов и потоков кредитных обязательств имеет решающее значение в оценке долговой устойчивости развивающихся стран, особенно учитывая их высокую чувствительности к внешним условиям. Однако за последнее десятилетие уязвимость показателей задолженности этих стран усилилась под влиянием не только внешних, но и внутренних факторов, один из которых связан со структурными изменениями долга.

С 2010-х годов ряд стран вместо привлечения льготного финансирования от международных финансовых институтов переориентировался в сторону коммерческого кредитования. В результате нелюбимые инструменты стали важным источником финансирования инвестиционных проектов в странах с низким уровнем дохода. В Таджикистане доля нелюбимых кредитов увеличилась до 7% ВВП по сравнению с 0,1% в 2010 году (рисунок 1). Во многом этот резкий рост был связан с размещением еврооблигаций для финансирования строительства Рогунской ГЭС.

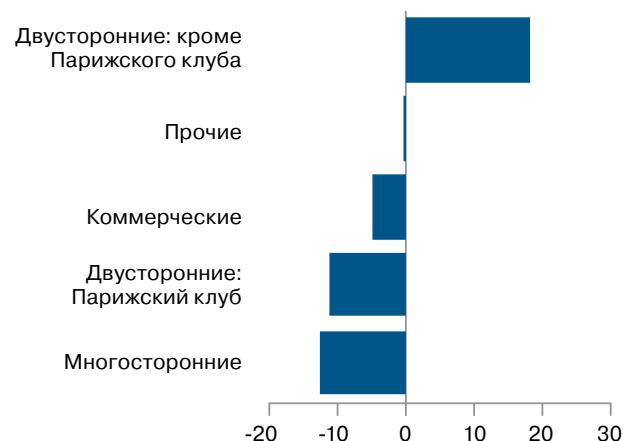
Еще одной общей тенденцией в структуре долга является переход от заимствований у многосторонних организаций или стран-участниц Парижского клуба к заимствованиям у других кредиторов. За период 2010–2019 годов доля средств, привлеченных от двусторонних кредиторов, не являющихся членами Парижского клуба, увеличилась на 1 п.п. ВВП в Таджикистане (рисунок 1) и почти на 20 п.п. ВВП в Кыргызской Республике (рисунок 2). Основная часть этого прироста приходилась на китайские кредиты.

**Рисунок 1. Изменение структуры кредиторов в Таджикистане, 2010–2019 годы (п.п. ВВП)**



**Источник:** Министерство финансов, Национальный банк, Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан

**Рисунок 2. Изменение структуры кредиторов в Кыргызской Республике, 2010–2019 годы (п.п. ВВП)**



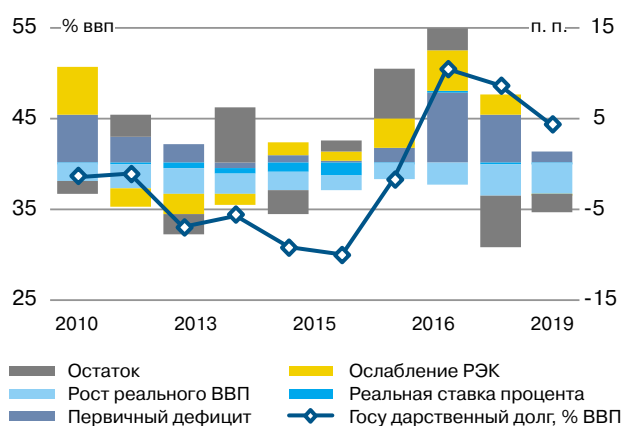
**Источник:** Министерство финансов, Национальный банк, Национальный статистический комитет Кыргызской Республики

За последнее десятилетие Китай стал одним из основных кредиторов Кыргызской Республики и Таджикистана. Во многом доля китайских кредитов выросла в результате финансирования, связанного с инициативой «Один пояс – один путь». По состоянию на конец 2018 года доля полученных кредитов из Китая составила 46% от общего объема государственных внешних обязательств

в Кыргызстане и 40% в Таджикистане. В то время как роль Китая в качестве кредитора расширялась, китайские интересы преимущественно были сосредоточены в энергетическом секторе и транспорте. Несмотря на то, что большие объемы финансовых ресурсов предоставлялись правительством Китая на льготных условиях, ключевой проблемой заимствований как у Китая, так и в целом у стран, не входящих в Парижский клуб, оставалась недостаточная прозрачность условий кредитования. Кроме того, некоторые соглашения предусматривали залоговые обязательства. Учитывая это, основной риск состоит в том, что обеспеченный залогом долг может привести к сокращению возможностей бюджета в связи с резервированием части доходов (Essl et al, 2019). В результате могут возникнуть проблемы в части платежеспособности стран и их долговой устойчивости. Этот вопрос может стать особенно актуален с середины 2020-х годов, в период, когда истекает льготный период, и наиболее очевидной становится нагрузка, связанная с обслуживанием задолженности по большинству полученных кредитов. В случае Таджикистана эта проблема представляется еще более острой, так как в долговой портфель страны также входят еврооблигации, выпущенные Национальным банком на сумму 500 млн долл. США. Погашение этих 10-летних еврооблигаций с купоном 7,125% будет производиться в 2025–2027 годах, что, как ожидается, значительно увеличит потребности Таджикистана в дополнительном финансировании. Возрастающие риски для долговой устойчивости во многом объясняются статусом страны по уровню дохода – Таджикистан является одной из наименее обеспеченных стран, выпустивших еврооблигации.

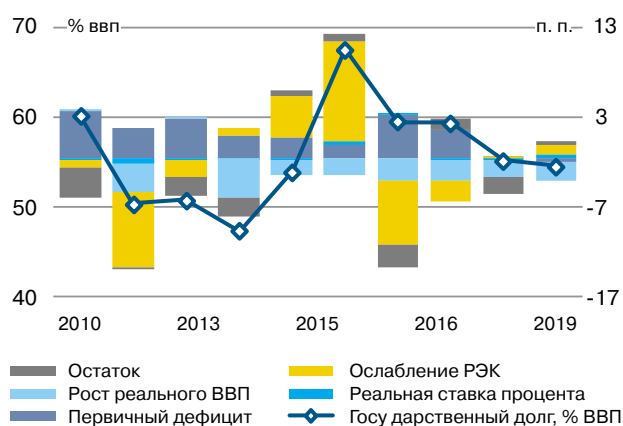
В целом развивающимся странам и странам с формирующейся рыночной экономикой, ориентированным на устойчивое развитие, приходится преодолевать ряд структурных ограничений. Кроме того, периодически возникает задача нивелирования внешних уязвимостей, что требует значительных финансовых ресурсов. Часть этих средств может быть привлечена в виде грантов и помощи для целей развития (врезка 1), но в основном она связана с ростом государственных долговых обязательств. В Таджикистане преимущественно за счет увеличения инвестиций в инфраструктуру (рисунок 3) отмечался существенный рост государственного долга: с 30,6% ВВП в 2014 году до 50,2% ВВП в 2017 году. В 2019 году он стабилизировался на уровне 44,1% ВВП. Кыргызская Республика также наращивала объемы долговых обязательств, но в отличие от Таджикистана в стране отмечалось сокращение уровня долга к ВВП: с 66,9% ВВП в 2015 году до 54,1% в 2019 году (рисунок 4).

