

СПЕЦИАЛЬНЫЙ ДОКЛАД. КРАТКИЙ ОБЗОР ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА АРМЕНИИ, БЕЛАРУСИ, КЫРГЫЗСТАНА И ТАДЖИКИСТАНА*

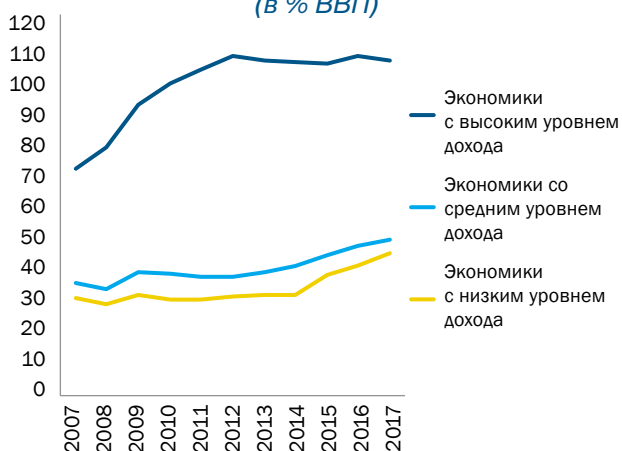
Курманалиева Э.С., Рудаковский Я.С.

Периоды неблагоприятной внешней и внутренней конъюнктуры, включая слабый внешний спрос и снижение цен на экспортируемые товары, девальвация национальных валют вслед за российским рублем привели к росту государственного долга Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана в течение 2009–2017 гг. Рост долга также является следствием активного применения фискального стимула, при котором расходы бюджета поддерживались за счет заимствований правительства, «компенсирующих» выпадающие вследствие экономического спада налоговые доходы. В рассматриваемом периоде, помимо увеличения госдолга, изменилась его структура, что создало дополнительные риски для долговой устойчивости. В данной статье анализируются четыре риск-фактора для госдолга рассматриваемых экономик. Первое, увеличение доли менее льготных займов и, соответственно, стоимости обслуживания долга в среднесрочной перспективе может оказать давление на фискальные счета и макроэкономическую стабильность. Второе, высокий накопленный объем долга, в частности, его валютной составляющей, ограничивает возможности макроэкономической политики в части противодействия внешним шокам. Третье, рост привлечений в национальной валюте, несмотря на снижение валютного риска, может иметь негативное влияние на экономику в виде ускорения инфляции, и вытеснения частных инвестиций. Четвертое, внебюджетная поддержка министерствами финансов государственных предприятий приводит к росту условных обязательств и риску их реализации, особенно в экономиках со значительной ролью государства, таких как Беларусь и Таджикистан.

За последние 10 лет наблюдается быстрый рост государственного долга, в том числе в странах с формирующимся рынком и средним уровнем дохода (рис. 1). В таких странах уровень госдолга к ВВП в 2017 г. достиг почти 50%, что наблюдалось лишь в 1980-х гг. на фоне мягких денежно-кредитных условий в США и других развитых экономиках. После финансового кризиса 2008–2009 гг. основной причиной увеличения долга, в особенности в странах со средним уровнем доходов, были фискальные стимулы, которые были применены властями этих стран на фоне замедления темпов экономического роста в результате снижения цен, а также сокращения внешнего спроса на производимые и экспортируемые ими товары.

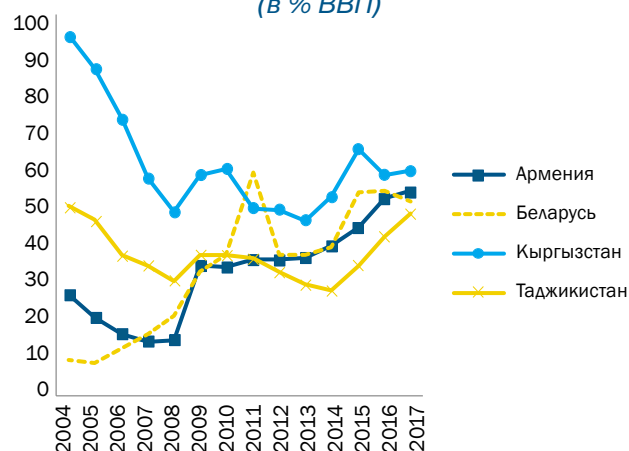
* Статья отражает мнение авторов, которое может не совпадать с официальной точкой зрения Евразийского банка развития, управляющего средствами Евразийского фонда стабилизации и развития.

