



РАБОЧИЙ ДОКУМЕНТ ЕВРАЗИЙСКОГО
ФОНДА СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ
РД/21/2

2021

**Совокупный долг — это не
только суверенные кредиты.**

***Условные обязательства
в Армении, Беларуси,
Кыргызстане и Таджикистане***

Винокуров Е., Лаврова Н., Талтаев Д.

Ключевые слова: внешний долг, условные обязательства, гарантии, субкредиты, частный долг, государственные предприятия.

Коды JEL: F34, F43, H63, O43, E62, H81, F34.

Контакты авторов:

Евгений Винокуров, Главный экономист: vinokurov_ey@eabr.org

Наталья Лаврова, начальник отдела макроэкономического анализа и статистики,
Группа Главного экономиста: lavrova_na@eabr.org

Дмитрий Талтаев, экономист, Группа Главного экономиста: taltaev_da@eabr.org

С электронной версией настоящего документа можно ознакомиться по адресу:
<https://efsd.eabr.org/research/working-papers/>

Дисклеймер

Рабочий документ подготовлен по статистическим данным на 01.08.2021. Для прогнозных расчетов использовались макроэкономические параметры по базовому сценарию ЕФСР по состоянию на август 2021 года.

Рабочие документы Евразийского фонда стабилизации и развития (далее 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

Список сокращений	2
Благодарность	3
Резюме	4
1. Введение	10
2. Обзор литературы	12
3. Методология	14
4. Глобальные изменения: государственный долг и частный долг	18
5. Условные и прямые обязательства	27
6. Стресс-тест: шок, связанный с реализацией условных обязательств	46
7. Заключение и рекомендации	52
Список литературы	55

Список сокращений

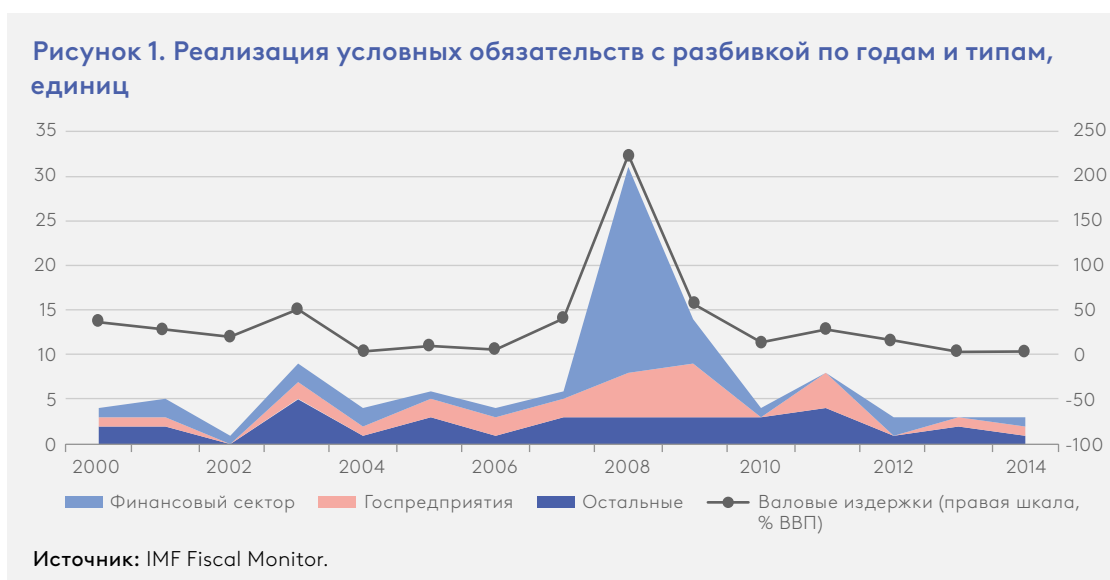
АБР	Азиатский банк развития	РА	Республика Армения
АО	акционерное общество	РБ	Республика Беларусь
АСБ	акционерный сберегательный банк	ТЭЦ	теплоэлектроцентраль
АЭС	атомная электростанция	COVID-19	респираторная инфекция, вызываемая коронавирусом SARS-CoV-2
БМР	Банк международных расчетов	DSA	анализ долговой устойчивости
ВБ	Всемирный банк	Exim Bank	Экспортно-импортный банк Китая
ВВП	валовой внутренний продукт	GDD	глобальная база данных по долговым обязательствам
ГО	государственное объединение	KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
ГУП	государственное унитарное предприятие	LIBOR	лондонская межбанковская ставка предложения
ГЧП	государственно-частное партнерство	POCI	активы, обесцененные в момент приобретения или возникновения
ГЭС	гидроэлектростанция		
ЕАБР	Евразийский банк развития		
ЕС	Европейский союз		
ЕФСР	Евразийский фонд стабилизации и развития		
ИМФ	Институт международных финансов		
МВФ	Международный валютный фонд		
МИП	международная инвестиционная позиция		
МСП	малые и средние предприятия		
НБ РБ	Национальный банк Республики Беларусь		
ОАКХ	открытая акционерная холдинговая компания		
ОАО	открытое акционерное общество		
ОКУ	ожидаемые кредитные убытки		
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития		

Благодарность

Авторы выражают благодарность Николозу Гигинеишвили (заместителю начальника Управления Среднего Востока и Центральной Азии МВФ), Субиру Лаллу (заместителю директора Департамента европейских стран МВФ), Тиграну Костяню (директору Проектной группы по финансовым кредитам ЕФСР), Наталье Писаревой (руководителю направления «Бюджетный сектор» Проектного блока ЕФСР), Анатолию Трифонову (ведущему специалисту Проектной группы по финансовым кредитам ЕФСР) и Александру Янушкевичу (ведущему специалисту Проектной группы по финансовым кредитам ЕФСР) за ценные комментарии и замечания. Кроме того, выражаем благодарность представителям государственных органов Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана за регулярные встречи и обсуждения. Авторы несут полную ответственность за любые ошибки и недочеты статьи.

Резюме

Масштабные экономические кризисы, как правило, ведут к реализации бюджетных и долговых рисков. Экспертная дискуссия в Евразии и в мире в целом в значительной степени сосредоточена на суверенном долге, оставляя тему частных обязательств в тени. Однако важно отметить, что спасение компаний, рекапитализация банков и другие последствия макроэкономических шоков ведут к реализации рисков условных обязательств, способных существенно отразиться на суверенных балансах стран (Рисунок 1). Опыт последних десятилетий показывает, что направленные на обеспечение экономической стабилизации антикризисные меры могут негативно сказаться на бюджетных показателях. Это, в свою очередь, приводит к новым экономическим кризисам. Для предотвращения подобного развития событий крайне важно обеспечить выявление и управление всеми рисками, способными увеличить обязательства правительств и поставить под угрозу бюджетную и долговую устойчивость.



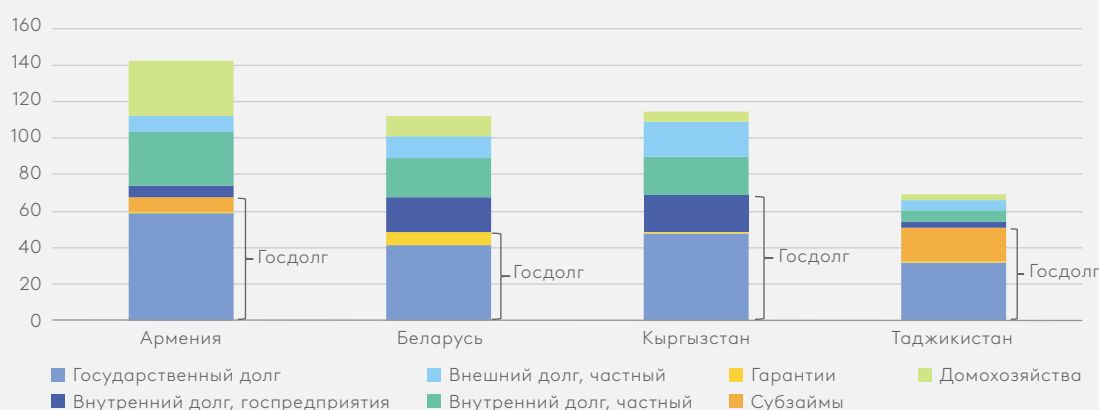
Цель настоящего исследования — повысить уровень понимания потенциальных рисков реализации прямых и косвенных условных обязательств и их влияния на бюджетные и долговые позиции государств — получателей средств ЕФСР.

Для формирования полной картины их долговых обязательств мы собрали детальную информацию по основным долговым инструментам.

В результате проведенной всесторонней оценки мы можем резюмировать несколько важных наблюдений. Правительства государств — получателей средств ЕФСР активно участвуют в бизнес-процессах своих стран. Они предоставляют государственные гарантии и поддерживают важнейшие компании и банки. **Сочетание этих факторов ведет к росту бюджетных рисков, которые, однако, не в полном объеме отражаются в официальной финансовой статистике.** Например, долг центрального правительства Беларуси в 2020 году находился на уровне

около 39%¹ ВВП, при этом в рамках широкого определения долга, учитывающего гарантии и долговые обязательства местных государственных органов, показатель превышал 48% ВВП. В то же время внутренние долговые обязательства государственных предприятий Беларуси составляли около 19% ВВП (Рисунок 2). Учитывая масштабное участие правительства в деятельности государственных предприятий, ухудшение экономической конъюнктуры также может оказать существенное воздействие на состояние государственных финансов.

Рисунок 2. Суверенный долг и частный долг нефинансового сектора по состоянию на конец 2020 года, % ВВП



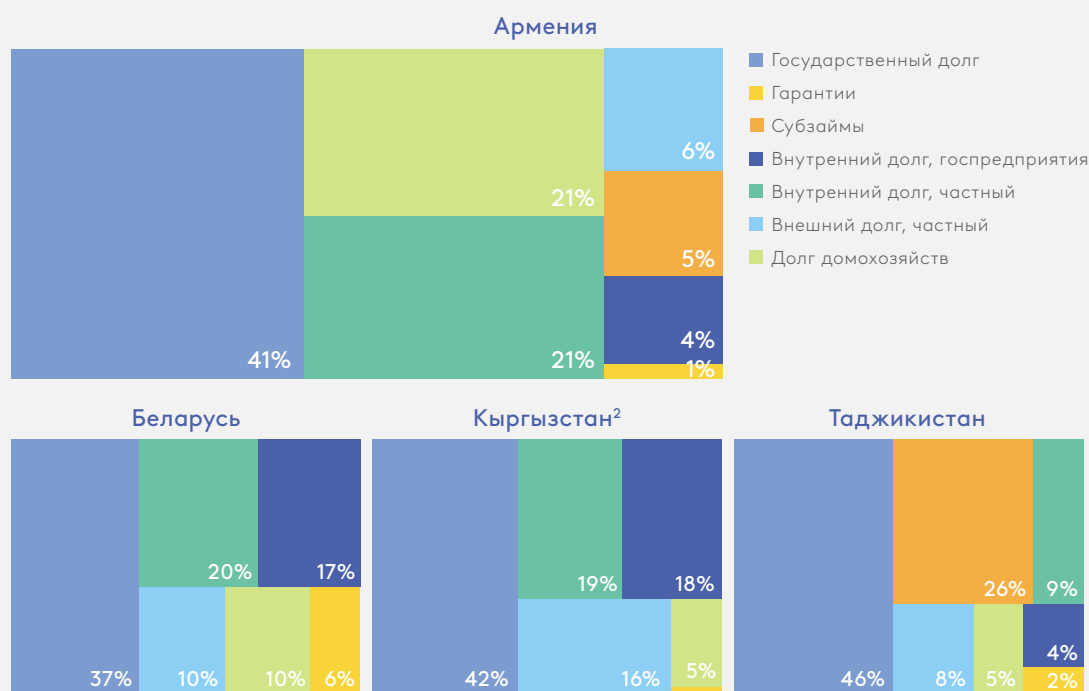
Источник: расчеты авторов, государственная статистика.

Субзаймы, то есть предоставленные правительству кредиты международных организаций, на средства по которым кредитуют предприятия, также могут отразиться на бюджетных показателях страны. Хотя они включены в расчет государственного долга, их влияние на финансовые потребности, включающие первичный дефицит бюджета и расходы на погашение и обслуживание долга, редко учитывается в рискованных сценариях. Например, в Таджикистане в 2020 году такие займы составляли около трети общего государственного долга. Это подразумевает, что если заемщик окажется не в состоянии обслуживать свои долговые обязательства, то риск снижения уровня платежеспособности правительства в связи с ухудшением качества государственных активов значительно возрастет.

Межстрановой анализ указывает на то, что **страны ЕФСР с доступом к финансовому рынку имеют более значительный частный долг по сравнению с другими участниками.** В Таджикистане, напротив, доля долговых обязательств компаний составляет лишь половину среднего уровня по ЕФСР. Относительно низкий уровень задолженности таджикских госпредприятий объясняется в основном широким доступом страны к льготным кредитам, которые правительство перенаправляет крупным и системно значимым компаниям в рамках субзаемных соглашений.

¹ Здесь и далее оценки ЕФСР могут отличаться от расчетов министерств финансов республик из-за различий в методологии. Согласно подходу ЕФСР, уровень долга в % к ВВП вычисляется следующим образом: обязательства в иностранной валюте переводятся в национальную валюту с использованием обменного курса на конец периода, суммируются с обязательствами, номинированными в национальной валюте, знаменателем соответственно выступает ВВП в национальной валюте в текущих ценах.