**Рисунок 3. Государственный долг Таджикистана, % ВВП**



**Источник:** Министерство финансов, Национальный банк, Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан

**Рисунок 4. Государственный долг Кыргызской Республики, % ВВП**

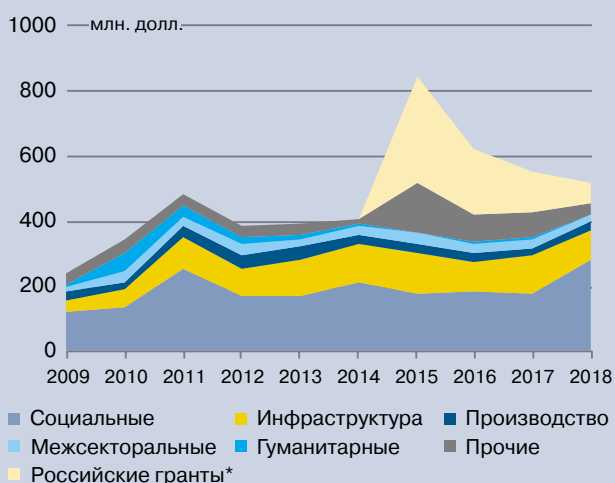


**Источник:** Министерство финансов, Национальный банк, Национальный статистический комитет Кыргызской Республики

## Врезка 1. Роль официальной помощи в целях развития в Кыргызской Республике и Таджикистане

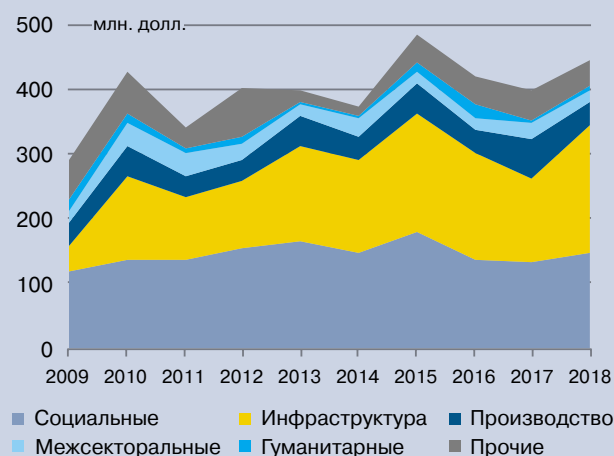
Дополнительным источником экономического развития Таджикистана и Кыргызской Республики является льготное финансирование. Официальная помощь в целях развития (ОПР) предоставляется главным образом для финансирования социальных и инфраструктурных проектов. За последние десять лет реализация инфраструктурных проектов в Кыргызской Республике аккумулировала 20% от общего объема ОПР, в Таджикистане на эти цели было израсходовано 33% (рисунки 5,6). С учетом относительно высокого уровня бедности в обеих странах значительная часть этих средств расходуется в рамках социальных проектов. Льготное финансирование Кыргызстана и Таджикистана также направлялось на здравоохранение, образование, развитие государственного управления и гражданского общества.

**Рисунок 5. Официальная помощь в целях развития в Кыргызской Республике в разбивке по секторам, 2009–2018 годы**



**Источник:** База данных ОЭСР Creditor Reporting System  
\* Российские гранты без секторальной принадлежности

**Рисунок 6. Официальная помощь в целях развития в Таджикистане в разбивке по секторам, 2009–2018 годы**



**Источник:** База данных ОЭСР Creditor Reporting System

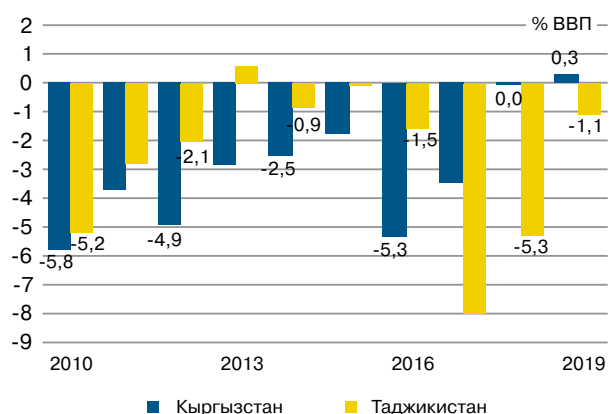
Примечательно, что в случае Кыргызстана и Таджикистана внешняя помощь в целях развития состоит в основном из грантов. Размер грантовой поддержки значителен: за 2009–2018 годы на валовой основе Кыргызстану было выделено 3,8 млрд долл. США, что сопоставимо с суммой непогашенного внешнего долга на конец 2018 года. В Таджикистане эти цифры еще более значительны: общий объем полученных грантов за тот же период превысил уровень непогашенной задолженности (3,2 млрд долл. США против 2,9 млрд долл. США).

Если комплексно оценивать долговую ситуацию обеих стран, то она остается достаточно уязвимой и находится под влиянием разнонаправленных экономических факторов. Тогда как высокие темпы экономического роста способствовали снижению уровня долга, высокий первичный дефицит частично компенсировал этот эффект (рисунок 7). Отмечавшиеся в последнее время тенденции роста процентных платежей также нивелировали прогресс, достигнутый Таджикистаном и Кыргызстаном в улучшении бюджетных позиций стран.

За последние несколько лет обе страны достигли определенного прогресса в увеличении налоговых поступлений, что способствовало росту бюджетных доходов. Тем не менее, по сравнению со странами с формирующейся рыночной экономикой, развивающиеся страны по-прежнему обладают некоторым потенциалом для дальнейшего увеличения налоговых поступлений относительно ВВП. В большей степени это относится к Таджикистану. В свою очередь увеличение бюджетных поступлений за счет улучшения налогового администрирования будет содействовать снижению рисков долгового кризиса и обеспечит более устойчивое экономическое развитие. Фактически за последние 10 лет обе страны существенно увеличили уровень налоговых поступлений относительно ВВП: в Таджикистане с 18% в 2009 году до 21,2% в 2018 году; в Кыргызской Республике с 18% до 20,6% (рисунок 8). Однако, если в 2019 г. в Кыргызстане продолжилось увеличение налоговых поступлений к ВВП, то в Таджикистане этот показатель снизился до уровня ниже 20%.

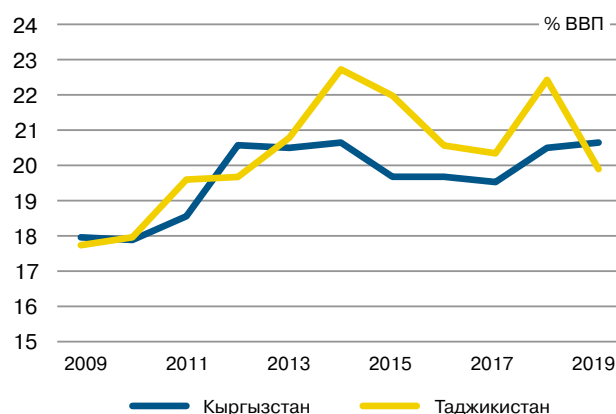
В 2020 году негативное воздействие COVID-19 на экономическую активность в странах может привести к увеличению дефицита бюджета и ухудшению долговой ситуации. В результате в будущем страны могут столкнуться с необходимостью соблюдения более жесткой бюджетной дисциплины. Кроме того, стоит учитывать уязвимость обеих стран к колебаниям обменных курсов из-за значительной доли внешней задолженности, выраженной в иностранной валюте. Эти риски также могут негативно сказаться на фискальной и долговой устойчивости.