Рис. 1. Государственный долг в мировой экономике (в % ВВП)



Источник: МВФ

Рис. 2. Государственный долг в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане (в % ВВП)



Источник: CEIC, национальные ведомства

Так, в четырех странах – участницах ЕАБР/ЕФСР (Армения, Беларусь, Кыргызстан и Таджикистан), несмотря на существенное снижение уровня долговой нагрузки до 2008 г. (за исключением Беларуси), после мирового финансового кризиса он превысил 50% ВВП (рис. 2) на фоне замедления темпов роста экономик и расширившихся дефицитов государственных бюджетов. Наибольший рост уровня долга наблюдался в Армении и Беларуси, где он за этот период вырос на 38,8 п.п. ВВП и 32,3 п.п. ВВП соответственно. Кроме этого, существенно изменилась и структура заимствований. Во всех странах, помимо достаточно льготных инвестиций, финансируемых многосторонними донорами, существенно вырос уровень более дорогих двусторонних и коммерческих иностранных заимствований. В частности, в Армении, Беларуси и Таджикистане в последние годы проводились размещения еврооблигаций³. За рассматриваемый период страны также увеличили долю внутренних заимствований. Если в Армении и Кыргызстане власти таким образом стремились уменьшить валютные риски, то в Беларуси и Таджикистане рост внутренних заимствований происходил на фоне ограниченного доступа к льготному внешнему финансированию. Быстрый рост госдолга привел к необходимости пересмотра ранее установленных пороговых значений для уровня государственного долга в трех из рассматриваемых стран – в Кыргызстане в 2015 г., в Армении в 2016-м и в Таджикистане в 2017-м⁴.

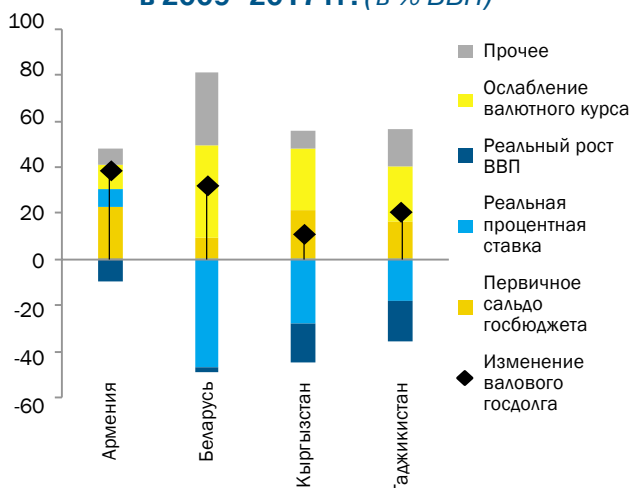
Основным триггером роста уровня долга в странах ЕАБР/ЕФСР в 2009 и 2015 гг. было резкое ослабление национальных валют (рис. 3), которое произошло во время кризисов 2008–2009 гг. и 2014–2015 гг. вследствие падения мировых цен на экспортируемые ими товары, а также резкого сокращения потоков денежных переводов и ослабления российского рубля. На фоне больших объемов валютных обязательств увеличение их стоимостных значений в национальной валюте привело к росту показателя госдолга в процентах к ВВП. Помимо этого эффекта, в высокодолларизированных экономиках Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана девальвация национальных валют привела к росту стоимости импортных товаров и расходов по обслуживанию валютных обязательств предприятий и населения. Образовавшееся валютное несоответствие послужило причиной увеличения необслуживаемых кредитов, что сказалось на банковской системе и замедлило процесс восстановления экономик. В целях

³ В Армении в 2013 и 2015 гг., в Беларуси в 2011 г., 2017 г., 2018 г., в Таджикистане в 2017 г.

⁴ В Беларуси в 2017 г. госдолг составил 40,1% ВВП при пороге в 45% ВВП (без учета гарантий).

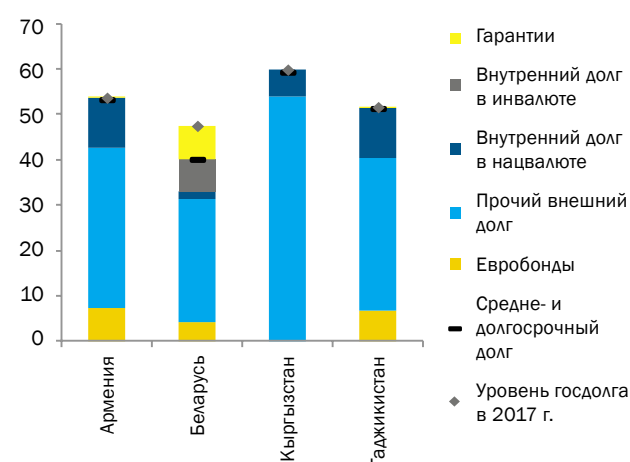
смягчения воздействия кризиса власти использовали фискальные стимулы, что привело к расширению бюджетных дефицитов, особенно на фоне выпадающих доходов. Дополнительное фискальное давление оказывали и другие факторы, включающие воздействие переоценки и квазифискальные операции. С другой стороны, последующий восстановительный рост экономик оказывал понижающее влияние на уровень госдолга. Снижение реальных процентных ставок также снизило давление на уровень госдолга в Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане.