Рисунок 3. Аналитическое представление структуры совокупного долга, совокупный долг = 100%



Источник: расчеты авторов, государственная статистика.

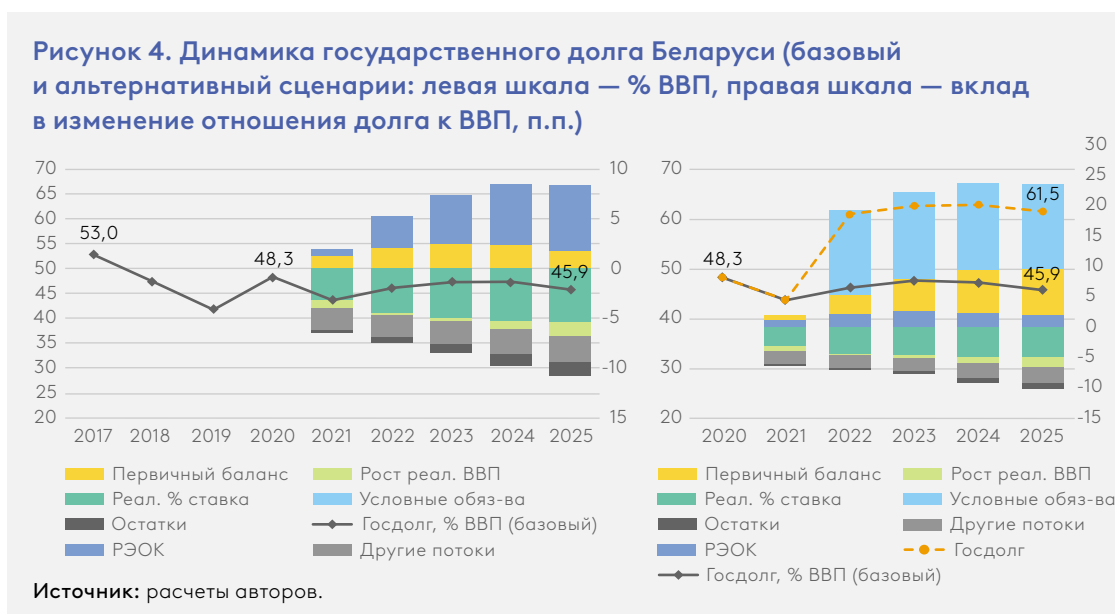
Комплексный анализ долговых и условных обязательств указывает на то, что **Беларусь и Таджикистан находятся в зоне относительно высоких бюджетных рисков**. Во-первых, в обеих странах правительства активно участвуют в экономической деятельности, предоставляя гарантии и реализуя программы субзаймов, объектами которых в основном являются государственные предприятия. Во-вторых, компании государственной формы собственности занимают существенную долю экономики и располагают весомой просроченной задолженностью, демонстрируя относительно слабые финансовые результаты, в том числе в силу их социальной направленности. Параллельно с этим в странах сохраняются проблемы бюджетной и квазибюджетной транспарентности.

Для количественной оценки потенциального влияния условных обязательств на изменение финансовых потребностей Беларуси и Таджикистана **мы рассмотрели стрессовый сценарий, реализуемый с 2022 года**. Основной предпосылкой сценария является предположение о том, что правительства не допустят дефолта ключевых госпредприятий и в случае реализации шока окажут им господдержку. Исходя из этого, мы сфокусировались на обязательствах за рамками государственных кредитов и гарантий. Оценки уровня риска во многом построены на экспертном суждении, что объясняется ограниченностью данных о финансовых результатах ключевых компаний и отсутствием информации об условиях заключаемых кредитных договоров. Мы оцениваем потенциальный размер шока, связанного с реализацией условных обязательств, в 14% ВВП для

² Внутренний долг госпредприятий включает операции субкредитования.

Беларуси и 12,1% ВВП для Таджикистана. Эти допущения сделаны с учетом размера государственного сектора, показателей его экономической эффективности и уровня задолженности.

Результаты моделирования шока показывают, что **слабость бюджетных систем этих стран может стать ключевым фактором снижения уровня их долговой устойчивости. Согласно рисковому сценарию**, государственный долг Беларуси может увеличиться в 2022 году почти до 61% ВВП по сравнению с прогнозируемым в базовом сценарии уровнем 46% ВВП (Рисунок 4). В среднесрочной перспективе государственный долг останется на уровне выше 61% ВВП, что в целом соответствует общей долговой динамике базового сценария. Рост уровня долга — это лишь одна сторона проблемы. Еще один важный аспект — изменение уровня финансовых потребностей. По нашим оценкам, в краткосрочной перспективе шок, связанный с реализацией условных обязательств, приведет к резкому росту финансовых потребностей. Под таким давлением стране нужно будет привлечь значительные заемные ресурсы, однако в условиях ограниченной международной поддержки и почти закрытого доступа к рынкам капитала Беларусь может столкнуться с серьезными рисками платежеспособности и ликвидности. К 2025 году потребности Беларуси в финансировании немного сократятся, однако они по-прежнему будут оставаться источником угрозы для долговой устойчивости, учитывая подверженность страны внешним и внутренним факторам неопределенности и ограниченный доступ к финансированию.

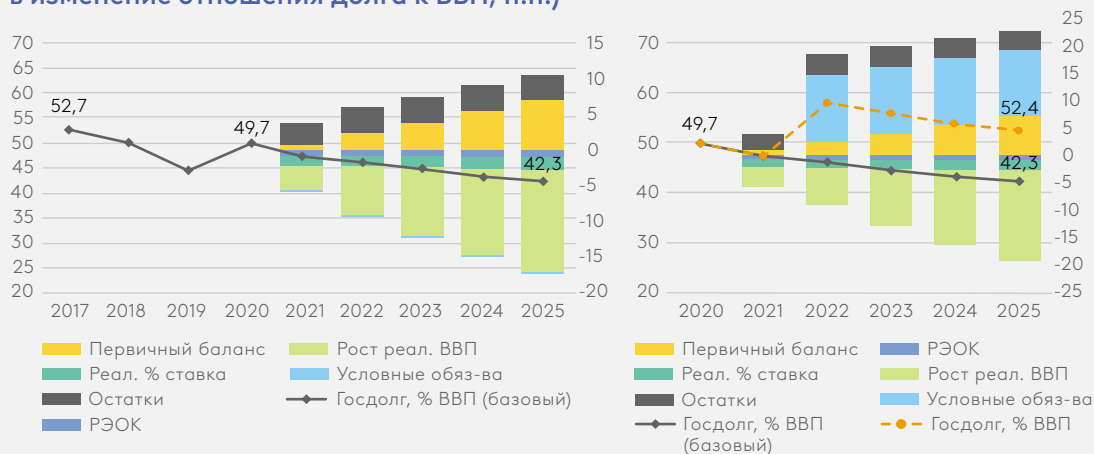


Условные обязательства могут заметно ухудшить долговые позиции Таджикистана; соответственно, в рамках неблагоприятного сценария в 2022 году уровень долга может вырасти до 58% ВВП (базовый сценарий — 46,1%). В среднесрочной перспективе государственный долг немного снизится и к 2025 году выйдет на уровень 52,4% ВВП. Это означает, что в 2023–2025 годах страна не сможет сократить свои долговые обязательства до уровня 2021 года. Оценка финансовых потребностей указывает на значительную бюджетную нагрузку в период возникновения шока. В долгосрочной перспективе страна может столкнуться с повышенными амортизационными выплатами и обязательствами по обслуживанию долга. Но учитывая то, что Таджикистан относится к группе

стран с низким уровнем дохода, он имеет доступ к льготным займам, которые, вероятно, станут основным источником финансирования. Принимая во внимание этот фактор, мы ожидаем сохранение уровня платежеспособности страны на приемлемом уровне в среднесрочной перспективе. При этом по завершении льготного периода укрепление бюджетных позиций республики может стать особенно актуальным.

В целом следует отметить довольно **высокий уровень рисков, связанных с реализацией условных обязательств в ряде государств — участников ЕФСР, что лишний раз подчеркивает важность разработки комплексной налогово-бюджетной стратегии.** В основе этого должен лежать ряд принципов, способных повысить эффективность существующих систем управления государственными финансами.

Рисунок 5. Динамика государственного долга Таджикистана (базовый и альтернативный сценарии: левая шкала — % ВВП, правая шкала — вклад в изменение отношения долга к ВВП, п.п.)



Рекомендации, вытекающие из нашего анализа, заключаются в следующем.

Во-первых, важно учитывать, что **совокупный долг не сводится исключительно к суверенному долгу. Соответственно, рекомендуется уделить пристальное внимание и другим долговым категориям, учитывая прямые и косвенные факторы.** Первым шагом в этом направлении может стать регулярный мониторинг финансовых отчетов государственных компаний и банков. Это предполагает необходимость проведения анализа квазифискальных операций и оценки влияния таких операций на финансовые результаты компаний и их взаимосвязи с бюджетом. Необходимо также в полном объеме раскрывать информацию о государственных гарантиях и субзаемных соглашениях с описанием их условий.

Во-вторых, рекомендуется **проводить комплексное исследование рисков, включая те, которые связаны с субзаймами, государственными гарантиями и деятельностью государственных**

компаний (с особым фокусом на убыточных организациях). Подобный анализ должен отражать вероятность возникновения рисков, связанных с реализацией условных обязательств, и их потенциальное влияние на бюджет страны. Особую значимость представляет оценка финансовых результатов госкомпаний, что может стать основой эффективного управления долговыми рисками. Опираясь на результаты оценки рисков, правительства смогут выработать меры, направленные на уменьшение уровня неопределенности и сокращение потенциальных рисков, или сформировать резервы на случай возникновения долгового кризиса. Комплексный анализ страновых рисков подразумевает необходимость рассмотрения не только долговых обязательств, но и общей потребности в финансировании и привлечении заимствований.

В-третьих, важной компонентой комплексного долгового анализа является **прозрачность данных. Полная и понятная информация о различных источниках условных обязательств может повысить уровень доверия и положительно сказаться на кредитном рейтинге страны.** Это, в свою очередь, поможет снизить премию за риск и стоимость заимствований. Что касается действия внутренних факторов, прозрачность может повысить эффективность налогово-бюджетной политики, особенно в части управления долговыми обязательствами. Помимо этого, качественное прогнозирование и стресс-тестирование помогут расширить пространство для маневра в управлении бюджетными средствами. Следует отметить, что в краткосрочной перспективе повышение прозрачности может несколько ослабить кредитные рейтинги страны, однако впоследствии они обычно восстанавливаются и страны получают возможность привлечения дополнительного финансирования на более выгодных условиях.

1. Введение

Ослабление бюджетных и долговых позиций является одним из ключевых последствий любого экономического кризиса. Спасение компаний, рекапитализация банков и другие последствия макроэкономических шоков ведут к реализации условных обязательств, повышая уровень риска, которому подвержены суверенные балансы. Недавний опыт показывает: направленные на обеспечение экономической стабилизации антикризисные меры могут негативно сказаться на бюджетных показателях — что, в свою очередь, приводит к новым экономическим кризисам. Для предотвращения подобного развития событий важно обеспечить выявление и управление рисками, способными существенно увеличить обязательства правительств и поставить под угрозу бюджетную и долговую устойчивость.

Цель настоящего исследования — изучить потенциальные риски от реализации прямых и косвенных условных обязательств и их влияние на бюджетные и долговые позиции государств — получателей средств ЕФСР. В частности, в работе проводится анализ динамики долга и финансовых потребностей стран. В этом контексте также рассматриваются частные обязательства и риски, которым могут быть подвержены государственные балансы. Особое внимание уделяется государственным предприятиям и их роли в долговых позициях стран.

Реализация условных обязательств в государствах — получателях средств ЕФСР может привести к существенному росту долговой нагрузки, подвергнув суверенные финансы значительному риску. Сохраняющийся волатильный экономический рост в странах ЕФСР и устойчивый бюджетный дефицит могут привести к соответствующему повышению уровня долга относительно ВВП. Одновременно с этим низкая диверсификация экспорта и слабая конкурентоспособность частных и государственных компаний способствуют активной государственной поддержке в виде субсидий, налоговых льгот, гарантий и займов. Все эти факторы повышают уровень чувствительности бюджетных позиций стран к различным экономическим шокам. Как следствие, возникает необходимость в анализе и управлении этими рисками, включая оценку их источников и стресс-тестирование способности отдельных стран справляться с шоками, вызванными ростом условных обязательств.

В настоящем исследовании мы намерены проанализировать долговые позиции государств — получателей средств ЕФСР, учитывая текущие долговые позиции стран и акцентируя внимание на рисках, вызванных реализацией условных обязательств. Помимо общего обзора, мы намерены представить различия во влиянии недавнего макроэкономического шока на долговые показатели стран ЕФСР и других экономик со схожим уровнем развития.

С учетом растущей значимости долговой устойчивости и необходимости сокращения рисков, связанных с реализацией условных обязательств, в исследовании подчеркивается важность постоянного контроля не только государственного долга, но и государственных гарантий, обязательств государственных предприятий и других факторов, способных оказать прямое или косвенное воздействие на уровень суверенных обязательств. Анализ долговой устойчивости дополнен

механизмами управления рисками — стресс-тестированием, что может способствовать улучшению системы мер, направленной на решение проблемы возникновения условных обязательств.