**Рисунок 7. Первичный дефицит бюджета, % ВВП**



Источник: База данных WEO

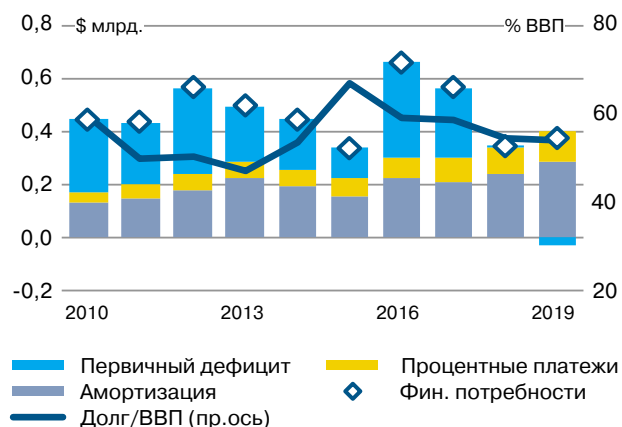
**Рисунок 8. Налоговые доходы, % ВВП**



Источник: Данные CEIC

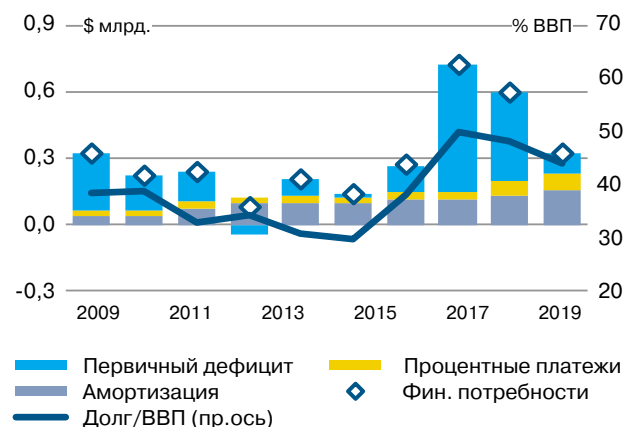
Динамика уровня долга также отразится в изменении финансовых потребностей обеих стран. В Кыргызской Республике в 2019 году они снизились до 0,38 млрд долл. США по сравнению с 0,45 млрд долл. США в 2014 году, в то время как в Таджикистане, напротив, наблюдался их рост: с 0,2 млрд долл. США в 2014 году до 0,3 млрд долл. США в 2019 году (рисунки 9, 10). В Кыргызстане финансовые потребности сократились главным образом в связи с улучшением состояния бюджета, однако процентные платежи и погашение основной суммы долга способствовали их росту. В Таджикистане дефицит бюджета остается основным фактором риска увеличения финансовых потребностей. Кроме того, в последние годы возрастает нагрузка со стороны амортизационных платежей. В ближайшие несколько лет это влияние в Таджикистане станет еще более выраженным, что связано с планируемым погашением по еврооблигациям. Процентные платежи не оказывают существенного влияния на динамику финансовых потребностей как в Кыргызстане, так и в Таджикистане. Прежде всего это связано с тем, что основная часть внешнего долга носит льготный характер, тем не менее, в последние годы отмечается их тенденция к росту.

**Рисунок 9. Структура валовых финансовых потребностей Кыргызской Республики**



**Источник:** Министерство финансов, Национальный банк, Национальный статистический комитет Кыргызской Республики

**Рисунок 10. Структура валовых финансовых потребностей Таджикистана**



**Источник:** Министерство финансов, Национальный банк, Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан

В целом текущее состояние государственного долга в обеих странах свидетельствует о его сохраняющейся уязвимости перед внешними шоками. В условиях глобальной неопределенности и различных экономических рисков могут возникать дополнительные проблемы в отношении бюджетных и долговых показателей, что может повышать вероятность долговых кризисов. Влияние возможных неблагоприятных шоков на платежеспособность стран и их финансовые потребности традиционно оцениваются с помощью различных стрессовых сценариев.

## 5. РЕЗУЛЬТАТЫ И ВЫВОДЫ

В данном разделе представлено описание базового и альтернативных сценариев. Сценарные расчеты проводились в соответствии с двухшаговой методологией. Сначала, используя функции импульсного отклика, мы оценили размеры влияния шоков цен сырьевых товаров, мировой экономики и России на экономические показатели Таджикистана и Кыргызстана. Затем мы использовали модуль долговой устойчивости для оценки сложившегося уровня долга и финансовых потребностей в различных сценариях.

### **Врезка 2. Влияние COVID-19 на долговую устойчивость Кыргызской Республики и Таджикистана**

Распространение коронавирусной инфекции COVID-19 и резкое падение цен на сырьевые товары негативно сказываются на относительно устойчивой динамике экономического роста, наблюдавшейся в обеих странах в последние годы. Как следствие, Таджикистан и Кыргызстан могут серьезно пострадать из-за нарушения глобальных производственных цепочек и снижения объема денежных переводов трудовых мигрантов. В марте 2020 г. приток денежных переводов в Таджикистан и Кыргызстан уже сократился примерно на 30% г/г. Закрытие границ приведет к сокращению импорта и соответствующим потерям бюджетов в части налоговых доходов. Все это будет способствовать росту дефицита бюджета в обеих странах и сокращению и без того ограниченного фискального пространства, что приведет к увеличению государственного долга, уровень которого уже сейчас достаточно высок.

Мы предполагаем, что экономический шок продлится до конца второго квартала, а восстановление начнется только во втором полугодии 2020 года, хотя эти оценки сопряжены с высоким уровнем неопределенности. В соответствии с нашим прогнозом, в результате шока ВВП Кыргызстана упадет на 4,3%, ВВП Таджикистана – замедлится до 2,8%. Ухудшение экономических показателей будет сопровождаться девальвацией национальных валют на 10–15% и ростом первичного дефицита, что будет способствовать росту государственного долга. По нашим оценкам, государственный долг может увеличиться почти до 65,3% ВВП в Кыргызстане и 48,4% в Таджикистане. Обе страны смогут обслуживать возросшие уровни государственного долга, однако этот рост будет сопровождаться значительным увеличением финансовых потребностей. В Таджикистане валовые потребности в финансировании могут возрасти до 7,7% ВВП, в то время как в Кыргызской Республике они прогнозируются на уровне 10,9% ВВП. Хотя обе страны имеют доступ к льготному финансированию, и мы предполагаем, что дополнительные потребности в финансировании будут покрываться за счет долгосрочных внешних государственных заимствований, возросшие платежи по обслуживанию долга значительно сократят фискальное пространство, а также сделают страны еще более уязвимыми к колебаниям обменных курсов.

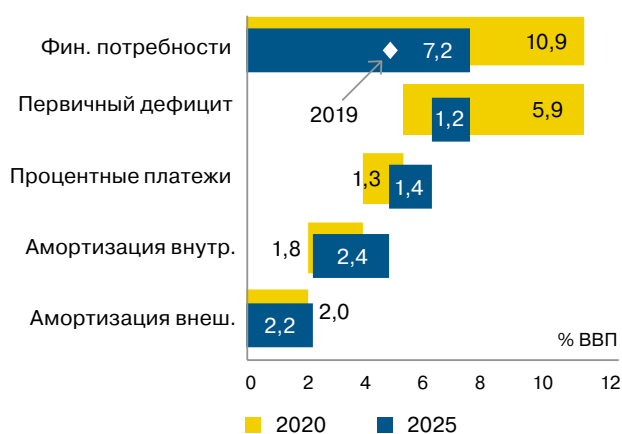
Условные обязательства являются еще одним источником неопределенности. Хотя в Кыргызской Республике бюджетный кодекс исключает возможность предоставления гарантий государственным предприятиям, риск остается высоким, особенно в случае длительного карантина. В этих условиях нагрузка на бюджеты Кыргызской Республики и Таджикистана может возрасти, что приведет к ухудшению долговой устойчивости.