Рис. 3. Факторы роста госдолга в 2009–2017 гг. (в % ВВП)



Источник: национальные ведомства, собственные расчеты

Рис. 4. Структура госдолга в 2017 г.



Источник: национальные ведомства, собственные расчеты

АРМЕНИЯ

После ослабления армянского драма на 23% в 2009 г. и 17% в 2014 г. правительство увеличивало государственные расходы на поддержку экономики, что сопровождалось увеличением заимствований, в частности, по программе госинвестиций. Помимо этого, с 2015 г. Минфин Армении начал проводить политику диверсификации структуры долга, включая наращивание доли внутренних краткосрочных заимствований. Это, с одной стороны, снизило валютные риски, а с другой – увеличило процентную ставку по размещаемым гособлигациям. Увеличение внешних и внутренних заимствований на фоне слабого роста ВВП стало в 2016 г. причиной превышения порогового значения по уровню долга (50% ВВП). Это запустило механизм действия фискального правила на 2017 г., которое предполагало ужесточение фискальной политики путем существенного ограничения максимального уровня дефицита бюджета⁵. На фоне проведенной консолидации расходов и сокращения дефицита государственного бюджета уровень

⁵ Согласно действовавшему на тот момент фискальному правилу, превышение порога по государственному долгу в 50% ВВП автоматически запускало механизм, при котором дефицит бюджета в следующем году не мог быть более 3% от среднего номинального размера ВВП за последние три года. В конце 2017 г. фискальное правило было пересмотрено и вступило в силу с 2018 г. Новое фискальное правило предусматривает поэтапный ввод ограничений на расходы, начиная с момента, когда долг правительства достигает 40% ВВП.

госдолга в 2017 г. составил 53,7% ВВП (рис. 4). Структура госдолга Армении, помимо льготных внешних заимствований, включает заимствования по еврооблигациям (7,3% ВВП) и внутренние заимствования в национальной валюте (11,1% ВВП).

БЕЛАРУСЬ

На росте госдолга в Беларуси сказалось кумулятивное изменение курса национальной валюты к доллару США, которое за девять лет составило около 800% (девальвация составила 89%). Наибольшее влияние оказал валютный кризис 2011 г., когда белорусский рубль девальвировал на 64,1%, что спровоцировало рост расходов по обслуживанию валютных обязательств госпредприятий, которые играют доминирующую роль в белорусской экономике. Ухудшение финансового состояния реального сектора экономики потребовало поддержки со стороны правительства, что было осуществлено за счет наращивания государственного долга. Дополнительно на рост госдолга в 2014–2017 гг. повлияла необходимость обслуживания ранних выпусков еврооблигаций и внутренних казначейских облигаций, которые выпускались как в национальной, так и в иностранной валюте. Согласно официальным данным, общий уровень госдолга на конец 2017 г. составил 47,5% ВВП. В Беларуси госдолг состоит из еврооблигаций (4,1% ВВП) и прочего внешнего долга (27,2% ВВП), внутренних заимствований в национальной (1,5% ВВП) и иностранной валюте (7,2%), а также гарантированного центральным правительством долга государственных предприятий (7,4% ВВП). Уровень государственного долга Беларуси, который не включает гарантированную часть, на данный момент находится ниже законодательно закрепленного порога в 45% ВВП. Однако государственный долг в расширенном определении, включающий долг государственных предприятий (который в значительной степени сформирован в иностранной валюте), в конце 2017 г. достиг 54,6% ВВП.

КЫРГЫЗСТАН

В Кыргызстане уровень госдолга, который исторически находился на высоком уровне, на фоне реструктуризации снизился до 48,3% ВВП в конце 2008 г. Девальвация сома на 19,5% в 2008–2009 гг. и 35,1% в 2014–2015 гг. стала причиной роста номинальной стоимости государственного долга. Несмотря на то, что в течение 2009–2017 гг. была списана часть долга перед Россией⁶, а правительство старалось привлекать преимущественно льготные внешние заимствования, его уровень в 2015 г. превысил законодательно закрепленное пороговое значение, которое было пересмотрено в сторону повышения. Росту госдолга способствовали заимствования для финансирования государственных капитальных вложений. По состоянию на конец 2017 г. в Кыргызстане, из всех анализируемых стран, наблюдался самый высокий уровень госдолга – 59,9% ВВП, большую часть которого (53,9% ВВП) составляют внешние заимствования в рамках программы государственных инвестиций, полученные на льготных условиях от двусторонних и многосторонних кредиторов.