Публикация организована следующим образом. В разделе 2 представлен обзор имеющейся литературы. В разделе 3 отражается методология и вопросы сбора и анализа данных. В разделе 4 содержится описание общих закономерностей, определяющих структуру долговых портфелей стран с развитой и переходной экономикой, с акцентом на государства — получатели средств ЕФСР. В разделе 5 рассматривается влияние прямых и косвенных обязательств на результаты экономической деятельности стран и их долговые позиции. В разделе 6 представлена оценка влияния шоков, связанных с реализацией условных обязательств, на долговые показатели экономик ЕФСР с высокой степенью государственного участия. В завершающем разделе 7 обобщаются основные выводы и даются рекомендации на ближайший период.

2. Обзор литературы

Ряд международных организаций проводит исследования, направленные на разработку мер государственной политики, позволяющих сократить уровень долговых рисков и представить новые механизмы эффективного финансирования (World Bank, 2019a). Помимо рекомендаций в сфере микроэкономического и финансового регулирования, в них рассматривается роль, которую макроэкономическая политика может сыграть в повышении долговой устойчивости.

Кризис 2020 года заметно расширил объем исследований, посвященных проблеме привлечения долгового финансирования и анализу возможностей отдельных стран снижать бюджетные риски. В исследовании Kose et al. (2020) представлен комплексный анализ различных эпизодов резкого увеличения суммы задолженности в период с 1970 по 2000 год. В исследовании подчеркивается, что примерно в половине таких случаев возникали экономические кризисы. В публикации OECD (2021) основной фокус сосредоточен на последствиях кризиса COVID-19 и обсуждается важность координации монетарной и фискальной политики по сокращению государственного долгового бремени.

Кроме необходимости проведения взвешенной налогово-бюджетной политики, способствующей стабилизации долговых показателей, в ряде исследований подчеркивается важность решения финансовых проблем государственных предприятий. Baum et al. (2020) представили детальный анализ механизмов снижения бюджетных рисков, вызванных деятельностью государственных предприятий, а также установили каналы, через которые такие предприятия влияют на бюджетные расходы и приводят к возникновению условных обязательств. В качестве еще одного источника условных обязательств стоит отметить неспособность заемщика обслуживать кредиты, гарантированные государством или предоставленные в рамках субзаемных соглашений. Prats and Moskovits (2020) отмечают, что государственные гарантии являются основным источником рисков для эффективного бюджетного управления.

Согласно ряду исследований, реализация условных обязательств (которые часто называют «скрытым дефицитом») сопряжена с большими затратами и может спровоцировать рост финансовых потребностей до несбалансированного уровня. Авторы исследований указывают на то, что за наращиванием суверенного долга в странах с переходной и развивающейся экономикой достаточно часто стоит рост условных обязательств: Towe (1991), Weber (2012), Polackova-Brix et al. (2002), Mulas-Granados et al. (2016). В Bova et al. (2016) подчеркивается, что в странах с развитой экономикой кредитные риски главным образом ассоциируются с финансовым сектором, в то время как в странах с переходной и развивающейся экономикой реализация условных обязательств носит менее однородный характер. Согласно исследованию, последствия реализации условных обязательств, включая поддержку государственных предприятий, местных органов государственной власти и т.п., составляли в среднем около 12–15% ВВП за период 1990–2014 годов. Авторы также установили наличие корреляции между реализацией различных типов условных обязательств. В частности, обязательства государственных предприятий, местных органов государственной власти и государственно-частных партнерств оказались тесно связаны с рисками финансового сектора.

Одна из основных проблем, с которыми сталкиваются авторы большинства исследований, — низкая прозрачность данных, таких как опубликованные соглашения и договоры о предоставлении государственных гарантий предприятиям (IMF, 2016). Кроме того, анализ бюджетных рисков требует полной и регулярной информации по финансовой отчетности государственных компаний. Нехватка данных ограничивает возможность количественной оценки реализации подобных рисков. Поэтому в большинстве исследований внимание уделяется вопросам эффективности и качества управления деятельностью государственных предприятий (Bower, 2017), а также механизмам минимизации негативного влияния на фискальные позиции страны (OECD, 2018). Эмпирические исследования проводятся только в тех странах, где внедрены инструменты мониторинга и оценки квазифискальных рисков (IMF, 2016). Эти работы, как правило, основываются на оценке функции потерь, где вероятность наступления дефолта компаний рассчитывается на основе спредов по кредитно-дефолтным свопам (Benno Ferrarini, 2018) или рейтинговых шкал, разработанных странами или специализированными агентствами (Bachmair and Bogoev, 2018). Помимо этих подходов, Всемирным банком (Razlog et al., 2020) был представлен инструмент, позволяющий прогнозировать изменения в государственных гарантиях в рамках нескольких макроэкономических сценариев. В свою очередь, МВФ (Baum et al., 2020) внедрил инструмент управления рисками, позволяющий проводить количественную оценку потенциальных бюджетных затрат, связанных с деятельностью государственных предприятий и предоставлением государственных гарантий.

Что касается фокуса исследований, то в большинстве работ основное внимание уделяется общим управленческим подходам, в том числе выявлению и мониторингу бюджетных затрат, связанных с реализацией условных обязательств, и изучению мер, принимаемых странами для минимизации соответствующих рисков. В нашей работе внимание сосредоточено на роли условных обязательств (прямых и косвенных) в изменении долговых позиций государств — получателей средств ЕФСР. Мы также оцениваем устойчивость долговых позиций стран в условиях шока, вызванного реализацией условных обязательств. Решение данной задачи требует комплексного анализа возможных источников шоков и оценки их потенциального уровня. Для этого мы воспользовались моделью анализа долговой устойчивости (DSA) (IMF, 2018b), позволяющей проводить стресс-тестирование и оценивать долговые позиции стран в рамках различных сценариев: в рамках базового сценария и шокового — обусловленного реализацией условных обязательств. Этот подход был использован в ряде исследований и стратегических публикаций. Более того, МВФ и Всемирный банк регулярно применяют модуль DSA для расчета воздействия шоков, связанных с реализацией условных обязательств. Как правило, эти расчеты покрывают страны, характеризующиеся высоким уровнем зависимости от результатов деятельности государственных предприятий (Chow, 2015).

В целом можно отметить, что, несмотря на широкое обсуждение проблемы условных обязательств и их влияния на государственные балансы, подходы к анализу этой проблемы остаются ограниченными, особенно в том, что касается наиболее уязвимых стран с переходной и развивающейся экономикой. В силу недостаточной прозрачности микроэкономических данных по финансовым результатам государственных предприятий международные организации, как правило, вынуждены использовать верхнеуровневые методы оценки. Подобные расчеты обычно основаны на среднем изменении обязательств государственных предприятий перед правительством в периоды экономических кризисов.

3. Методология

Существующие глобальные и региональные базы данных по уровню страновых обязательств в большей степени сосредоточены на суверенных долгах как в развитых странах, так и в странах с переходной экономикой. Между тем цель нашего исследования — проанализировать не только государственный и гарантированный государством долг, но и частные долговые обязательства. Это может дать более полную картину состояния долга и возможных бюджетных рисков в отдельных странах. Для анализа долговых позиций государств — получателей средств ЕФСР и изучения страновых взаимовлияний в различных экономических условиях мы сформировали базу данных, охватывающую множество долговых категорий.

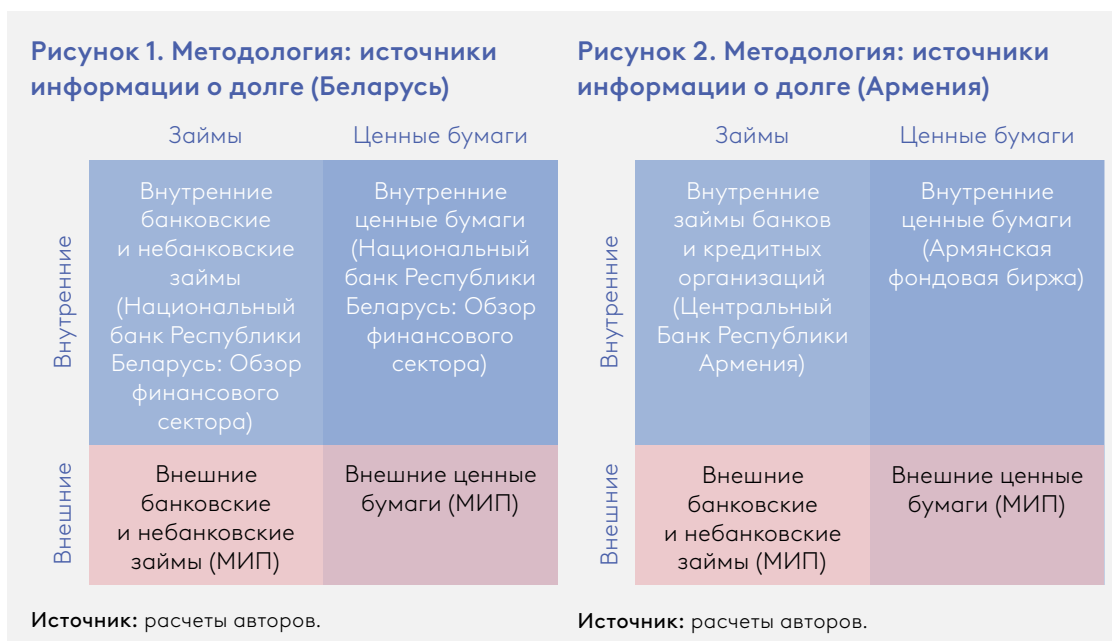
Следуя принципам Системы национальных счетов, мы исходим из того, что общий долг включает в себя следующие компоненты: (1) кредиты и займы, (2) долговые ценные бумаги, (3) наличную валюту и депозиты, (4) страховые, пенсионные программы и программы стандартных гарантий, (5) прочую кредиторскую задолженность. На практике, однако, частный долг государств — получателей средств ЕФСР состоит в первую очередь из кредитов и займов и долговых ценных бумаг, на которых также фокусируются Банк международных расчетов и МВФ при расчете совокупного долга.

Чтобы оценить общий объем задолженности государств — получателей средств ЕФСР, мы использовали различные международные и национальные базы данных. Основная проблема, с которой нам пришлось столкнуться в ходе анализа, это недостаток имеющейся информации — даже наиболее полные международные базы данных включают лишь отдельные категории долговых обязательств стран — получателей средств ЕФСР. Например, Глобальная база данных по долгам (Global Debt Database, или GDD) (IMF, 2018a) содержит сведения только по суверенным долгам Беларуси и Армении, но не по их частным долгам. Учитывая этот факт, в анализе долговых позиций ЕФСР мы больше опирались на национальные данные, полученные от центральных банков, министерств финансов и статистических ведомств.

В основе агрегирования долговых данных лежит секторальный подход. В расчет частного долга включаются обязательства нефинансовых компаний и домашних хозяйств. Основываясь на принципе расчета GDD, мы исключаем финансовый сектор из-за сложности идентификации кредиторов и межсекторальных операций. Таким образом, используя имеющиеся данные, мы рассчитываем нефинансовый частный долг как сумму внутренних кредитов банков и других кредитных организаций (отчетность финансово-кредитных организаций), ценных бумаг (базы данных фондовых бирж) и внешних долговых обязательств (международная инвестиционная позиция, или МИП). В целом этот подход соответствует методологии GDD, используемой для расчета долговых обязательств стран с переходной и развивающейся экономикой. Однако из-за специфики государств — участников ЕФСР и различного уровня прозрачности их данных конечные результаты методологически несколько разнятся.

В случае Беларуси мы используем данные по долгу из обзора финансового сектора, который покрывает не только внутренние банковские займы, но и займы, выданные небанковскими

организациями (в том числе небанковскими кредитными и финансовыми организациями, страховыми организациями, валютными и фондовыми биржами и т.д.) (Рисунок 1). По сравнению с информацией по другим государствам — получателям средств ЕФСР эти данные являются наиболее полными. Обзор финансового сектора также содержит в себе информацию о долговых обязательствах государственных компаний, что позволяет нам оценить уровень деловой активности этих организаций, по крайней мере, на внутреннем кредитном рынке.



Данные по Армении также достаточно транспарентны, однако, в отличие от статистики по Беларуси, отчеты о деятельности армянских коммерческих банков и кредитных организаций содержат в себе информацию исключительно о кредитах и займах, не включая данные о ценных бумагах (Рисунок 2). При этом одним из преимуществ долговой статистики Армении является выделение данных о предоставленных кредитах в рамках субзаемных соглашений. По состоянию на конец 2020 года общий объем субзаймов в Армении составил 8% ВВП. Это достаточно существенное значение отражает потенциальный риск роста финансовых потребностей страны. Что касается статистики по ценным бумагам, то она собиралась на основании данных Армянской фондовой биржи. Источником информации по объему кредитных обязательств государственных предприятий стали ежегодные отчеты Департамента по управлению государственным имуществом.