### Базовый сценарий

Учитывая историческую динамику государственного долга, а также исходя из базовых предположений развития экономики, мы оценили финансовые потребности стран на период 2020–2025 годов. В рамках базового сценария мы предполагаем, что замедление мирового экономического роста вследствие пандемии COVID-19 произойдет в 2020 году и будет сопровождаться восстановлением в последующие годы. Кроме того, прогнозируется, что рост ВВП (после некоторого ухудшения в 2020 году из-за пандемии COVID-19) сложится на уровне около 4% в Кыргызской Республике и около 6% в Таджикистане. Ожидается, что фискальная политика в Таджикистане по-прежнему будет стимулирующей, что предполагает дополнительные расходы, связанные с крупными инфраструктурными проектами. В Кыргызской Республике первичный дефицит будет постепенно сокращаться после экономического кризиса 2020 года и составит 1,2% ВВП в 2025 году. На основе такой динамики макроэкономических показателей мы оцениваем, что государственный долг Кыргызстана немного снизится: с 64,3% ВВП в 2021 году до 57,8% ВВП в 2025 году. Более низкий уровень накопления задолженности можно объяснить более устойчивыми внешними условиями в среднесрочной перспективе, включая отсутствие валютных шоков и шоков со стороны денежных переводов, а также проведением умеренной бюджетной консолидации. В Таджикистане, предполагается, что снижение государственного долга будет происходить меньшим темпом, чем в Кыргызской Республике.

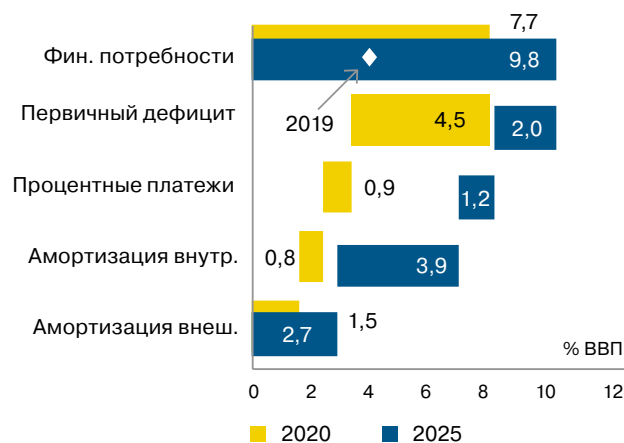
Согласно вышеупомянутому базовому сценарию, в среднесрочной перспективе финансовые потребности обеих стран не превысят уровня 10% ВВП. В Таджикистане они могут увеличиться с 7,7% ВВП в 2020 году до 9,8% на конец 2025 года, в то время как в Кыргызской Республике они составят около 7% ВВП в 2025 г. В обеих странах финансовые потребности в значительной мере будут обусловлены относительно высоким первичным дефицитом, который, в среднем за 2020–2025 гг. объясняет около одной трети финансовых потребностей в Таджикистане и четверти в Кыргызстане (рисунки 11, 12). Значительный вклад в финансовые потребности также вносит амортизация существующего долга. Несмотря на усиление финансовой волатильности и, следовательно, рост премии за риск, процентные платежи не будут играть существенной роли в формировании финансовых потребностей обеих стран. В базовом сценарии мы ожидаем, что в краткосрочной перспективе потребности в финансировании будут покрываться за счет льготных ресурсов, однако в среднесрочной перспективе будет наблюдаться тенденция к росту заимствований на менее льготных условиях.

**Рисунок 11. Финансовые потребности Кыргызстана: базовый сценарий**



Источник: Расчеты авторов

**Рисунок 12. Финансовые потребности Таджикистана: базовый сценарий**



Источник: Расчеты авторов



Подводя итог, можно сделать вывод, что пандемия COVID-19 нанесла серьезный удар по экономике, не только временно увеличив финансовые потребности стран, но и поменяв траекторию их долга. Однако дальнейшее развитие пандемии окружено значительной степенью неопределенности. Это мотивировало нас оценить альтернативные сценарии, рассматривающие более продолжительный экономический спад в 2021–2022 годах, в отличие от V-образного восстановления, закладываемого в базовом сценарии. Таким образом в работе мы представляем два альтернативных сценария, отличающихся масштабом распространения пандемии, т.е. предполагающие глобальный экономический кризис или региональный кризис. Отдельно рассматривается стрессовый сценарий природной катастрофы в постковидной реальности.

#### *Глобальный экономический кризис*

В сценарии глобального экономического кризиса мы предполагаем, что пандемия коронавируса будет иметь более длительный характер, что приведет к дальнейшей экономической неопределенности и медленному восстановлению цен на сырьевые товары. В этом сценарии глобальный экономический шок носит достаточно устойчивый характер, значительно снижая темпы роста ВВП в Кыргызстане и Таджикистане в течение двух лет. Предполагаемое влияние на рост набирает обороты в течение 2021 года: темп роста ВВП по сравнению с базовым сценарием снижается на 1,5 п.п. и 1,6 п.п. в Кыргызской Республике и Таджикистане соответственно. Затем шок постепенно затухает в последующие годы. При этом оценка влияния роста мировой экономики соизмерима с масштабом существующих внешнеторговых связей, которые усиливаются через каналы денежных переводов и обменного курса в России. Основные предпосылки этого сценария представлены в Таблице 1.

**Таблица 1: Базовый и альтернативные сценарии, % год к году, если не указано иное**

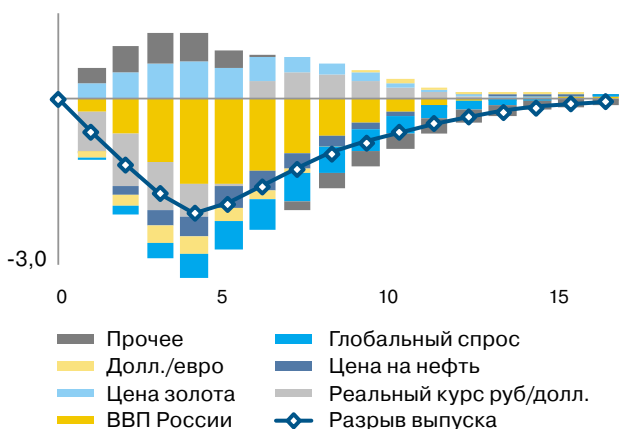
	2020	2021			
		Базовый	Глобальный кризис	Региональный кризис	Природная катастрофа
Рост мирового ВВП	-3,0	5,8	4,0	5,7	5,8
Цена Urals, \$	35	37	30	37	37
Цена золота	14,3	-0,6	10,9	-0,6	-0,6
Рост ВВП России	-5,5	3,5	0,3	1,4	3,5
Рост ВВП Кыргызстана	-4,3	6,0	4,5	5,0	-4,0
Гос. долг Кыргызстана, % ВВП	65,3	64,3	67,5	66,0	76,8
Рост ВВП Таджикистана	2,8	7,5	5,9	6,6	-1,5
Гос. долг Таджикистана, % ВВП	48,4	47,8	51,3	49,2	61,5

**Источник:** Расчеты авторов



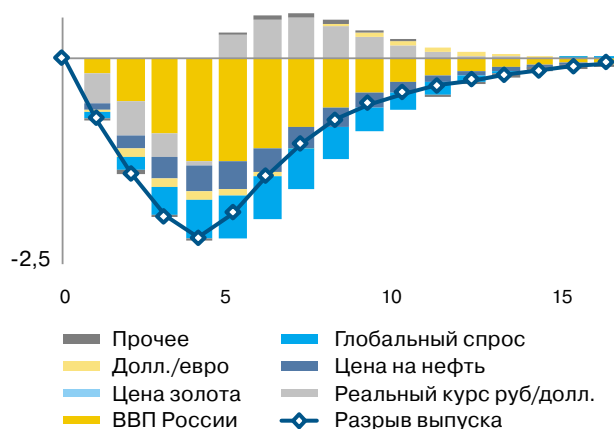
Применяя разложение дисперсии, мы оценивали вклад основных макроэкономических параметров в динамику разрыва выпуска (рисунки 13, 14). Один из ключевых каналов влияния связан с внешним спросом. Это оказывает значительное влияние на Кыргызстан и Таджикистан за счет сокращения внешнего спроса с одной стороны и изменения обменного курса доллара к евро с другой, что влияет на условия торговли. Однако основным фактором, компенсирующим неблагоприятные экономические шоки в Кыргызской Республике, является цена на золото, которое представляет собой основную статью экспорта сырьевых товаров Кыргызстана (составляющую около 30% экспорта). Исторически спрос на золото (которое является надежным активом), а также его цена возрастают во время экономического спада. Таким образом, рост цен на золото положительно влияет на рост ВВП Кыргызстана.