⁶ В 2009 г. Россия списала долг Кыргызстана на сумму в 193,5 млн долл. США. В 2012 г. между Россией и Кыргызстаном было заключено соглашение на списание еще 188,9 млн долл. США, а в 2014 г. была заключена договоренность о поэтапном списании оставшейся части долга на сумму 300 млн долл. США равными траншами в течение 10-летнего периода. В 2015–2016 гг. было списано 60 млн долл. США. В конце 2016 г. соглашение было пересмотрено со списанием остающейся суммы долга (240 млн долл. США) в 2017–2018 гг.

ТАДЖИКИСТАН

В Таджикистане увеличение госдолга было обусловлено дефицитом госбюджета и девальвацией сомони. В 2007–2009 гг. увеличение госдолга происходило на фоне высокого первичного дефицита госбюджета, который в среднем составлял около 5% ВВП. В последние годы, росту уровня долга в ВВП способствовала рекапитализация двух крупных банков Министерством финансов, расходы на которую были монетизированы Нацбанком в декабре 2016 г. Девальвация сомони на 21% в 2009 г. и 24,1% в 2015 г. привела к резкому увеличению необслуживаемых кредитов предприятий и физических лиц, которые в 2016 г. составили 47,6% от общего объема кредитов, что дестабилизировало банковский сектор. В 2017 г. Минфин Таджикистана произвел дебютный выпуск еврооблигаций для финансирования строительства Рогунской ГЭС⁷. Помимо этого, Таджикистан продолжал реализацию масштабных проектов в транспортной и энергетической отраслях, основными кредиторами которых являются Эксимбанк Китая и международные институты развития. В итоге уровень государственного и гарантированного государством долга к концу 2017 г. составил 51,4% ВВП, из которых 40,4% ВВП приходится на внешний долг, а 11% ВВП – на внутренний долг⁸.

Таким образом, необходимо отметить следующие важные изменения в структуре государственного долга четырех стран ЕФСР: (1) увеличение доли более дорогих (менее льготных) внешних заимствований; (2) увеличение обязательств в иностранной валюте; (3) рост внутренних заимствований с более высокой процентной ставкой; (4) увеличение условных обязательств и квазифискальных расходов на поддержку банковской системы и госпредприятий. Эти изменения могут нести в себе риски снижения устойчивости государственного долга.

Возросший объем выплат основного долга и процентов в ближайшие пять лет повышает риски для макроэкономической стабильности

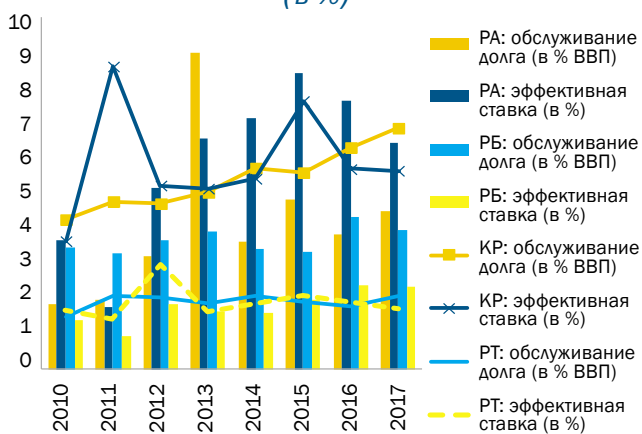
Размещения пяти- и семилетних евробондов в Армении, Беларуси и Таджикистане, а также краткосрочные и среднесрочные заимствования внутреннего долга наряду с возросшими объемами обслуживания по ранее взятым обязательствам перед многосторонними кредиторами сформировали высокие объемы предстоящих на пятилетний период выплат основных сумм и процентов. В среднем выплаты процентов и основных сумм по государственному долгу в 2017 г. были равны 4–5% ВВП этих стран (рис. 5). В Беларуси наиболее высокий коэффициент обслуживания долга объясняется относительно высокими процентными ставками размещения долга в результате ограниченного доступа к льготному финансированию международных институтов развития. В Армении на рост процентной ставки и объемов обслуживания госдолга повлияло увеличение внутренних заимствований под более высокие процентные ставки. В Кыргызстане и Таджикистане объемы выплат основных сумм и процентов по льготным многосторонним займам международных институтов развития также демонстрируют постепенный рост.