Статистика по долговым индикаторам стран с низким уровнем дохода ограничена как по набору показателей, так и по представленному временному горизонту. В результате ряд международных институтов включает в анализ исключительно внутреннее кредитование нефинансового сектора, данные по которому предоставляются напрямую органами власти. Однако в нашем исследовании, учитывая наличие данных по МИП и ценным бумагам для Таджикистана и Кыргызстана, эти индикаторы также были включены в анализ совокупного долга. Главное препятствие, с которым мы столкнулись в процессе расчета частного долга в этих странах, — разный уровень классификации данных. В то время как долговая статистика Таджикистана представлена в разрезе инструментов,

включая лизинг, овердрафты, ипотечные займы, а также обязательства государственных компаний; в данных Кыргызстана по нефинансовым секторам выделено несколько отраслевых категорий, а также ипотечные и потребительские кредиты. Исходя из предположения, что кредиты домохозяйств состоят преимущественно из ипотечных и потребительских займов, мы объединили эти категории в общую группу долговых обязательств домохозяйств (Рисунки 3 и 4). Источником информации о заимствованиях кыргызских государственных предприятий послужили данные Фонда по управлению государственным имуществом при Правительстве Кыргызстана. Статистика долговых ценных бумаг эмитентов из Кыргызстана была получена из отчетности Кыргызской фондовой биржи. Стоит отметить, что объем корпоративных облигаций, выпущенных нефинансовыми компаниями, остается достаточно ограниченным — как, впрочем, и число эмитентов. Что касается Таджикистана, то все облигации, обращающиеся на фондовом рынке (Центрально-Азиатской фондовой бирже), выпущены финансовыми компаниями, поэтому в рамках нашей методологии не учитывались.

Рисунок 3. Методология: источники информации о долге (Кыргызская Республика)

	Займы	Ценные бумаги
Внутренние	Внутренние банковские и небанковские займы (Национальный статистический комитет: общий объем кредитования с разбивкой по отраслям)	Внутренние ценные бумаги (Кыргызская фондовая биржа)
Внешние	Внешние банковские и небанковские займы (МИП)	Внешние ценные бумаги (МИП)

Источник: расчеты авторов.

Рисунок 4. Методология: источники информации о долге (Таджикистан)

	Займы	Ценные бумаги
Внутренние	Внутренние банковские и небанковские займы (Центральный банк Таджикистана: Банковский статистический бюллетень)	Внутренние ценные бумаги (Центрально-Азиатская фондовая биржа)
Внешние	Внешние банковские и небанковские займы (МИП)	Внешние ценные бумаги (МИП)

Источник: расчеты авторов.

В целом мы получили сопоставимые данные по странам, однако важно учитывать ряд их статистических особенностей. В частности, в Беларуси долг нефинансового сектора покрывает широкий перечень долговых инструментов, включая, например, договоры РЕПО, которые не отражаются в статистике финансово-кредитных организаций других стран-реципиентов ЕФСР. В результате покрываемые обязательства в Беларуси могут быть несколько выше, чем в других государствах ЕФСР.

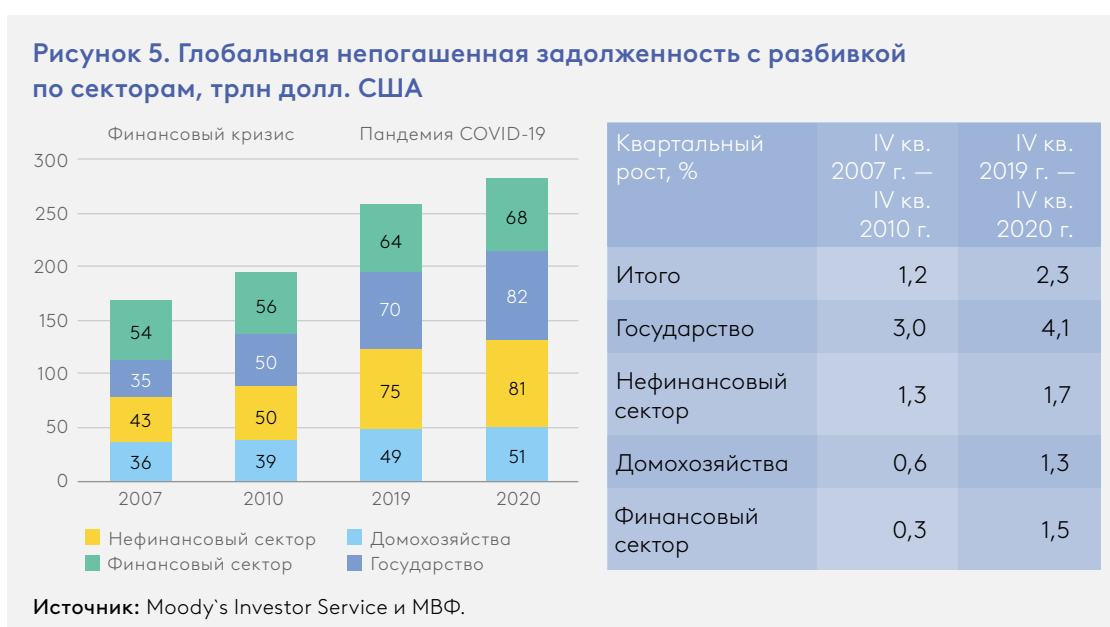
В контексте методологии оценки государственного и частного долга следует отметить, что суверенные обязательства в целом являются более транспарентными, с основным источником информации, представленным министерствами финансов. Эти данные отражают динамику долгового

портфеля и его основных компонентов, включая государственные гарантии и кредиты, выданные в рамках субзаемных соглашений.

Агрегирование статистики частных и государственных обязательств позволяет получить полную картину долговой ситуации в странах ЕФСР. Главной задачей такого обобщения является анализ прямых и косвенных рисков, которым подвержены как отдельные страны, так и регион ЕФСР в целом.

4. Глобальные изменения: государственный долг и частный долг

За последний год в условиях пандемии COVID-19 резкий рост государственных расходов и снижение бюджетных поступлений увеличили уровень мирового долга до 281,5 трлн долл. В 2020 году размер антикризисной поддержки оказался значительно **большим**, чем во время финансового кризиса 2008 года, что объясняется значительным ухудшением большинства экономических показателей (Рисунок 5). Если в 2008 году уровень мирового долга вырос примерно на 10 п.п. ВВП, то в 2020-м прирост составил более 34 п.п. Как следствие, отношение долга к ВВП достигло максимального уровня за всю историю наблюдений — 355%.



Уровень вклада стран в аккумулирование долга варьируется достаточно существенно. Страны с развитой экономикой стали основным драйвером роста задолженности: на их долю пришлось около 87% от общего объема прироста. Однако в I квартале 2021 года их задолженность несколько снизилась, в то время как задолженность стран с переходной экономикой продолжила свой рост. Косвенно это свидетельствует о более существенном давлении на страны с переходной и развивающейся экономикой, нежели на развитые страны. В развитых странах снижение уровня долга к ВВП объясняется в первую очередь сокращением обязательств финансового сектора. Другие сектора — нефинансовые организации и домохозяйства — также несколько уменьшили уровень своих обязательств. При этом основным драйвером роста долговых обязательств развитых стран оставалось аккумулирование суверенного долга. Учитывая, что на его долю приходится треть всего объема долговых обязательств стран, государственный долг играет важнейшую роль в формировании долговых позиций.

Государственный долг

В 2020 году государственный долг стран с развитой экономикой достиг 130,4% ВВП, в то время как в странах с переходной экономикой он остается на значительно более низком уровне — около 63,5% ВВП, что отчасти отражает ограниченность их бюджетного пространства. За последний год медианный уровень государственного долга стран с развитой экономикой вырос более чем на 20%, в странах с переходной экономикой — лишь на 11%.

Тем не менее в условиях экономической активности ниже докризисного уровня переходные экономики оказались более уязвимыми перед долговыми шоками по сравнению с высокоразвитыми. Кроме того, их бюджетный потенциал также остается достаточно ограниченным. Несмотря на более низкий уровень долговых обязательств к ВВП в странах с переходной экономикой по сравнению с развитыми государствами, сохраняется ряд рисков для уровня доходов переходных рынков и для стабильности их развития. Среди основных причин можно назвать резкий рост бюджетного дефицита и сокращение объемов производства. В 2020 году средний бюджетный дефицит в странах с переходной экономикой увеличился примерно до 10% ВВП, что почти в два раза выше уровня 2019 года (Рисунок 6). В странах с низким уровнем дохода дефицит государственного бюджета в 2020 году в среднем вырос до 5,5% ВВП, в том числе за счет реализации масштабных фискальных мер (Рисунок 7).

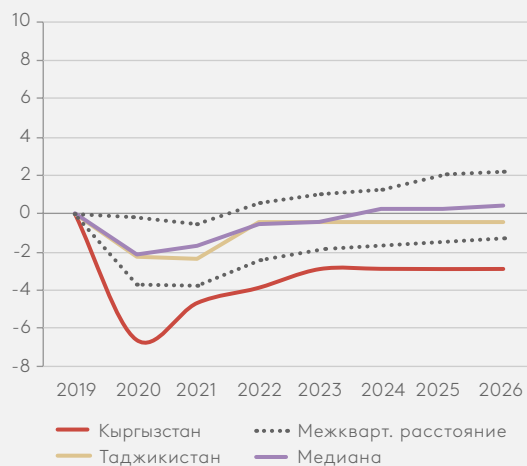
В странах ЕФСР также было выделено значительное финансирование на преодоление пандемии COVID-19. Согласно достаточно консервативным оценкам МВФ, размер поддержки варьировался от 1,4% ВВП в Беларуси до 6,1% ВВП в Кыргызской Республике (IMF, 2021). Данный фактор способствовал увеличению бюджетного дефицита в среднем на 5% ВВП.

Рисунок 6. Изменение бюджетного сальдо нарастающим итогом: страны с переходной экономикой, % ВВП по сравнению с 2019 годом



Источник: IMF Fiscal Monitor.

Рисунок 7. Изменение бюджетного сальдо нарастающим итогом: страны с низким уровнем дохода, % ВВП по сравнению с 2019 годом



Источник: IMF Fiscal Monitor.

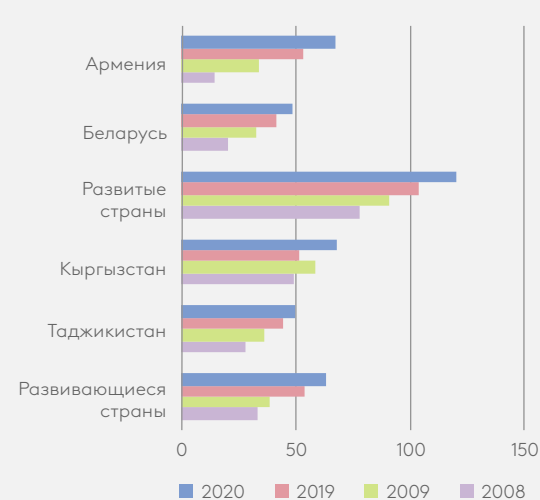
В целом уровень антикризисной бюджетной поддержки в период пандемии оказался значительно выше, чем во время мирового финансового кризиса. Во многом это связано с уровнем шока, повлиявшего на экономическую активность стран (Рисунок 8). Параллельно с этим наблюдался рост расходов, связанный с поддержанием недостаточно развитых (в некоторых странах) систем здравоохранения. Если рассматривать период глобального кризиса, то спад экономической активности высокоразвитых стран в среднем ограничивался 3,3% ВВП. Странам с формирующимся рынком в среднем удалось сохранить небольшой положительный прирост ВВП — по итогам 2009 года он составил 2,8%. В странах-реципиентах ЕФСР по итогам 2009 года произошло сокращение ВВП в среднем на 1,4%, тогда как в 2020 году падение экономической активности составило 2,1%. На этом фоне в 2020 году государственный долг в государствах — получателях средств ЕФСР вырос в среднем на 8,4 п.п. ВВП (Рисунок 9), тем самым прервав период 2017–2019 годов, когда долговые позиции стран были относительно стабильными. Одновременно с ростом уровня долга страны столкнулись с изменением (1) размера и (2) темпа роста финансовых потребностей (этот показатель включает обслуживание долга, первичное сальдо бюджета и краткосрочные обязательства). К концу 2020 года финансовые потребности государств — получателей средств ЕФСР увеличились на 4,2 п.п. ВВП, что почти вдвое больше, чем в период финансового кризиса 2008 года. Более того, примерно половина этих потребностей объясняется ослаблением бюджетных позиций стран.

Рисунок 8. Реальный ВВП: глобальный финансовый кризис 2008 года и кризис, вызванный пандемией COVID-19, %



Источник: МВФ, министерства финансов, расчеты авторов.

Рисунок 9. Отношение государственного долга к ВВП: глобальный финансовый кризис 2008 года и кризис, вызванный пандемией COVID-19



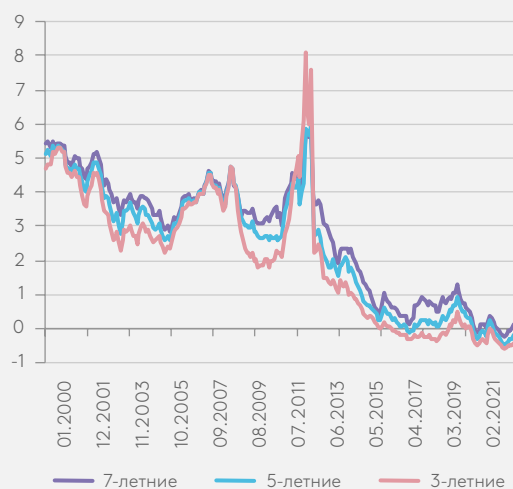
Источник: МВФ, министерства финансов, расчеты авторов.