**Рисунок 13. Вклад шоков в динамику разрыва выпуска Кыргызстана**



**Источник:** Расчеты авторов

**Рисунок 14. Вклад шоков в динамику разрыва выпуска Таджикистана**



**Источник:** Расчеты авторов

Для обеих стран наиболее существенное влияние оказывает динамика российской экономики, поскольку Россия остается одним из ключевых торговых партнеров и основным источником денежных переводов, которые являются значительной частью доходов населения в Кыргызстане и Таджикистане. В рамках модели это влияние передается по двум основным каналам: (1) падение российского ВВП и (2) ослабление реального курса российского рубля по отношению к доллару США. В целом в сценарии глобального экономического спада снижение темпов экономического роста России объясняет примерно половину замедления роста Кыргызстана и Таджикистана.

Подводя итог вышесказанному, отметим, что, согласно прогнозам, глобальный экономический кризис может оказать серьезное воздействие на долговую ситуацию стран и их финансовые потребности (рисунки 15, 16). Широкий спектр негативных шоков в рамках сценария глобального кризиса может дестабилизировать динамику долга, что свидетельствует о значительной уязвимости экономических показателей стран. Соответствующие оценки финансовых потребностей указывают на возросшее давление на экономику, связанное с ростом бюджетного дефицита, а также ростом расходов на обслуживание долга.

**Рисунок 15. Финансовые потребности Кыргызстана: сценарии глобального и регионального кризисов, 2025 год**



Источник: Расчеты авторов

**Рисунок 16. Финансовые потребности Таджикистана: сценарии глобального и регионального кризисов, 2025 год**

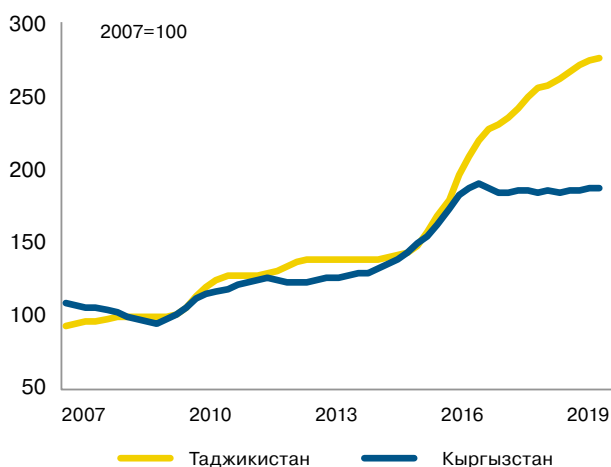


Источник: Расчеты авторов

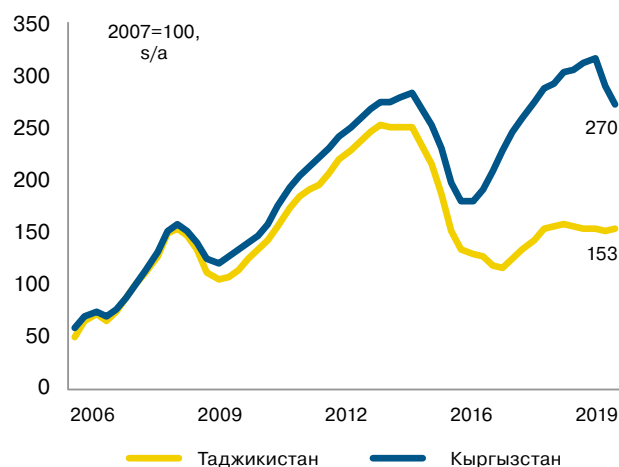
В сценарии глобального кризиса основной негативный эффект проявится в 2024–2025 годах, когда валовые потребности в финансировании могут возрасти до 8,9% в Кыргызской Республике и до 11,4% в Таджикистане. В краткосрочной перспективе основным фактором роста ежегодных долговых обязательств (по сравнению с базовым сценарием) станет ухудшение фискальных позиций стран. Рост бюджетного дефицита будет объяснять около 40% отклонения между стрессовым и базовым сценариями. В долгосрочной перспективе платежи, связанные с обслуживанием долга, будут также вносить значительный вклад в рост финансовых потребностей.

#### Региональный экономический кризис

В сценарии регионального экономического кризиса мы предполагаем, что пандемия COVID-19 в целом будет взята под контроль к концу 2020 года. Однако в отдельных странах все еще будут тлеть очаги инфекции. Учитывая доминирующую роль России в экономическом развитии Таджикистана и Кыргызстана, мы проанализировали стрессовый сценарий, предполагающий региональный экономический кризис, связанный преимущественно с Россией. Действительно, чувствительность экономик Таджикистана и Кыргызстана к экономическим показателям России остается чрезвычайно высокой и достаточно явно она проявлялась во время кризиса 2015 года. В условиях геополитической напряженности, введенных санкций и резкого падения цен на нефть экономическая активность в России сократилась на 2%, а курс национальной валюты ослаб на 65%. В ответ на такой региональный шок девальвация курса валют Таджикистана и Кыргызстана составила 50% и 30% соответственно (рисунок 17). Основным каналом передачи экономических шоков из России стали денежные переводы. Поскольку Кыргызская Республика и Таджикистан относятся к числу наиболее зависимых от денежных переводов стран мира с отношением денежных переводов к ВВП около 30% и высокой долей поступлений из России, уязвимость обеих стран к экономической нестабильности в России особенно высока. За последнее десятилетие денежные переводы из России значительно увеличились в Кыргызстане (рисунок 18), став ключевым источником поддержания уровня доходов и потребления домашних хозяйств. Однако в Таджикистан приток денежных переводов оставался ниже докризисного уровня (2015 года). Отчасти это связано с тем, что Таджикистан не является членом ЕАЭС (Кыргызстан присоединился в 2015 году), что подразумевает более сложную процедуру получения таджикскими рабочими патентов на работу. Тем не менее, денежные переводы из России остаются одним из основных источников потребительской активности в Таджикистане.

**Рисунок 17. Номинальные обменные курсы, 2007 год = 100**

Источник: Расчеты авторов

**Рисунок 18. Денежные переводы из России, 2007 год = 100**

Источник: Расчеты авторов

Еще одной проблемой зависимости Кыргызстана и Таджикистана от внешних финансовых потоков является высокая нестабильность этих доходов, что делает экономические показатели развивающихся стран еще более уязвимыми. Тот факт, что источником денежных переводов, как правило, является сектор неторгуемых товаров, в котором задействовано большинство трудовых мигрантов, способствует повышению волатильности этих доходов. Прежде всего это объясняется тем, что исторически активность в этом секторе тесно коррелирует с доходами от продажи нефти в России. Приток ПИИ из России также поддерживал экономическую активность в обеих странах, однако его роль менее важна: в Таджикистане ПИИ составляют 3% ВВП, в то время как в Кыргызской Республике – только около 2% ВВП. Учитывая обозначенные spillover-эффекты, влияние российской экономики на экономику Кыргызстана и Таджикистана остается преобладающим.