По оценкам ЕФСР/ЕАБР, в течение 2018–2022 гг. правительствам четырех стран суммарно предстоит выплатить более половины уровня госдолга 2017 года (рис. 6). Основную часть этих выплат составляют выплаты основных сумм по ранее размещенным еврооблигациям (Беларусь в 2018 году и Армения – в 2020 году), а также выплаты по внутреннему долгу, который имеет более короткий срок погашения. Особенно высокую нагрузку на бюджет в ближайшие пять лет составляют внутренние валютные долги Беларуси и обязательства Правительства Таджикистана перед Национальным банком. Основную часть предстоящих выплат кыргызского правительства составляют обязательства перед двусторонними и многосторонними кредиторами.

⁷ В сентябре 2017 г. Министерство финансов Таджикистана разместило 10-летние еврооблигации на сумму 500 млн долл. США со ставкой текущего купона 7,125%.

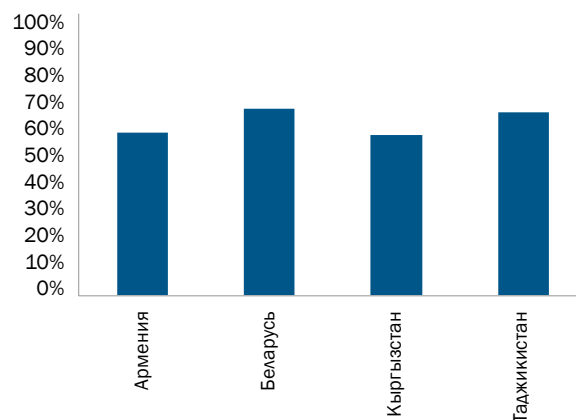
⁸ Согласно экономическому обзору Всемирного банка, превышение уровня внешнего долга 40-процентного порогового уровня в Таджикистане привело к пересмотру порогового значения до 60% ВВП.

Рис. 5. Обслуживание госдолга и эффективная процентная ставка (в %)



Источник: национальные ведомства, собственные расчеты

Рис. 6. Прогнозные объемы обслуживания госдолга в 2018–2022 гг. (в % к уровню долга 2017 г.)



Источник: национальные ведомства, собственные расчеты

Ввиду уязвимости рассматриваемых экономик к внешним шокам (снижение цен на экспортируемые товары, сокращение денежных переводов и других потоков капитала, повышение ставки по внешним заемным ресурсам) продолжение текущего тренда роста расходов на обслуживание долга создает дополнительные риски макроэкономической стабильности. Рост суверенных риск-премий может ухудшить настроения инвесторов, что на фоне ужесточения монетарной политики в мировой экономике усложнит доступ к внешнему финансированию и может привести к финансовым потрясениям. Эмпирические исследования МВФ (Герлинг и другие, 2017) показали, что финансовые потрясения в виде дефолта по долгам часто происходят вследствие резкого роста потребностей в финансировании долга и последующей утраты доверия инвесторов.

Высокий уровень госдолга, в частности, его валютной составляющей, снижает возможности для маневров в макроэкономической политике

Основную часть госдолга четырех рассматриваемых стран ЕФСР составляют валютные заимствования, которые существенно выросли в результате кризисов 2008 и 2014 гг. На конец 2017 г. валютные обязательства составили 90% госдолга Кыргызстана, 81% госдолга Беларуси, 79% госдолга Армении и 78% госдолга Таджикистана (рис. 7). Таким образом, в государственном балансе имеет место существенное несоответствие между расходами по обслуживанию этих обязательств и доходами, большая часть которых деноминирована в национальной валюте, что делает экономики указанных стран уязвимыми к валютным колебаниям. В условиях высокой долларизации феномен «валютного несоответствия» распространился на все сектора экономик. В 2017 г. отрицательная чистая инвестиционная позиция, показывающая размер превышения иностранных обязательств над активами, составила 76,7% ВВП Армении, 77,9% ВВП Беларуси и 90,9% ВВП Кыргызстана⁹.

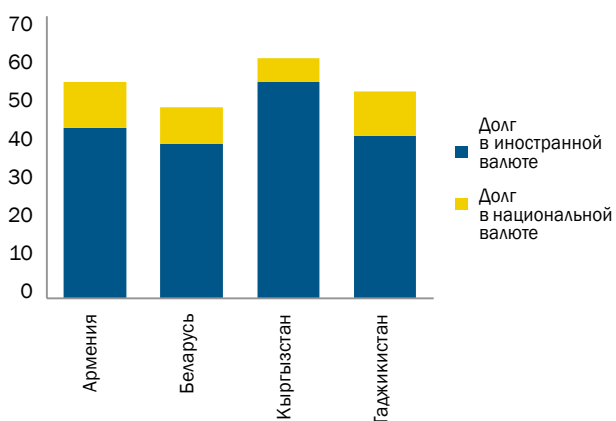
⁹ По Таджикистану статистика отсутствует.