В ряде стран рост потребностей в ликвидности привел к изменению долговых стратегий. В развитых странах значительная часть государственных расходов была профинансирована за счет краткосрочных заимствований. В странах ОЭСР доля краткосрочных кредитов в общем государственном долге выросла с 10,5% ВВП в 2019 году до 13,9% ВВП к концу 2020 года. Как следствие, средний срок погашения долговых обязательств снизился с 8 лет в 2019 году до 7,7 года в 2020-м.

Доля краткосрочных обязательств в долговых портфелях стран-реципиентов ЕФСР также возросла. Однако важно отметить, что страны-реципиенты ЕФСР обычно пытаются сохранить возможность бюджетного маневра, тем самым стремясь в меньшей мере полагаться на краткосрочные привлечения. В результате, несмотря на рост, их доля в государственном долговом портфеле сохранилась на уровне менее 1% ВВП. Страны с низким уровнем дохода занимают еще более осторожную позицию в отношении краткосрочного финансирования, предпочитая долгосрочные привлечения со льготным периодом около пяти лет. Так, например, согласно Стратегии управления государственным долгом Кыргызской Республики, одной из целей правительства страны в 2021–2023 годах по-прежнему остается увеличение сроков погашения государственных ценных бумаг (МФ КР, 2020).

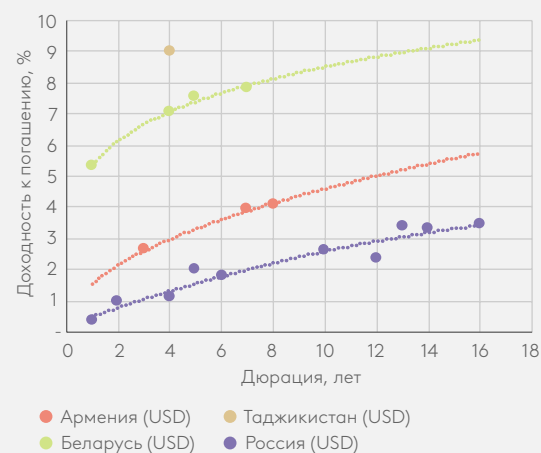
Еще одной общей тенденцией для целого ряда развитых стран и стран с переходной экономикой стало изменение условий кредитования. Несмотря на рост государственных финансовых потребностей в 2020 году, у большинства стран появилась возможность привлекать финансирование на более выгодных условиях. В результате, снижение расходов на обслуживание долговых обязательств сделало проведение стимулирующей фискальной политики более комфортным. Хотя изначально пандемия COVID-19 спровоцировала рост доходностей — например, в странах ЕС доходности по 7-летним и 5-летним государственным облигациям увеличились на 0,16 б.п. (до 0,37% и 0,22% соответственно); уже с мая 2020 года ситуация изменилась — доходности стали снижаться и в августе перешли в область отрицательных значений (Рисунок 10). Размещению государственных долговых обязательств под низкие процентные ставки способствовала стимулирующая денежно-кредитная политика, реализуемая на фоне высокого спроса со стороны инвесторов на «безопасные» активы — эти факторы позволили снизить затраты на обслуживание привлечений, даже несмотря на растущее предложение государственных ценных бумаг.

Рисунок 10. Доходность государственных облигаций государств — участников ЕС, евро, %



Источник: CEIC Data.

Рисунок 11. Доходность государственных еврооблигаций государств — участников ЕФСР, %



Источник: Bloomberg.

Результатом стимулирующей политики развитых стран стало общее снижение процентных ставок в мире, что позволило уменьшить уровень финансового давления, в том числе на страны ЕФСР. В 2020 году Беларусь успешно привлекла финансирование на международном рынке, разместив еврооблигации на сумму 500 млн долл. с доходностью 6,1% и 750 млн долл. — с доходностью 6,378%. Несмотря на экономическую нестабильность, доходность 11-летних еврооблигаций оказалась ниже, чем доходность 10-летних облигаций, которые были размещены в 2018 году на сумму 600 млн долл. под 7,625%. В начале 2021 года с целью финансирования возросшего бюджетного дефицита Армения также разместила 10-летние еврооблигации с годовой доходностью 3,875%. Этот выпуск еврооблигаций оказался достаточно удачным, в нем отразился растущий интерес инвесторов к рисковым активам и потребности правительства в привлечении заемных средств. Как следствие, несмотря на действие ряда неблагоприятных экономических и политических факторов, стоимость заимствований оказалась ниже, чем в сентябре 2019 года, когда Армения разместила аналогичные облигации под 4,2% (Рисунок 11).

Хотя в 2020 году условия финансирования на глобальных финансовых рынках оставались сравнительно мягкими, рост бюджетных расходов из-за пандемии COVID-19 и выпадение бюджетных доходов привели к росту долговой нагрузки, особенно в странах, имеющих доступ к рыночному кредитованию. В странах с низким уровнем доходов, где доля рыночных обязательств незначительна, долговые позиции были в меньшей степени связаны с динамикой финансового рынка. Эти страны функционируют в условиях льготного кредитования, позволяющего привлекать финансирование, не подвергая при этом серьезному риску долговые позиции стран. Доля рыночных долговых обязательств³ в Таджикистане и Кыргызстане оставалась на довольно низком уровне (6–10% ВВП), причем и Таджикистан, и Кыргызская Республика в среднесрочной перспективе намерены снижать этот показатель, в большей степени ориентируясь на льготные займы.

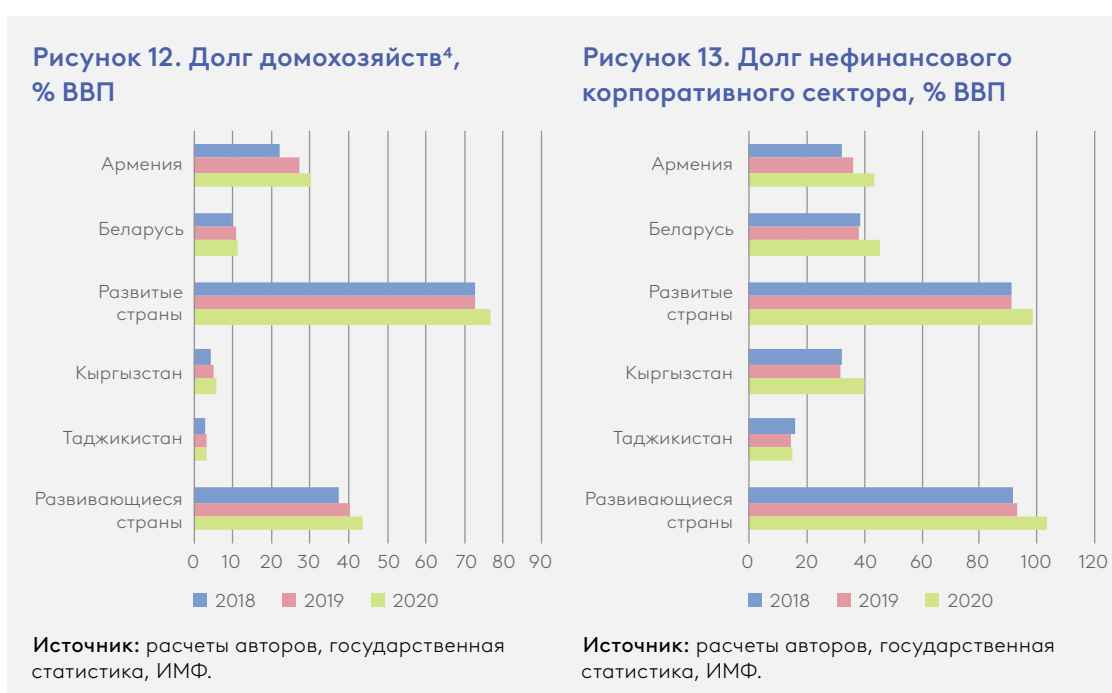
В странах-реципиентах ЕФСР с доступом к международным рынкам капитала доля рыночных долговых обязательств существенно выше. По состоянию на конец 2020 года она составляла 15% ВВП в Беларуси и 24% ВВП в Армении. Пока процентные ставки сохраняются на низком уровне, страны могут оказывать бюджетную поддержку за счет дополнительных заимствований, однако по мере изменения финансовой среды потребуется в большей степени сосредоточиться на укреплении своих бюджетных позиций. Важную роль в этом будет играть время перехода от одной финансовой среды к другой — особенно в странах с высокой долей рыночных инструментов. Более того, государственный долг и бюджетная позиция страны могут быть подвержены рискам, связанным с обязательствами частных компаний. В менее благоприятных условиях они могут спровоцировать реализацию условных обязательств и тем самым ослабить бюджетные показатели.

Частный долг

Кризис, вызванный пандемией COVID-19, привел к заметному росту потребностей компаний и домохозяйств в кредитных ресурсах. В странах с развитой экономикой долг частного нефинансового сектора вырос со 164% ВВП в 2019 году до 175% ВВП в 2020 году, основным драйвером

³ К рыночным долговым обязательствам относятся ценные бумаги, деноминированные в иностранной валюте, и казначейские ценные бумаги, за исключением сберегательных облигаций.

наращивания уровня обязательств выступил нефинансовый корпоративный сектор. В высоко-развитых экономиках рост обязательств корпоративного сектора был частично поддержан реализацией государственных антикризисных мер, включая выдачу гарантий, снижение налоговой нагрузки и т.д. Обязательства домашних хозяйств также значительно выросли, в развитых странах их уровень достиг 76,8% ВВП к концу 2020 года (Рисунки 12, 13). К основным причинам роста задолженности домохозяйств можно отнести реализацию государственных программ отсрочки платежей по ипотечным займам («ипотечные каникулы») и в целом устойчивость жилищного рынка к кризису, вызванному COVID-19 (IIF, 2021). В период кризиса в странах ОЭСР общий объем государственной поддержки покупателям и владельцам жилья за счет предоставления грантов и гарантий находился в диапазоне от 0,03% до 0,9% ВВП.



Ситуация в странах с переходной экономикой развивалась по схожему сценарию. Однако из-за меньшего объема государственной поддержки — 5% ВВП в странах с переходной экономикой против 19% ВВП в развитых странах — частный сектор был более осторожен в привлечении дополнительного финансирования. В результате в странах с переходной экономикой уровень частного долга по итогам 2020 года увеличился до 103,5% ВВП по сравнению с 93,1% ВВП в 2019 году. Что касается валютных заимствований, то их уровень в странах с переходной экономикой оставался относительно стабильным — ослабление курсов национальных валют во многих странах сопровождалось снижением привлекательности валютного кредитования. По состоянию на конец 2020 года в странах с переходной экономикой объем валютных заимствований составил 8,6 трлн долл. — против 8,3 трлн долл. в 2019 году. В странах с низким уровнем дохода наращивание долговых обязательств носило относительно сдержанный характер. Это объясняется более слабой

⁴ Расчетные показатели, полученные с использованием подхода МВФ (Mbaye et al., 2020).

бюджетной позицией и, как следствие, ограниченной поддержкой частного сектора со стороны государства.

В странах-реципиентах ЕФСР уровень частного долга в целом ниже, чем в других экономиках с аналогичным уровнем дохода. Кроме того, кризис 2020 года не способствовал наращиванию долговых привлечений компаниями и домохозяйствами в странах ЕФСР. Согласно нашим оценкам, средний уровень их частного долга⁵ увеличился с 44% в 2019 году до 51% в 2020 году. При этом наиболее заметное увеличение уровня долга относительно ВВП наблюдалось среди частных организаций Армении и Кыргызстана, что в большей степени объясняется резким снижением их ВВП в 2020 году — примерно на 8%. Долговая нагрузка на частные компании Таджикистана остается минимальной по сравнению с другими странами ЕФСР. По состоянию на конец 2020 года их уровень долга составлял около 15% ВВП, не изменившись с 2019 года. Относительно низкий уровень заимствований у таджикских компаний объясняется рядом факторов. Во-первых, крупнейшие государственные предприятия имеют доступ к государственным кредитам в рамках субзаемных соглашений, в 2019 году они составляли около 18% ВВП. Во-вторых, среди таджикских компаний достаточно много малых организаций, представленных индивидуальными предпринимателями, работающими в сельскохозяйственном и торговом секторах. Эти организации, как правило, используют собственные ресурсы для развития. В-третьих, процентные ставки по кредитам в Таджикистане остаются достаточно высокими относительно других стран ЕФСР — в 2020 году они находились на уровне 13,4% для валютных займов. Соответственно, доступ компаний к недорогому кредитному финансированию остается ограниченным.

Что касается способностей домохозяйств сглаживать свой уровень потребления за счет привлечения дополнительных заимствований, то в странах ЕФСР эти возможности ограничены. В результате в условиях растущей неопределенности долг домохозяйств остается на уровне 13% ВВП. В регионе ЕФСР наиболее низкие долговые показатели отмечены в странах с низким уровнем дохода — Кыргызской Республике и Таджикистане. По состоянию на конец 2020 года их долг составлял около 5,8% и 3,4% ВВП соответственно. Самый высокий уровень долга среди получателей средств ЕФСР отмечается в Армении. Тем не менее уровень долговой нагрузки ее частного сектора заметно ниже среднего уровня в странах с переходной экономикой.