Для того, чтобы изучить роль торгово-финансовых связей между странами и потенциальное влияние региональных шоков, мы использовали глобальную модель, в рамках которой проанализировали влияние экономических показателей России на изменение экономической конъюнктуры в Кыргызской Республике и Таджикистане. В качестве предпосылки для стрессового сценария мы закладывали снижение роста ВВП в России на 2,1 п.п. относительно базового, т.е. предполагали, что рост экономики в 2021 г. составит 1,4%. По нашим оценкам, такие изменения в экономических показателях России могут привести к относительно продолжительному снижению деловой активности в Таджикистане и Кыргызской Республике. Исторически сложившаяся динамика бизнес-циклов в России и странах СНГ может привести к пересмотру темпов роста ВВП в сторону снижения на 0,9 п.п. в Таджикистане и на 1 п.п. в Кыргызстане в 2021 году, что соответствует росту ВВП на 5% г/г и 6,6% г/г в Кыргызстане и Таджикистане соответственно.

Учитывая этот сценарий регионального шока и реакцию в части роста ВВП в Кыргызской Республике и Таджикистане, мы рассчитали потенциальные потребности в финансировании. Наши результаты показали, что в краткосрочной перспективе региональный экономический кризис может стабилизировать финансовые потребности Кыргызской Республики на уровне 10–11% и привести к их увеличению в Таджикистане до 11% ВВП. Для обеих стран основной вклад в рост валовых потребностей в финансировании связан с ухудшением состояния государственных финансов, они будут объяснять примерно 30–40% разницы в потоках задолженности между стрессовым и базовым сценариями.

К концу 2025 года потребности в финансировании стабилизируются на уровне 8,1% ВВП в Кыргызской Республике и достигают 10,4% в Таджикистане (рисунки 15, 16), таким образом, они остаются выше, чем в базовом сценарии. Это означает, что платежи, связанные с погашением основной суммы задолженности и уплатой процентов, будут играть более важную роль, поскольку завершится льготный период по концессиональным кредитам, который в среднем составляет 5 лет как для Кыргызстана, так и для Таджикистана, и страны начнут исполнять свои обязательства.

В целом анализ потоков задолженности свидетельствует о том, что экономика Кыргызстана будет оставаться относительно устойчивой в условиях регионального шока. Однако в Таджикистане, который может столкнуться с увеличением потоков задолженности в связи с ростом амортизационных выплат, долговая ситуация подвержена риску.

### Природная катастрофа

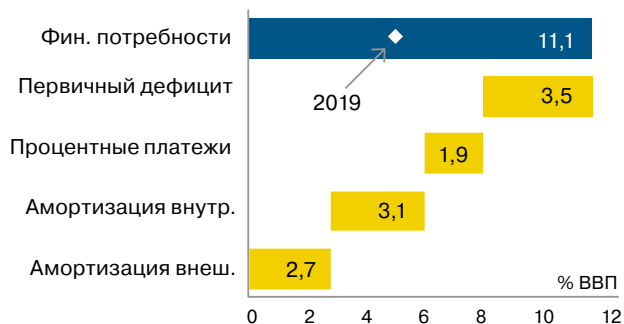
В отличие от рассмотренных выше источников неопределенности, сценарий природной катастрофы сопряжен с чрезвычайно высокими экономическими и социальными рисками, приводящими к ухудшению экономической активности в Кыргызстане и Таджикистане, хотя вероятность его наступления достаточно низка.

Анализ этого сценария основан на методологии МВФ для оценки долговой устойчивости. Согласно этому подходу, сценарии стихийных бедствий обычно рассматриваются в отношении наиболее уязвимых стран, где каждые 3 года происходят по крайней мере два стихийных бедствия, а средний ущерб составляет около 5% ВВП. Хотя это не относится к Кыргызской Республике и Таджикистану, мы решили сосредоточиться на этом сценарии по ряду причин. Во-первых, Кыргызстан и Таджикистан расположены в регионе с высоким уровнем сейсмической опасности. Во-вторых, изменение климата усиливает экологические риски в этих странах, что может существенно ослабить внутренний потенциал реагирования и вызвать потребность в дополнительном привлечении финансирования.

Для оценки последствий стихийного бедствия мы применили адаптированный стресс-тест МВФ (IMF, 2018) и смоделировали природную катастрофу как разовый шок, который приводит к замедлению роста ВВП на 10 п.п. (размер шока выбран на основе определения эпизодов стихийных бедствий в работе Khor (Khor et al, 2016)).

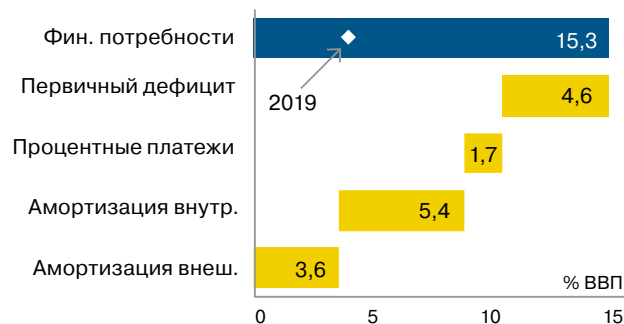
Результаты нашего анализа говорят о том, что стихийное бедствие может привести к росту финансовых потребностей к концу 2025 года с 7,2% ВВП в Кыргызской Республике и 9,8% ВВП в Таджикистане в базовом сценарии до 11,1% ВВП и 15,3% ВВП соответственно в сценарии природной катастрофы (рисунки 19, 20).

**Рисунок 19. Финансовые потребности Кыргызстана: природная катастрофа, 2025 год**



Источник: Расчеты авторов

**Рисунок 20. Финансовые потребности Таджикистана: природная катастрофа, 2025 год**



Источник: Расчеты авторов

Результаты эмпирического исследования свидетельствуют о том, что неблагоприятные внешние условия могут стать причиной роста финансовых потребностей стран. Основными драйверами этого роста помимо увеличения бюджетного дефицита может стать ослабление национальных валют. Анализ долговой устойчивости подчеркивает необходимость улучшения состояния фискального сектора и возможного формирования бюджетных резервов для преодоления внешних потрясений.

В целом полученные оценки финансовых потребностей в Кыргызской Республике не превышают уровня 14% ВВП, который служит некоторым ориентиром для стран с низким уровнем дохода и рассматривается МВФ в качестве индикатора потенциальных проблем с платежеспособностью (IMF, 2018). По результатам нашего анализа можно также сказать, что уровень долга Кыргызстана остается достаточно стабильным, а повышенные потребности в ликвидности будут покрываться за счет государственных внешних и внутренних заимствований. В Таджикистане ситуация выглядит более напряженной: в среднесрочной перспективе проблемы с финансированием могут нарастать. В рамках сценария природной катастрофы рост совокупных финансовых потребностей будет источником долговой уязвимости страны.

Поскольку финансовые потребности стран могут существенно возрасти, возникает вопрос о доступности финансовых ресурсов и о том, как они будут распределяться между странами. Вспышка коронавирусной инфекции вызвала всплеск спроса на экстренную финансовую поддержку, и если в краткосрочной перспективе финансовые потребности могут быть удовлетворены за счет льготного чрезвычайного финансирования со стороны международных институтов, то в среднесрочный период вопрос о достаточности международной поддержки остается открытым. Для того чтобы пролить свет на этот вопрос, мы рассмотрели ресурсы, имеющиеся в распоряжении Таджикистана и Кыргызской Республики для финансирования их разрывов бюджета, и сопоставили их с потенциальными потребностями в финансировании, рассчитанными в условиях сценариев стресс-тестов.