Подверженность экономик внешним шокам в настоящее время заставляет центральные банки использовать политику более гибкого валютного курса в качестве инструмента противодействия этим шокам. Ослабление российского рубля в 2014 г. и последующий переход ЦБ России к плавающему валютному курсу мотивировали и другие экономики региона к переходу к режиму менее регулируемого валютного курса. Однако, несмотря на увеличившуюся магнитуду колебаний валютных курсов, центральные банки продолжают проводить валютные интервенции, тем самым ограничивая возможности валютных курсов в противодействии шокам. Одной из причин чрезмерного сглаживания колебаний валютных курсов является большой уровень валютных обязательств в экономиках, в частности, в государственном секторе. Клятскова и Микельсен (2015) отметили, что ситуация валютного несоответствия в условиях большого бремени валютного долга является основной причиной «боязни валютных колебаний».

В условиях «управляемого плавания» валютных курсов использование фискальных стимулов является важным инструментом макроэкономической политики для вывода экономик из кризиса. Однако высокий уровень государственного долга также затрудняет проведение контрциклической политики. Так, достижение государственным долгом пороговых уровней в рассматриваемых странах на фоне сократившихся доходов госбюджета привело к сдерживанию фискальных расходов. Вопрос урезания неприоритетных расходов государственного бюджета рассматривался в Кыргызстане на фоне превышения долгового порога в 2015 г. В Армении в 2017 г. сдерживание текущих расходов стало результатом введения в действие бюджетного правила.

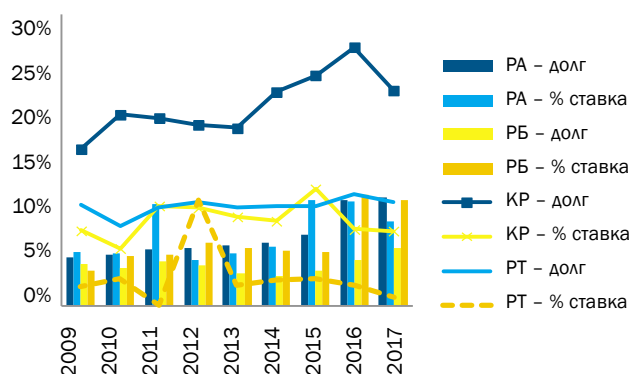
Таким образом, в случае внезапных внешних шоков при неустойчивом экономическом росте из-за возросшей долговой нагрузки страны будут вынуждены продолжать сдерживать фискальные расходы, тем самым проводя проциклическую политику и ограничивая возможности использования фискальных инструментов для антикризисного регулирования, что в конечном итоге может усугубить глубину и продолжительность влияния кризисов. Ромер и Ромер (2018) в своем исследовании показали, что спад производства после финансового кризиса составляет менее 1%, когда страна обладает пространством для маневра в денежно-кредитной и фискальной политике, но почти 10%, когда нет ни того, ни другого.

Рис. 7. Валютная структура госдолга в 2017 г. (в % ВВП)



Источник: национальные ведомства, собственные расчеты

Рис. 8. Внутренний долг (в % ВВП) и эффективная процентная ставка (в %)



Источник: национальные ведомства, собственные расчеты

Растущий уровень внутреннего долга имеет негативные последствия в виде роста инфляции, высокой долларизации или вытеснения частных инвестиций

По состоянию на конец 2017 г. в рассматриваемых странах объемы внутреннего долга оставались на сравнительно невысоком уровне, не превышающем 12% ВВП (в 2008 г. объем внутреннего долга не превышал 5% ВВП). Несмотря на то, что привлечение внутренних сбережений является наиболее предпочтительной формой диверсификации долга, доступность (в целом) более льготного внешнего финансирования была основным препятствием для быстрого роста внутреннего долга. Тем не менее в течение последних трех лет в рассматриваемых странах уровень внутренних государственных заимствований вырос в среднем с 6% ВВП до 10% ВВП. На фоне слабого развития финансовых рынков такой быстрый рост сопровождался некоторыми негативными факторами:

- 1) В Таджикистане рост внутреннего долга до 11% ВВП (с 5,5% ВВП в 2015 г.) объясняется необходимостью государственных расходов на поддержку банковской системы. При этом финансирование этих госрасходов сопровождалось монетизацией, в частности, рекапитализация проблемных банков в конце 2016 г. привела к резкому росту денежного предложения, что послужило триггером для девальвации сомони и роста потребительских цен с 6,1% в декабре 2016 г. до 9,1% в июне 2017-го.
- 2) В Беларуси более 80% внутреннего долга деноминировано в иностранной валюте, несмотря на то, что в целом внутренний долг в последние годы имеет тенденцию к снижению (с 10,8% ВВП в 2015 г. до 8,7% ВВП в 2017-м). В 2017 г. валютная составляющая внутреннего долга была равна 7,2% ВВП. Частично такая валютная структура внутреннего долга объясняется большими объемами обязательств по ранее взятым внешним кредитам, а также сложным доступом к внешним рынкам льготных заимствований. Поэтому колебания валютного курса в значительной степени влияют на динамику расходов госбюджета по обслуживанию госдолга. Необходимость аккумулировать валютные средства оказывает влияние на денежно-кредитную политику и поддерживает девальвационные ожидания в экономике.
- 3) В Армении внутренний долг в 2017 г. составил 11,1% ВВП, он вырос с 6,5% ВВП в 2014 г. на фоне целенаправленной политики диверсификации долга. В 2015 г., когда Центральный банк поднял ключевую ставку, Минфин Армении повысил доходность по гособлигациям, стремясь финансировать расширившийся дефицит государственного бюджета. В итоге в условиях недостатка ликвидности в 2016 г. происходило вытеснение кредита частному сектору – комбанки предпочитали вкладывать имеющиеся финансовые ресурсы в гособлигации. На этом фоне выросли эффективная доходность по внутренним государственным казначейским обязательствам (до 22,2%) и их объемы в обращении.

Сравнительно небольшой рост внутреннего долга в Кыргызстане с 4,0% ВВП в 2008 г. до 5,9% ВВП к 2017 г. объясняется ограниченными возможностями властей по дальнейшему наращиванию государственного долга, а также неразвитостью рынка ценных бумаг и слабостью банковской системы.

Высокая доля государства в экономике повышает риск реализации условных обязательств и может привести к росту квазифискальных расходов

Наличие больших условных обязательств по долгам государственных предприятий в Беларуси и Таджикистане, а также существенная роль государства в этих экономиках предполагают необходимость в рассмотрении более широких показателей долга. Так, по официальным данным госдолг Беларуси (без учета госгарантий) составил 40,1% ВВП, а с учетом прямых и гарантированных правительством долгов государственных предприятий его значение превысило 54% ВВП в 2017 г. В Таджикистане официальный

уровень госдолга составляет 51% ВВП в 2017 г., а согласно оценкам Всемирного банка – госдолг с учетом внешних заимствований госпредприятий составил 54,7% ВВП. Опыт международных организаций в оценке квазифискальных рисков может быть полезен (Вставка 1).

Вставка 1. Влияние условных обязательств на устойчивость государственного долга, международный опыт

Ввиду высокой вероятности того, что правительству необходимо будет выполнять свои обязательства по долгам государственных предприятий, международные организации при оценке устойчивости государственного долга включают в расчеты правительственные гарантии и долги государственных предприятий. Из-за большого присутствия государственных предприятий в экономиках стран резкие колебания (ослабление) обменных курсов создают квазифискальные риски для устойчивости долга и необходимости выполнять обязательства по заимствованиям госпредприятий, которые зачастую сформированы в инвалюте. Государственные предприятия, для которых характерны низкая производительность труда, неэффективность и высокая кредиторская задолженность, являются слабым звеном этих экономик и сдерживают их развитие.

Страны с высокой долей условных обязательств чаще всего подвергаются неожиданным шокам, которые могут нарушить устойчивость госдолга. Ряд исследований показал (Харамильо и другие, 2017), что наибольшим стимулом скачков госдолга являются не дефициты госбюджета, спад производства или большие процентные выплаты, а именно реализация условных обязательств, которые вызывают рост госдолга и, соответственно, квазифискальных расходов. Более того, МВФ (2016) считает, что этого фактора достаточно, чтобы фискальные риски наложились друг на друга, усугубляя глубину кризиса. Если другие риск-факторы легко оценить и предотвратить до кризиса за счет повышения прозрачности и ужесточения фискальной отчетности, то реализацию условных обязательств часто бывает очень сложно предвидеть.

Анализ динамики государственного долга Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана в 2009–2017 гг. выявил ряд проблем, которые могут иметь определенные негативные последствия для долговой устойчивости и экономики. В частности, необходимо обратить внимание на следующие аспекты долговой динамики и структуры долга. Во-первых, наращивание долга, в особенности краткосрочных и среднесрочных заимствований, сопровождается ростом стоимости его обслуживания и увеличивает риски дефолта из-за возрастающих потребностей в финансировании. Международный опыт свидетельствует, что нарушение устойчивости долга особенно проявляется, когда в условиях возросших потребностей страны в рефинансировании долга меняются настроения инвесторов, что резко ужесточает условия финансирования или затрудняет доступ на рынки капитала. Во-вторых, высокий уровень государственного долга сокращает фискальное пространство, что затрудняет проведение контрциклической макроэкономической политики. В-третьих, рост внутренних заимствований может иметь негативные последствия в виде инфляции, роста девальвационных ожиданий и вытеснения частных инвестиций. В-четвертых, в условиях значительных условных обязательств по долгам государственных предприятий правительство может столкнуться с риском дефолта в случае внезапного шока и ухудшения финансового состояния госпредприятий.