По мере ухудшения экономического положения ряд частных компаний региона ЕФСР столкнулся с финансовыми трудностями. Это стало одной из ключевых причин роста необслуживаемых и просроченных задолженностей. В Армении доля необслуживаемых кредитов в общем объеме кредитов и займов увеличилась с 5,5% в 2019 году до 6,6% в 2020 году. В Кыргызской Республике доля кредитов частного сектора с просроченной задолженностью также увеличилась: с 8% в 2019 году до 10,5% по итогам 2020 года. В Беларуси и Таджикистане, по данным официальной статистики, наблюдалось сокращение объема просроченной задолженности частного сектора: с 19,1% до 16,2% в Таджикистане и с 3,9% до 2,9% в Беларуси. Однако положительная динамика в Беларуси и Таджикистане скорее может быть связана с масштабной реструктуризацией кредитных портфелей или выдачей новых льготных кредитов, нежели с улучшением положения заемщиков. Так, например, в банковском

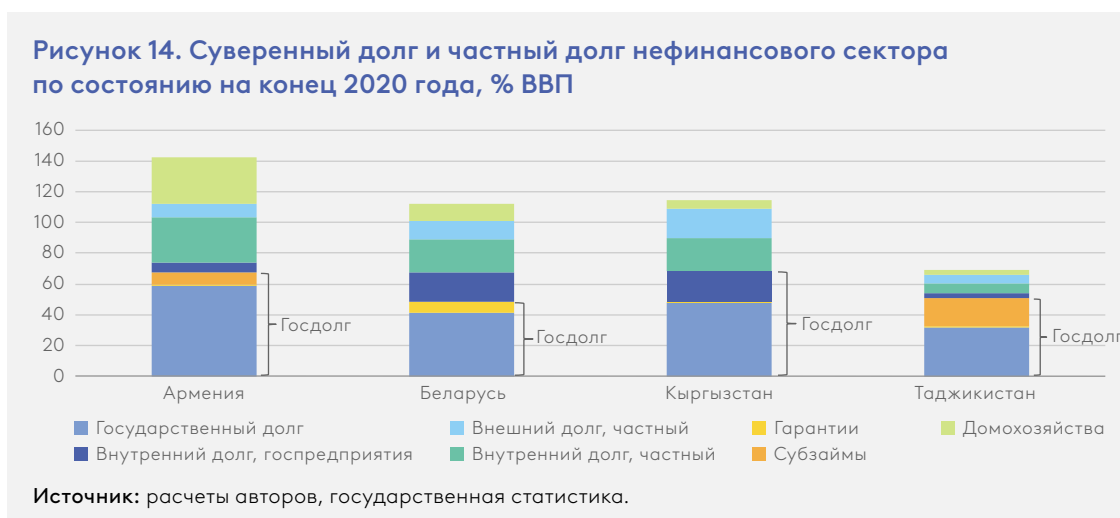
⁵ Исключая субзаймы.

секторе Беларуси, несмотря на снижение доли просроченной задолженности, объем необслуживаемых активов вырос на 26,8% до 3,5 млрд бел. руб., при этом 76% таких активов принадлежат государственным банкам, преимущественно обслуживающим государственные предприятия.

Учитывая все обозначенные факторы, мы приходим к выводу, что текущая экономическая неопределенность снижает устойчивость долговых позиций частных кредиторов ЕФСР. Низкие темпы восстановления экономики, значительный размер убытков, понесенных частным сектором, и проблемы с платежеспособностью могут затруднить обслуживание долговых обязательств, вследствие чего правительство будет вынуждено оказывать дополнительную поддержку. История показывает, что наиболее крупные и стратегически значимые предприятия часто получают помощь от государства даже в случае неисполнения не гарантированных государством обязательств компаний, с целью предотвращения дефолта компаний. В этих обстоятельствах реализация любых условных обязательств может существенно ухудшить бюджетные и государственные долговые позиции.

Общий долг государств — получателей средств ЕФСР

Чтобы получить полную картину долговых обязательств стран ЕФСР, мы собрали информацию по основным долговым инструментам, учитывая уровень взаимодействия между государственным и частным секторами. Это обобщение помогло выявить ряд важных факторов. Правительства государств — получателей средств ЕФСР активно участвуют в бизнес-процессах своих стран. Они предоставляют государственные гарантии и поддерживают важнейшие компании и банки. Сочетание этих факторов ведет к росту бюджетных рисков, которые, однако, не в полном объеме отражаются в официальной финансовой статистике. Например, долг центрального правительства Беларуси в 2020 году находился на уровне около 39% ВВП, при этом в рамках широкого определения долга, учитывающего гарантии и долговые обязательства местных государственных органов, показатель превышал 48% ВВП. В то же время внутренние долговые обязательства государственных предприятий Беларуси составляли около 19% ВВП (Рисунок 14). Учитывая масштабное участие правительства в деятельности государственных предприятий, ухудшение экономической конъюнктуры также может оказать существенное воздействие на состояние государственных финансов.



Субзаймы, то есть предоставленные правительству кредиты международных организаций, на средства по которым кредитуют предприятия, также могут поставить под угрозу бюджетные позиции стран. Хотя они включены в расчет государственного долга, их влияние на финансовые потребности редко учитывается в рискованных сценариях, хотя в случае невозможности конечным заемщиком (предприятием) обслуживать свои обязательства данное бремя ляжет на правительство как на формального заемщика. Например, в Таджикистане в 2020 году такие займы составляли около трети общего государственного долга. Это подразумевает, что если заемщик окажется не в состоянии обслуживать свои долговые обязательства, то риск снижения уровня платежеспособности — из-за ухудшения качества государственных активов — значительно возрастет. Состояние государственных балансов во многом определяется уровнем кредитоспособности компаний, получающих финансирование. Однако стоит отметить, что значительная часть гарантий и субкредитов предоставляется убыточным государственным компаниям и банкам. В результате это повышает необходимость мониторинга со стороны государства за исполнением обязательств компаний-заемщиков и проведения их регулярного рискованного анализа.

В этой связи следует также отметить, что государственный сектор занимает доминирующие позиции на долговых рынках государств — участников ЕФСР. Уровень задолженности частного сектора во многом зависит от общих макроэкономических условий и развития рынков в рассматриваемых странах. Межстрановой анализ указывает на то, что **страны с доступом к финансовому рынку имеют наибольший частный долг среди государств — участников ЕФСР.** Напротив, в Таджикистане доля частных долговых обязательств составляет лишь половину от среднего уровня по ЕФСР. Относительно низкий уровень задолженности таджикских компаний объясняется в основном тем, что страна имеет доступ к льготным кредитам, которые правительство перенаправляет крупным и системно значимым компаниям в рамках субзаемных соглашений.

В целом текущие показатели частного и государственного долга отмечают необходимость снижения государственного влияния в регионе ЕФСР и повышения уровня прозрачности долговых операций. Переход к более конкурентной среде может заметно сократить бюджетные риски стран и улучшить их кредитные рейтинги. Это может стать первым шагом к привлечению инвестиций и обеспечению устойчивого развития региона ЕФСР.

5. Условные и прямые обязательства

Учитывая экономические особенности государств — участников ЕФСР (которые отличаются высокой степенью государственного участия), мы рассматриваем не только государственный долг, но и широкий перечень условных обязательств, возникающих как следствие государственной поддержки ключевых банков и компаний. Эти данные, как правило, менее транспарентны, тем не менее они значительно увеличивают риски для долговых и бюджетных позиций стран. В рамках исследования мы рассматриваем два типа условных обязательств: прямые (явно выраженные) обязательства и косвенные. К прямым условным обязательствам относятся кредиты, выданные под гарантии государства. В качестве косвенных обязательств рассматриваются долговые обязательства государственных предприятий, не предполагающие гарантии государства. Кроме того, мы учитываем кредиты, предоставленные в рамках субзаемных соглашений, которые могут напрямую влиять на состояние государственного бюджета.

Мы полагаем, что анализ этих обязательств является важным этапом оценки бюджетных и долговых рисков, поскольку страны с ограниченными бюджетными возможностями могут оказаться в состоянии экономического кризиса, что потребует введения дополнительных бюджетных ограничений. Bova et al. (2016) отмечают, что в период 1990–2016 годов около 20% от общего числа реализованных условных обязательств пришлось на кредиты, связанные с деятельностью государственных предприятий и государственно-частных партнерств (ГЧП) (Рисунок 15). Вместе с шоками в финансовом секторе на реализацию этих обязательств приходится пятая часть роста суверенных долгов (не объясненного другими макроэкономическими факторами). Согласно Lee and Bachmair (2019), кредитные гарантии и гарантии ГЧП считаются одним из основных источников условных обязательств в целом ряде стран.

Рисунок 15. Реализация условных обязательств с разбивкой по годам и типам, случаев

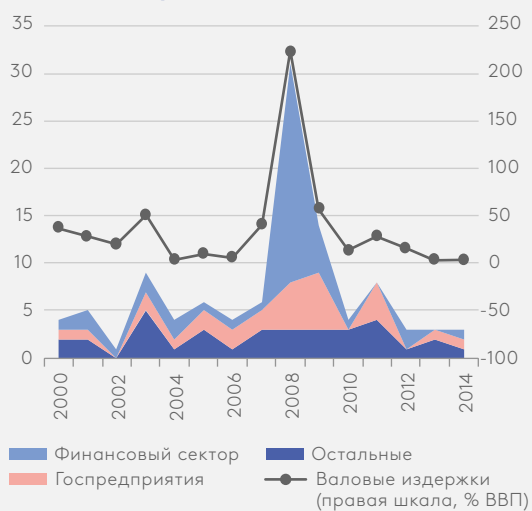
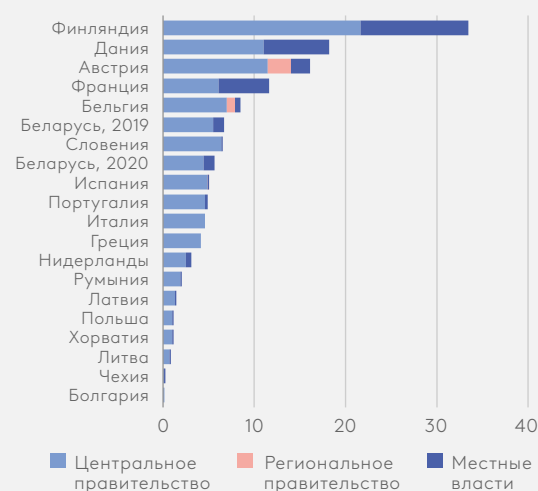


Рисунок 16. Государственные гарантии, 2020 год, % ВВП



Тем не менее многие страны с развитой и переходной экономикой продолжают предоставлять государственные гарантии в качестве одной из форм поддержки, особенно в период кризисов. В странах ЕС средний размер государственных гарантий составляет около 7% ВВП. По итогам 2020 года Финляндия занимала ведущие позиции (в этой стране объем государственных гарантий превышал 30% ВВП), за ней следовали Дания и Австрия (Рисунок 16). Однако стоит отметить, что статистические данные Финляндии также включают гарантии, предоставленные ее финансовыми госкорпорациями. В целом правительства могут предоставлять различные виды долговых гарантий. В одних случаях государственные гарантии обеспечивают коммерческие займы малых и средних предприятий (МСП), в других они полностью сосредоточены на поддержке государственных компаний. Во многих странах с переходной экономикой, особенно в странах Африки и Латинской Америки, гарантии обычно предоставляются компаниям, так или иначе связанным с государством. В исследовании Prats and Moskovits (2020) было установлено, что в рассмотренных странах среднее отношение гарантий к ВВП составляло около 4%. В некоторых странах (например, в Южной Африке и Тунисе) этот показатель превышал 10% ВВП. Однако важно отметить, что стремление правительств ряда стран поддержать системно значимые компании может создавать дополнительные бюджетные ограничения.

Прямые и явно выраженные условные обязательства

Из всех стран ЕФСР правительства Беларуси и Таджикистана наиболее активно поддерживают свои компании и защищают их от конкуренции. Одной из форм такой поддержки являются государственные гарантии, позволяющие системно значимым компаниям сокращать затраты на привлекаемое финансирование. В период кризиса, вызванного COVID-19, необходимость гарантийной поддержки со стороны государства значительно увеличилась, что потенциально может способствовать реализации условных обязательств.

В Беларуси долг, гарантированный государством, в 2020 году вырос до 7% ВВП, и теперь он соответствует 14% общей суммы государственных обязательств. В определенной степени это нивелировало успехи, достигнутые в 2015–2019 годах, когда уровень долга, гарантированного государством, снизился с 14% ВВП (по состоянию на 01.01.2016) до 5,6% ВВП (по состоянию на 01.01.2020). В Таджикистане и Кыргызстане основным источником кредитных рисков являются операции, осуществляемые правительством в рамках субзаемных соглашений. Эти риски относятся к прямым обязательствам государства, соответственно, могут оказывать негативное воздействие на состояние бюджета. В Таджикистане в 2019 году сумма таких обязательств превысила 18% ВВП, в Кыргызстане — 20% ВВП по итогам 2020 года, при этом в обеих странах основной объем субкредитов концентрировался в энергетической отрасли. В Кыргызской Республике правительство не предоставляет прямых гарантий, в Армении и Таджикистане сумма гарантий незначительна и не превышает 1% ВВП.