Согласно нашим оценкам, страны с низким уровнем дохода располагают рядом ресурсов, на которые они могут опираться. Обе страны имеют доступ к различным уровням глобальной сети финансовой безопасности. Учитывая принадлежность каждой страны к региональному финансовому механизму и квоты заимствований, предполагается, что со стороны многосторонних кредиторов Кыргызская Республика может получить финансирование в объеме 2.5–6.4% ВВП, а Таджикистан – 2.5–3.8% ВВП. Эта сумма включает поддержку со стороны ЕФСР в объеме 300 млн долл. для Кыргызской Республики и 200 млн долл. для Таджикистана, а также со стороны многосторонних банков развития: 200 млн долл. на поддержку бюджета Кыргызстана и 100 млн долл. – Таджикистана. В целом эти ресурсы могут частично покрыть потенциальные потребности в финансировании. Однако, предполагается, что двусторонние кредиты будут основным источником привлечения – в 2019 г. они составляли 57.7% всего государственного внешнего долга в Кыргызстане и 46.9% – в Таджикистане. Тем не менее, объемы доступного финансирования по этой линии, как правило, остаются неопределенными.

Учитывая влияние шоков на динамику долговых показателей, мы предполагаем, что в краткосрочной перспективе Кыргызская Республика и Таджикистан в качестве источников дополнительного финансирования будут использовать льготные кредитные ресурсы. Однако, мы не исключаем, что странам может понадобиться одновременная поддержка со стороны различных финансовых институтов. Кроме того, наши оценки указывают на необходимость проведения бюджетной консолидации в среднесрочной перспективе, прежде всего, с целью снижения долговой нагрузки, поскольку скорость восстановления экономики будет в значительной степени зависеть от проводимой после кризиса политики.

В долгосрочной перспективе мы предполагаем, что помимо заимствований на льготных условиях Кыргызская Республика и Таджикистан будут закрывать свои потребности в финансировании за счет коммерческих кредитов. Это означает, что риски ликвидности могут повышаться, особенно в период ухудшения рыночной конъюнктуры. Таким образом, странам потребуется упорядочить долговую политику, чтобы тщательно оценивать, покрывать ли дополнительные потребности в финансировании за счет кредитных ресурсов или же следует уделять больше внимания бюджетной устойчивости.

## 6. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мировая экономика находится в достаточно продолжительном периоде неопределенности, которая может спровоцировать не только циклические, но и структурные изменения. Учитывая растущую взаимозависимость экономик различных стран и конвергенцию их экономических показателей, неблагоприятные шоки могут привести к значительному ухудшению роста мировой экономики. В этих неблагоприятных экономических условиях ресурсы экономической политики, которые могут быть направлены на борьбу с экономическими шоками, ограничены, особенно в случае развивающихся стран, которые также сталкиваются с проблемой собственной экономической турбулентности. Распространение коронавирусной инфекции COVID-2019, приведшее к заметному нарушению мировой экономической активности, выявило особую уязвимость стран с низким уровнем дохода перед лицом экономических шоков.

Чтобы оценить влияние внешних шоков на экономические показатели стран с низким уровнем дохода, а также на их долговую ситуацию, мы сосредоточили внимание на экономике Кыргызстана и Таджикистана и изучили их долговую устойчивость в рамках трех стрессовых сценариев: глобального, регионального и национального шоков. В отличие от других исследований, мы сосредоточили внимание не только на объеме долга, но и на анализе финансовых потребностей, которые указывают на проблемы ликвидности и платежеспособности стран. Наши оценки продемонстрировали, что в условиях глобального экономического кризиса потребности в финансировании могут значительно возрасти: при сценарии глобального кризиса к 2025 г. они могут достигать 11.4% ВВП в Таджикистане, в то время как в Кыргызской Республике они вырастут до 8.9% ВВП. Одним из основных факторов роста ежегодных долговых обязательств станет ухудшение фискальных позиций стран. В ситуации неопределенности относительно доступности заемных средств и условий их привлечения, странам с низким уровнем дохода, вероятно, придется начать бюджетную консолидацию и уделять больше внимания поддержанию бюджетной дисциплины. Наряду с состоянием бюджета обменный курс также остается важным фактором, определяющим динамику финансовых потребностей. Девальвация курса национальной валюты, учитывая зависимость стран от валютных кредитов, может привести к существенному росту расходов на обслуживание долга. В целом результаты этого исследования подчеркивают важность управления долгом и эффективного распределения ресурсов.

Исследование устойчивости долговой ситуации Таджикистана и Кыргызской Республики с особым акцентом на финансовых потребностях призвано обеспечить всесторонний анализ способности стран осуществлять погашение государственного долга. Однако оно имеет некоторые ограничения, поскольку анализ не охватывает показатели общего внешнего долга и связанные с этим потоки задолженности. Возможным направлением дальнейших исследований может стать анализ способности Таджикистана и Кыргызстана погашать долги с акцентом на внешних частных и государственных обязательствах.



## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- ADB (2020) *An Updated Assessment of the Economic Impact of COVID-19*. ADB Briefs. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/604206/adb-brief-133-updated-economic-impact-covid-19.pdf> [Accessed 07 July 2020].
- Athanasopoulou, M., Consiglio, A., Erce, A., Gavilan, A., Moshammer, E., Zenios, A. (2018) *Risk Management for Sovereign Financing within a Debt Sustainability Framework*. ESM Working Paper Series, 31. Available at: <https://gnosis.library.ucy.ac.cy/bitstream/handle/7/46098/SSRN-id3250806.pdf?sequence=1&isAllowed=y> [Accessed 07 Apr. 2020].
- Denbee, E., Jung, C., Paterno, F. (2016) *Stitching Together the Global Financial Safety Net*. Bank of England Occasional Paper, 322. Available at: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-paper/2016/stitching-together-the-global-financial-safety-net.pdf> [Accessed 07 Apr. 2020].
- Cihak, M. (2007) *Introduction to Applied Stress Testing*. IMF Working Papers, 2007/59. Available at: <https://doi.org/10.5089/9781451866230.001> [Accessed 07 April 2020]
- Gabriele, C., Erce, A., Athanasopoulou, M., Rojas, J. (2017) *Debt Stocks Meet Gross Financing Needs; a Flow Perspective into Sustainability*. ADEMU Working paper, 2017/067. Available at: <https://www.recercat.cat/bitstream/handle/2072/306049/Ademu-WP-067-2017.pdf?sequence=1> [Accessed 07 Apr. 2020].
- EEC, EDB (2016) *Forecasting System for the Eurasian Economic Union*. Joint Report by the Eurasian Economic Commission and the Eurasian Development Bank. Available at: <https://eabr.org/en/analytics/integration-research/cii-reports/forecasting-system-for-the-eurasian-economic-union/> [Accessed 07 Apr. 2020].
- Essl, S., Celic, S., Kirby, P., Proite, A. (2019) *Debt in Low-Income Countries. Evolution, Implications, and Remedies*. World Bank Policy Research Working Paper, 8794. Available at: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/31453/WPS8794.pdf?sequence=6> [Accessed 07 Apr. 2020].
- Steffen, S. (2014) *Robustness, Validity and Significance of the ECB's Asset Quality Review and Stress Test Exercise*. SAFE White Paper, 23. Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/103435/1/800968875.pdf> [Accessed 07 Apr. 2020].
- Khor, H., Kronenberg, R., Tumbarello, P. (2016) *Strengthening Macro-Fiscal Resilience to Natural Disasters and Climate Change in the Small States of the Pacific*. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/view/IMF071/22336-9781513507521/22336-9781513507521/ch05.xml?language=en&redirect=true> [Accessed 07 Apr. 2020].
- IMF (2019). *Operational Framework for Debt Sustainability Assessments in Low-Income Countries – Further Considerations*. IMF Policy Papers. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Operational-Framework-for-Debt-Sustainability-Assessments-in-Low-Income-Countries-Further-PP412> [Accessed 07 Apr. 2020].
- IMF (2018) *Guidance Note on the Bank-Fund Debt Sustainability Framework For Low Income Countries*. IMF policy papers. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/02/14/pp122617guidance-note-on-lic-dsf> [Accessed 07 Apr. 2020].