ЛИТЕРАТУРА

Всемирный банк (2018): "Tajikistan. Changing Regional Environment: Critical to Capitalize" World Bank Country Economic Update, Spring 2018;

Герлинг и другие (2017): Gerling, K., P. Medas, T. Poghosyan, J. Farah-Yacoub, Y. Xu, "Fiscal Crises", IMF Working Paper, January 2017;

Клятскова и Микельсен (2015): Kliatskova, T. and U. Mikkelsen, "Floating with a Load of FX Debt?" IMF Working Paper, December 2015;

МВФ (2018): Chapter 1. Saving for a Rainy Day, Fiscal Monitor – Capitalizing on Good Times, International Monetary Fund, April 2018;

Ромер и Ромер (2018): Romer, C., D. Romer, "Phillips Lecture – Why Some Times Are Different: Macroeconomic Policy and the Aftermath of Financial Crises", *Economica* (2018) 85, 1–40;

Харамильо и другие (2016): Jaramillo, L., C. Mulas-Granados, E. Kimani, "The Blind Side of Public Debt Spikes", IMF Working Paper, October 2016.

ПРИЛОЖЕНИЕ. МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ФАКТОРОВ ИЗМЕНЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

Государственный долг можно считать устойчивым, если: 1) размер первичного баланса (без учета процентных платежей) достаточен для обслуживания текущего уровня задолженности и стабилизации макроэкономической ситуации в случае реализации шоков; 2) уровень долга не оказывает отрицательного влияния на потенциальный темп роста экономики. Классически учитывают влияние пяти макроэкономических шоков: реальный рост ВВП, первичный баланс (государственный баланс за вычетом процентных платежей по долгу), реальная ставка процента, валютный курс и условные обязательства.

Анализ устойчивости государственного долга начинается с составляющих компонентов:

$$D_{t+1} = \frac{e_{t+1}}{e_t} * \underbrace{(1 + i_{t+1}^f) * D_t^f + (1 + i_{t+1}^d) * D_t^d}_{\text{Обязательства, связанные с уровнем задолженности базового периода}} - \underbrace{(T_{t+1} + G_{t+1} - S_{t+1})}_{\text{Первичный баланс (PB}_{t+1})} + \underbrace{O_{t+1}}_{\text{Прочие факторы}}$$

где D_t и D_{t+1} – уровень долга в базовом и прогнозном периодах;

e_t и e_{t+1} – номинальный курс национальной валюты в базовом и прогнозном периодах;

i_{t+1}^f и i_{t+1}^d – номинальная эффективная ставка прогнозного периода для уровня долга в иностранной и отечественной валюте;

T_{t+1} , G_{t+1} , S_{t+1} – объем налогов, расходов бюджета и процентных платежей в прогнозном периоде;

O_{t+1} – прочие факторы, включающие приватизацию, условные обязательства, переоценку активов и др.

Оценка вклада каждого фактора рассчитывается в процентах ВВП. При этом номинальный ВВП прогнозного периода рассчитывается как уровень ВВП базового года, умноженный на реальный темп роста и дефлятор ВВП прогнозного года:

$$Y_{t+1} = Y_t * (1 + g_{t+1}) * (1 + \pi_{t+1})$$

Тогда вклад каждого фактора в процентах к ВВП определяется как:

$$d_{t+1} = d_t * \frac{i_{t+1} - \pi_{t+1} * (1 + g_{t+1}) + a * e_{t+1} * (1 + i_{t+1}) - g_{t+1}}{1 + \pi_{t+1} + g_{t+1} + g_{t+1} \pi_{t+1}} - pb_{t+1} + o_{t+1}$$

где $d_t * [i_{t+1} - \pi_{t+1} * (1 + g_{t+1})]$ – вклад от изменения реальной эффективной ставки заимствований прогнозного периода;

$d_t * [a * e_{t+1} * (1 + i_{t+1})]$ – вклад от изменения курса национальной валюты (a – доля валютного государственного долга в его общем объеме);

$d_t * [g_{t+1}]$ – вклад изменения реального темпа роста экономики;

pb_{t+1} и o_{t+1} – вклад первичного баланса и прочих факторов соответственно.