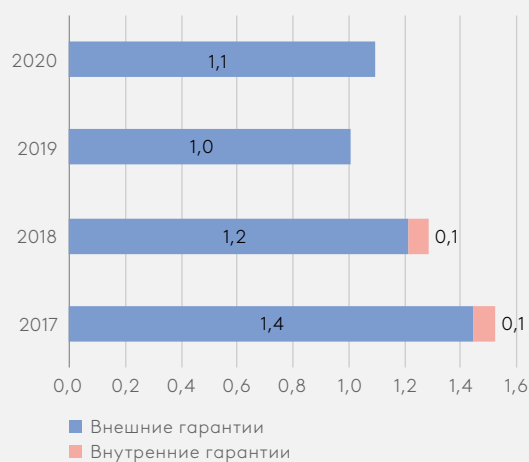
Армения

В Армении общий размер государственных гарантий в среднем составляет около 1% ВВП. В 2020 году из-за спада экономической активности он слегка увеличился до 1,1% ВВП (Рисунок 17). При этом за последние четыре года объем государственных гарантий не превышал 1,5% ВВП и оставался относительно устойчивым. Исходя из этого можно отметить, что косвенные долговые показатели

не представляют серьезную угрозу бюджетным позициям страны. Кроме того, Армения отличается высоким уровнем бюджетной транспарентности, что также положительно сказывается на долговой устойчивости страны. В частности, Министерство финансов республики регулярно публикует данные о предоставленных гарантиях в ежемесячных и ежегодных обзорах.

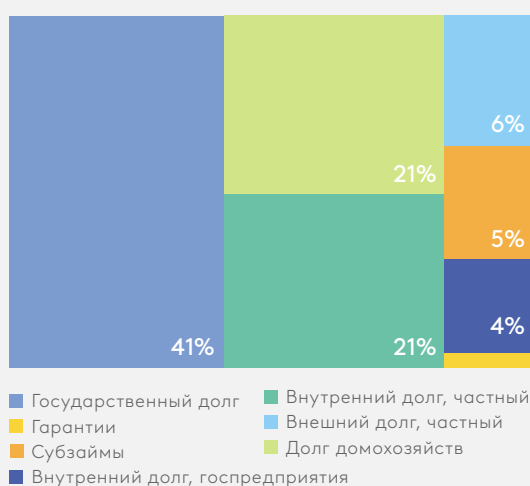
Армянское правительство преимущественно предоставляет гарантии на внешние займы ЦБА, привлекаемые под программы развития. В 2020 году на долю таких гарантий приходилось около 93% от всей суммы. Среди других гарантий можно упомянуть предоставленные на внешний кредит медицинскому центру «Норк-Мараш». В части регулирования гарантий — все они регламентируются Законом «О бюджетной системе Республики Армения». В рамках этого закона сумма гарантий, предоставленных в течение года, ограничивается 10%-ным уровнем налоговых поступлений за предыдущий год (Закон РА «О бюджетной системе РА», 1997). В Армении также предусмотрено регулирование процесса выдачи государственных гарантий.

Рисунок 17. Государственные гарантии Армении, % ВВП



Источник: расчеты авторов.

Рисунок 18. Армения: суверенный долг и частный долг нефинансового сектора по состоянию на конец 2020 года



Источник: расчеты авторов.

В то время как ситуация с гарантиями остается достаточно благоприятной, кредиты в рамках субзаемных соглашений сопровождаются значительными рисками. Во-первых, эти обязательства достаточно существенны. В 2020 году на долю субзаймов приходилось около 5% общей суммы суверенных и частных обязательств (Рисунок 18). Более того, доля займов, выданных в рамках субзаемных соглашений, выросла с 6,6% ВВП в 2019 году до 7,5% в 2020 году. Косвенно это может свидетельствовать о растущих рисках в отношении государственных финансовых активов, состояние которых в значительной степени определяется платежеспособностью заемщиков. Во-вторых, основными бенефициарами субкредитов являются государственные предприятия энергетического сектора, которые оказывают социально значимые услуги, но при этом остаются убыточными и требуют систематического бюджетного финансирования. С целью оказания поддержки армянское правительство преимущественно обращалось к внешним заимствованиям, распределяя средства

через проектные офисы (Hambardzumyan, 2020). В-третьих, в то время как сведения о накопленных объемах субкредитов достаточно транспарентны и публикуются на ежемесячной основе; информация о их ежемесячных изменениях (потокные данные) представлена в отдельных обзорах и указах и недостаточно хорошо структурирована. Между тем эти данные являются ключевыми, так как определяют финансовые потребности страны и возможные заимствования.

Беларусь

Что касается Беларуси, то правительством были предоставлены значительные объемы гарантий. Если проводить международное сравнение, то объем гарантированных обязательств в Беларуси в целом соответствует среднеевропейскому уровню, а именно 7% ВВП (Рисунок 16). Однако стоит отметить, что, помимо гарантий, белорусское правительство активно использует другие инструменты поддержки, например, докапитализацию, субсидии и т.д. В большинстве случаев поддержка оказывается через государственные банки, на которые приходится более 2/3 активов банковской системы страны. Таким образом, существующая экономическая система отличается высокой степенью государственного участия, однако из-за ограниченной транспарентности оценить общий объем государственной поддержки (включая государственные гарантии) достаточно проблематично.

Учитывая эти факторы, мы собрали и проанализировали данные о гарантиях, выданных белорусским правительством за период с 2013 по 2020 год. Агрегированная статистика представлена данными из указов Президента и распоряжений Совета министров РБ, однако условия ряда соглашений по гарантиям, в частности с банками КНР, остаются нераскрытыми. В сформированный массив данных вошли 109 гарантий — 26 гарантий по внешним займам и 83 гарантии по внутренним кредитам. Собранная статистика покрывает почти 90% размера гарантий по внешним займам, выданным в 2013–2020 годах.

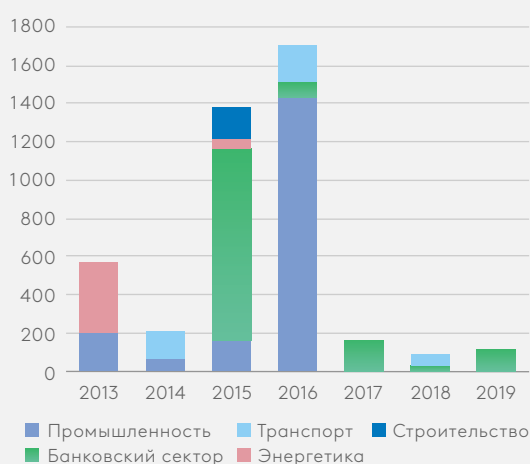
Согласно нашим оценкам, в этот период правительство ежегодно предоставляло гарантии в размере около 3,2% ВВП. В 2013 году был зарегистрирован максимальный объем гарантий, соответствующий 5,7% ВВП. С 2016 года доля государственных гарантий в ВВП резко снизилась как результат действий правительства, направленных на укрепление бюджетных позиций страны.

По уровню бюджетных рисков, обусловленных предоставлением гарантий, на первом месте находятся гарантии по внешним займам. В среднем за последние восемь лет правительство ежегодно выдавало гарантии по внешним займам в объеме 1,1% ВВП. На 2016 год пришелся пик выдачи внешних гарантий — 3,5% ВВП, после чего объем выдаваемых внешних гарантий кратно упал. В 2020 году гарантии по внешним займам белорусским правительством вовсе не предоставлялись. Тем не менее в качестве компенсационного механизма значительно возросли гарантии по внутренним привлечением. По состоянию на конец 2020 года доля внешних гарантий составляла около 44% общего объема.

В целом государственные гарантии предполагают, что в случае дефолта заемщика правительство берет на себя весь объем долговых обязательств. В Беларуси государственные гарантии преимущественно выдаются государственным корпорациям из самых разных секторов экономики,

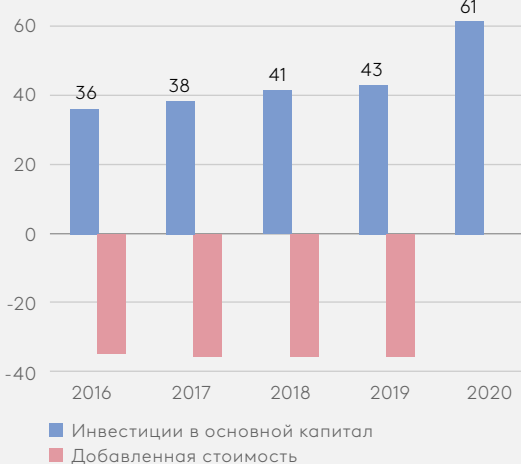
в том числе промышленности (55%), транспорта (7%) и энергетики (11%). Это указывает на одну из особенностей Беларуси: в то время как в большинстве стран с переходной экономикой государственные гарантии преимущественно распространяются на естественные монополии, например, энергетические и транспортные компании, то в Беларуси значительное число получателей гарантий сосредоточено в таких секторах, как промышленность и финансы (Рисунок 19). Во многом это указывает на то, что присутствие государственных корпораций в Беларуси выходит за рамки секторов, где участие государства экономически обосновано. В результате такой формат способствует снижению уровня рыночной конкурентоспособности и эффективности.

Рисунок 19. Секторальная структура внешнего долга Беларуси, гарантированного правительством, млн долл. США⁶



Источник: Национальный статистический комитет РБ, расчеты авторов.

Рисунок 20. Разрыв в эффективности: отношение добавленной стоимости и капитальных инвестиций в пересчете на одного сотрудника в Беларуси, %



Источник: Национальный статистический комитет РБ, расчеты авторов.

В 2013–2019 годах значительная часть внешних государственных гарантий была предоставлена реальному сектору в рамках реализации проектов, нацеленных на стимулирование инвестиционной активности государственных корпораций. Между тем сравнение уровня инвестиционной активности частного и государственного секторов подтверждает, что, несмотря на активную государственную поддержку, государственные компании менее эффективны в распределении трудовых и капитальных ресурсов. В 2016–2020 годах объем инвестиций в расчете на одного сотрудника в государственных компаниях был гораздо выше, чем в частном секторе. Тем не менее показатель добавленной стоимости в расчете на работника оставался на 35% ниже, чем в частных компаниях (Рисунок 20).

Низкий уровень производительности основных получателей гарантий может значительно снизить возможности внешнего финансирования. В определенной степени это находит отражение

⁶ Для банковского сектора указан максимальный размер кредитной линии в 2015 году. Более того, финансовый сектор не всегда является конечным бенефициаром средств, предоставляя кредитные линии малым и средним предприятиям из различных секторов экономики.

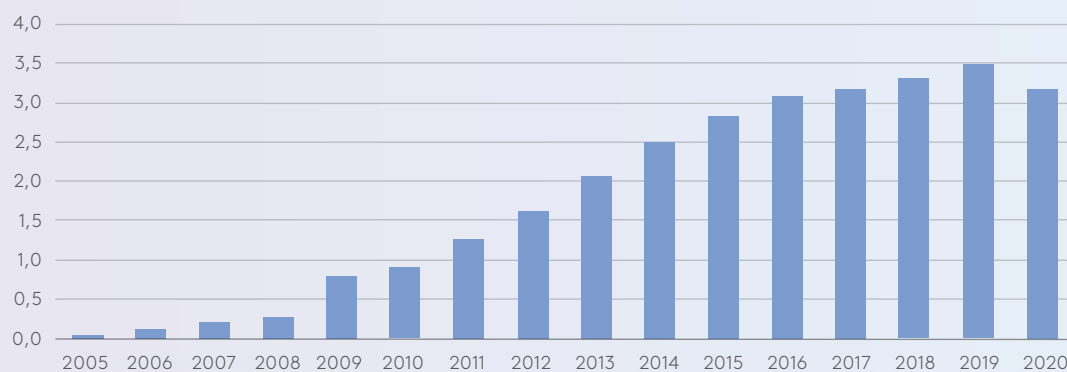
в структуре белорусских государственных гарантий. По итогам 2020 года большая часть гарантий в рамках внешнего кредитования приходилась на Китай — почти 90%, еще 3,5% — на займы Евразийского банка развития. В целом достаточно высокий уровень внешних гарантий в период 2015–2016 годов объясняется значительным объемом китайских займов и открытых кредитных линий.

Врезка 1. Государственный и гарантированный государством долг Беларуси перед Китаем

Начиная с 2005 года Беларусь активно привлекает китайское финансирование для строительства объектов инфраструктуры и реализации других проектов развития. В 2008–2015 годах экономическое присутствие Китая в Беларуси стабильно росло: китайские кредиты, выдаваемые на длительный срок и под процентные ставки на уровне или ниже рыночных, выглядели достаточно привлекательно. К концу 2020 года Китай стал одним из основных кредиторов Беларуси, на долю которого приходилось свыше 18% внешнего долга страны.

Что касается формы предоставления финансирования, то в Беларуси использовалась стандартная китайская стратегия — кредитование осуществлялось в форме связанных займов, средства которых осваивались китайскими компаниями, с привлечением государственных гарантий. В 2009 году доля таких займов в белорусском долговом портфеле достигла примерно 1,6% ВВП, а их общая сумма составила 785 млн долл. (в 2008-м — 265 млн долл.). К 2013 году сумма займов превысила 2,0 млрд долл. (Рисунок 21). За это время китайский Exim Bank открыл Беларуси несколько кредитных линий под процентную ставку, равную шестимесячной ставке LIBOR (2–4,75%), которая была более выгодной, чем ставка по еврооблигациям, размещенным в 2010 году (8,75%).

Рисунок 21. Государственный и гарантированный государством долг перед банками КНР, млрд долл. США



Источник: НБ РБ.

В 2015 году Китай открыл Беларуси две кредитные линии: коммерческую в размере 4 млрд долл. и льготную в размере 3 млрд долл. (под 2% на 15 лет). Около 1 млрд долл. было направлено на развитие МСП. Однако в это время у Беларуси появились первые трудности с погашением долга. Несколько белорусских компаний, в том числе цементные заводы и предприятия

по производству картона, целлюлозы и калийных удобрений, обратились за государственной поддержкой, которая была реализована за счет предоставления компаниям субзаймов и внешних государственных гарантий.