IMF (2016) *Adequacy of the Global Financial Safety Net*. IMF Policy Papers. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Adequacy-of-the-Global-Financial-Safety-Net-PP5025> [Accessed 07 Apr. 2020].

Lee, D., Zhang, H., Nguyen, Ch. (2018) *The Economic Impact of Natural Disasters in Pacific Island Countries: Adaptation and Preparedness*. IMF Working Paper, 18/108. Available at: [https://www.researchgate.net/profile/Dongyeol\\_Lee3/publication/325601238\\_The\\_Economic\\_Impact\\_of\\_Natural\\_Disasters\\_in\\_Pacific\\_Island\\_Countries\\_Adaptation\\_and\\_Preparedness/links/5c311bed299bf12be3b1c422/The-Economic-Impact-of-Natural-Disasters-in-Pacific-Island-Countries-Adaptation-and-Preparedness.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Dongyeol_Lee3/publication/325601238_The_Economic_Impact_of_Natural_Disasters_in_Pacific_Island_Countries_Adaptation_and_Preparedness/links/5c311bed299bf12be3b1c422/The-Economic-Impact-of-Natural-Disasters-in-Pacific-Island-Countries-Adaptation-and-Preparedness.pdf) [Accessed 07 Apr. 2020].

Nakatani, R. (2019) *A Possible Approach to Fiscal Rules in Small Islands – Incorporating Natural Disasters and Climate Change*. IMF Working Paper, 19/158. Available at: [https://www.researchgate.net/profile/Ryota\\_Nakatani/publication/336014701\\_A\\_Possible\\_Approach\\_to\\_Fiscal\\_Rules\\_in\\_Small\\_Islands\\_-\\_Incorporating\\_Natural\\_Disasters\\_and\\_Climate\\_Change/links/5d8ab48da6fdcc255496d834/A-Possible-Approach-to-Fiscal-Rules-in-Small-Islands-Incorporating-Natural-Disasters-and-Climate-Change.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Ryota_Nakatani/publication/336014701_A_Possible_Approach_to_Fiscal_Rules_in_Small_Islands_-_Incorporating_Natural_Disasters_and_Climate_Change/links/5d8ab48da6fdcc255496d834/A-Possible-Approach-to-Fiscal-Rules-in-Small-Islands-Incorporating-Natural-Disasters-and-Climate-Change.pdf) [Accessed 07 Apr. 2020].

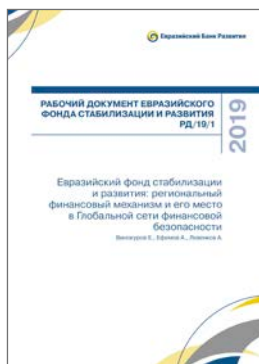
OECD (2020) *OECD Economic Outlook*, June 2020, OECD: Paris. Available at: [https://read.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook/volume-2020/issue-1\\_0d1d1e2e-en#page1](https://read.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook/volume-2020/issue-1_0d1d1e2e-en#page1) [Accessed 7 July 2020].

Board of Governors of the Federal Reserve System (2013) *Dodd-Frank Act Stress Test 2018: Supervisory Stress Test Methodology and Results*. Available at: [https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/dfast\\_2013\\_results\\_20130314.pdf](https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/dfast_2013_results_20130314.pdf)

Stepanyan, A., Roitman, A., Minasyan, G., Ostojic, D., and Epstein, N. (2015) *The Spillover Effects of Russia's Economic Slowdown on Neighboring Countries*. International Monetary Fund Departmental Paper. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Spillover-Effects-of-Russias-Economic-Slowdown-on-Neighboring-Countries-43389>

Vinokurov E., Efimov, A., and Levenkov, A. (2019) *The Eurasian Fund for Stabilization and Development: A Regional Financing Arrangement and Its Place in the Global Financial Safety Net*. EFSD Working Paper, 2019/1. Available at: [https://efsd.eabr.org/upload/iblock/5d2/EABR\\_EFSR\\_RD\\_19\\_1\\_EN\\_A4\\_web.pdf](https://efsd.eabr.org/upload/iblock/5d2/EABR_EFSR_RD_19_1_EN_A4_web.pdf) [Accessed 07 Apr. 2020].

Vinokurov E., Vasilyev, G., and Levenkov, A. (2020) *Sources and Accessibility of Stabilization Sovereign Financing in Armenia, Belarus, Kyrgyz Republic and Tajikistan*. EFSD Working Paper 2020/2. Available at: [https://efsd.eabr.org/upload/iblock/62e/EABR\\_EFSD\\_WP\\_20\\_2\\_RU.pdf](https://efsd.eabr.org/upload/iblock/62e/EABR_EFSD_WP_20_2_RU.pdf) [Accessed 07 July 2020].

**ЕФСР РД/19/1 (RU/EN)**

**Евразийский фонд стабилизации и развития: региональный финансовый механизм и его место в Глобальной сети финансовой безопасности**

Целью первого рабочего документа является преодоление разрыва в понимании динамики развития EFSD и его места в Глобальной сети финансовой безопасности (GFSN) и финансовой архитектуры региона.

**ЕФСР РД/19/2 (EN)**

**Достижение целей стабилизации и развития в рамках одного мандата: опыт Евразийского фонда стабилизации и развития**

В этом исследовании проанализирован опыт ЕФСР, свидетельствующий о том, что в контексте стран с низким уровнем дохода, мандат РФМ в области стабилизации может быть дополнен задачами по развитию.

**ЕФСР РД/20/1 (RU/EN)**

**Долговая устойчивость Кыргызской Республики и внешние шоки**

Данная работа содержит методологический и эмпирический анализ долговой устойчивости Кыргызстана. В работе дана оценка эффекта различных видов шоков на долговую устойчивость страны.

**ЕФСР РД/20/2 (RU/EN)**

**Глобальная сеть финансовой безопасности в Евразии: доступность источников стабилизационного финансирования в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане**

В аналитическом документе учтены шесть источников антикризисного финансирования – международные резервы, своп-соглашения, ЕФСР, МВФ, многосторонние банки развития и межгосударственная финансовая помощь в целях макростабилизации.



## Евразийский Банк Развития

Винокуров Е., Лаврова Н., Петренко В.

Таджикистан и Кыргызстан после пандемии: долговая устойчивость, финансовые потребности и адаптация к внешним шокам

**Евразийский фонд стабилизации и развития (ЕФСР)** в размере 8.513 млрд долл. учрежден 9 июня 2009 года правительствами Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызской Республики, России и Таджикистана. Целями ЕФСР является содействие государствам-участникам в преодолении последствий глобального финансового кризиса, в обеспечении их экономической и финансовой стабильности и поддержке интеграционных процессов в регионе. Государства – участники ЕФСР наделили ЕАБР функциями Управляющего средствами Фонда и подписали с Банком Соглашение об управлении средствами ЕФСР. Детальная информация о ЕФСР доступна по ссылке: <https://efsd.eabr.org/>

**Серия рабочих документов ЕФСР** является основным форматом публичной аналитики Фонда. Рабочие документы ЕФСР представляют собой аналитические исследования Фонда в области глобальных, региональных и страновых экономических тенденций, экономического моделирования, макроэкономического анализа, отраслевого анализа, мировой финансовой архитектуры и иных вопросов. Публикации ЕФСР доступны по ссылке: <https://efsd.eabr.org/research/>

### Контакты

Москва

1-й Зачатьевский переулок, дом 3, стр. 1

Москва, 119034, Российская Федерация

Тел.: +7 (495) 645 04 45

Факс: +7 (495) 645 04 41

Веб: <https://efsd.eabr.org>



**Евразийский Банк Развития**

[www.eabr.org](http://www.eabr.org)