В общем, за период с 2005 по 2019 год правительство приняло на себя обязательства по крайней мере пяти корпораций, в состав которых входило более 30 предприятий. Что касается реализации белорусско-китайских проектов, по данным Rudy (2020), лишь несколько совместных проектов оказались успешными (один из них — автозавод «БЕЛДЖИ», финансируемый за счет государственных внешних займов). С 2017 года наметилась тенденция снижения объемов предоставления государственных гарантий под китайские кредиты. Новая волна белорусско-китайского сотрудничества началась лишь в 2019 году, когда китайская сторона предоставила белорусскому правительству кредит на 500 млн долл., а также когда ГО «Белорусская железная дорога» подписало кредитное соглашение с Exim Bank под гарантию ОАО «АСБ «Беларусбанк».

К числу важных направлений использования государственных гарантий и странового финансового сотрудничества стоит отнести межбанковское кредитование. За последние 10 лет объем государственных гарантий, предоставленных крупнейшим государственным банкам — ОАО «АСБ «Беларусбанк» и ОАО «Банк развития РБ», — составил около 30% общей суммы внешнего долга, гарантированного правительством. Главная проблема заключается в том, что оба банка по-прежнему вовлечены в квазифискальные операции, особенно направленные на поддержку низкорентабельных сельскохозяйственных предприятий.

В контексте китайско-белорусского партнерства также важно отметить географическую привлекательность Беларуси для Китая. Она позволяет получить удобный — хотя и не критично важный — торговый доступ к европейским странам. Соответственно, значительная часть китайских кредитных ресурсов была выделена на строительство объектов транспортной инфраструктуры в рамках инициативы «Один пояс, один путь». Транспортная промышленность была представлена в основном Белорусской железной дорогой, которая получила от Китая свыше 330⁷ млн долл.

Поскольку белорусская банковская система отличается значительным уровнем государственного участия, некоторые государственные банки занимались не только кредитованием государственных предприятий, но и выдачей гарантий по внешним займам. К числу таких банков относятся ОАО «АСБ «Беларусбанк», ОАО «Белагропромбанк», ОАО «Белинвестбанк» и ОАО «Банк развития РБ». ОАО «Банк развития РБ» — это специальная кредитная организация, учрежденная в 2011 году для повышения уровня транспарентности прямого кредитования (Ehrke et al. 2014). Однако существующая структура предоставления гарантий в отсутствие централизованного механизма остается достаточно непрозрачной и не сопровождается необходимым регулированием. Например, в 2020 году было отмечено, что правительство не выдавало внешние гарантии — все гарантии были предоставлены для внутренних заимствований. Тем не менее, согласно данным

⁷ Исключая 70 млн долл. под гарантии ОАО «АСБ «Беларусбанк» в 2020 году.

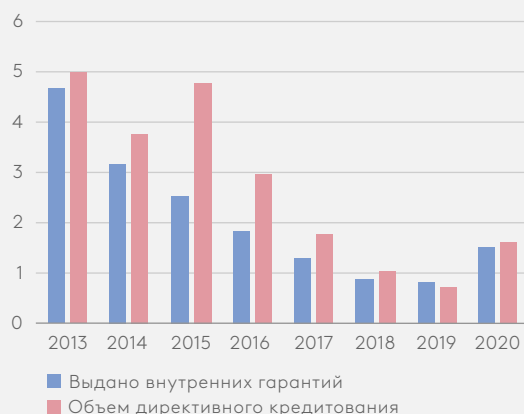
национального реестра банковских гарантий, ОАО «АСБ «Беларусбанк» и другие государственные банки по итогам 2020 года предоставили гарантий по внешним займам на общую сумму 200 млн долл. Одновременно с этим правительство оказывало значительную финансовую поддержку государственным банкам, занятым в квазифискальных операциях. Действующая схема снижает уровень транспарентности процесса выдачи гарантий.

По нашим оценкам, по итогам первого полугодия 2021 года общая сумма гарантий, предоставленных государственными банками по внешним займам, достигала почти 0,3 млрд долл.⁸ По некоторым направлениям внешние кредиты стали выдаваться не только под гарантии правительства, но и под гарантии банков. Например, если изначально в кредитных соглашениях с китайской стороной гарантом выступало исключительно правительство, то новые кредиты между тем же заемщиком и кредитором стали предоставляться уже под гарантии банков Беларуси. Так, с 2019 года Белорусская железная дорога перешла на новую схему привлечения займов в Китае, гарантом по которым стало ОАО «АСБ «Беларусбанк».

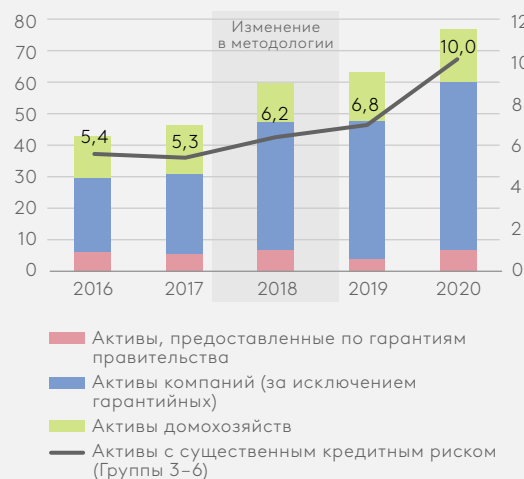
Гарантии по внутренним займам представляют собой еще один инструмент, с помощью которого белорусское правительство стимулирует инвестиции в определенные проекты или компании. За последние восемь лет объем гарантий, ежегодно выдаваемых по внутренним займам, составил в среднем 2,1% ВВП. К 2020 году правительство несколько сократило объем предоставляемых гарантий. Однако распространение COVID-19 и ухудшение условий экономической деятельности прервали этот процесс, и в 2020 году сумма выданных гарантий по внутренним займам выросла до 1,5% ВВП — для сравнения, в 2019 году было предоставлено гарантий в эквиваленте 0,8% ВВП (Рисунок 22).

Одной из ключевых проблем, связанных с государственными гарантиями, является высокий уровень их концентрации в сельском хозяйстве и промышленном производстве. Более 2/3 государственных гарантий, выданных в 2013–2020 годах, было ориентировано на обеспечение развития этих секторов. В 2014 году правительство выделило гарантии на общую сумму 600 млрд бел. руб. (60 млн бел. руб. после деноминации) республиканскому объединению «Белагросервис» в рамках финансирования программы лизинга оборудования для поддержки сельскохозяйственных производителей. В 2018 году были предоставлены государственные гарантии в рамках рефинансирования задолженности ОАО «Минский тракторный завод», одного из крупнейших производителей сельскохозяйственного оборудования. Эти инициативы были направлены на повышение эффективности сельскохозяйственного производства, однако оказались слишком дорогостоящими, учитывая ограниченность возможностей экономики и ее бюджетных ресурсов. В итоге задача повышения эффективности этих компаний в полном объеме не была решена. По данным Национального банка Республики Беларусь (НБ РБ), финансирование сельского хозяйства, строительства и промышленности так и осталось связанным с максимально высокими рисками. В 2020 году доля необслуживаемых активов в сельскохозяйственном секторе составила 12,9% объема выданных кредитов и порядка 9,3% в промышленном секторе — в целом по экономике значение составляло 6,7%.

⁸ Из расчета исключены платежные гарантии с первоначальным сроком действия менее одного года. Исключая ОАО «Банк развития РБ».

Рисунок 22. Объем гарантий по внутренним займам за год, %

Источник: Министерство финансов, расчеты авторов.

Рисунок 23. Активы, подверженные кредитному риску, % ВВП

Источник: НБ РБ, расчеты авторов.

Исходя из того, что банки — в особенности государственные — являются важными участниками системы гарантий, риски, связанные с условными обязательствами, можно оценить, в том числе анализируя их деятельность. По нашим данным, на конец 2020 года совокупный объем гарантий по внутреннему долгу составлял 3,9% ВВП. Учитывая тот факт, что банковский сектор отличается высоким уровнем концентрации и большая часть активов и займов сосредоточена в государственных банках, значительная доля государственных гарантий также сконцентрирована в этих банках (в первую очередь в ОАО «Банк развития РБ» и ОАО «АСБ «Беларусбанк»). Высокая зависимость от государственного влияния в некоторой степени делает эти банки более уязвимыми перед политическими шоками и может приводить к возникновению у правительства обязательств. Например, в 2011 году имела место крупномасштабная реализация условных обязательств, в результате которой была проведена рекапитализация нескольких белорусских государственных банков на сумму около 1,5 млрд бел. руб. (с учетом деноминации).

В 2020 году шок, вызванный пандемией COVID-19, серьезно повлиял на банковскую систему страны и уровень ее устойчивости. В конце 2020 года доля рискованных активов (отнесенных к группам с 3 (проблемные активы) до 5–6 (необслуживаемые активы)) выросла до 10% ВВП по сравнению с примерно 7% ВВП в 2019 году (Рисунок 23). НБ РБ отметил, что у ряда государственных предприятий возникли значительные проблемы с погашением задолженности (Kalechic, 2021). Как следствие, белорусское правительство было вынуждено принять меры по спасению финансового сектора. Для этого было разработано множество инструментов, проведена рекапитализация ОАО «АСБ «Беларусбанк» на сумму 1 млрд бел. руб., при этом банк остался крупнейшим в стране кредитором с долей в 50% от общей суммы банковских кредитов. Во время кризиса 2020 года ОАО «АСБ «Беларусбанк» стало основным агентом по реализации государственных программ, и обеспеченное им наращивание кредитования объясняет 70% прироста совокупного кредитного портфеля банков Беларуси. В то же время в 2020 году произошло ослабление его кредитного портфеля: доля финансовых активов, обесцененных в момент приобретения/возникновения

(POCI⁹), и активов с выявленными признаками дефолта увеличилась с 2% ВВП в 2019 году до почти 3% ВВП в 2020 году. Доля активов, подверженных значительному кредитному риску, достигла 5,4% ВВП (2019 год — 4,5%). Помимо поддержки «АСБ «Беларусбанк», правительство также проводило докапитализацию других банков, испытывающих финансовые трудности. Так, задолженность ОАО «Белагропромбанк» и ОАО «Белинвестбанк» была реструктурирована и пролонгирована до 2028 года. Тем не менее стоит учитывать, что рост экономической неопределенности и неблагоприятные внешние условия могут повысить уровень уязвимости государственных банков и спровоцировать реализацию бюджетных рисков.

Кыргызская Республика

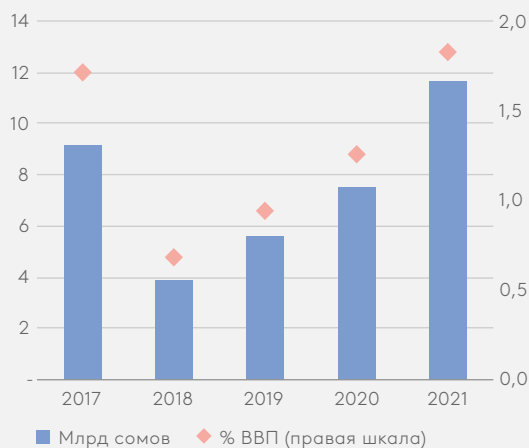
В отличие от вышеперечисленных стран правительство Кыргызской Республики не предоставляет прямых гарантий. В то же время в стране учрежден Фонд государственных гарантий, обеспечивающий МСП доступ к финансовым ресурсам. Объем ежегодно предоставляемых фондом гарантий в среднем составляет около 0,3% ВВП, преимущественно они выделяются торговым и сельскохозяйственным предприятиям. При этом способность получателей гарантий исполнять свои обязательства оценивается как устойчивая, в результате вероятность материализации условных обязательств правительства достаточно низкая.

Тем не менее значительные риски для государственного баланса Кыргызстана связаны с бюджетным кредитованием, в том числе в рамках субзаемных соглашений. В целом долговые риски, определяемые субзаемными соглашениями и государственными гарантиями, имеют разную природу. В случае если заемщик не обслуживает долг, гарантированный правительством, то долговая нагрузка на бюджет будет увеличиваться. Если же речь идет о субзаемных соглашениях, то объем государственного долга остается неизменным. Для Кыргызской Республики это означает, что в случае неисполнения обязательств со стороны заемщиков в стране не произойдет резкого роста государственного долга относительно ВВП. Тем не менее ее потребности в финансировании могут существенно увеличиться. Если бюджетные возможности страны ограничены, то это может привести к новым заимствованиям и в результате увеличит государственный долг.

В Кыргызской Республике бюджетное кредитование в форме перекредитования иностранных кредитов является ключевым каналом поддержки государственных предприятий и развития государственно-частных партнерств. Согласно данным бюджетной отчетности Кыргызстана, в 2017–2020 годах годовой объем операций рекредитования составлял около 1,1% ВВП (Рисунок 24). Значительная часть кредитов выдавалась за счет привлечений со стороны двусторонних и многосторонних кредиторов. Эти субзаимы выделялись на льготных условиях, в валюте кредитных договоров, заключаемых между Кыргызской Республикой и кредиторами. Соответственно, риск ослабления национальной валюты, ведущий к снижению долговой устойчивости, полностью переносился на конечных заемщиков.

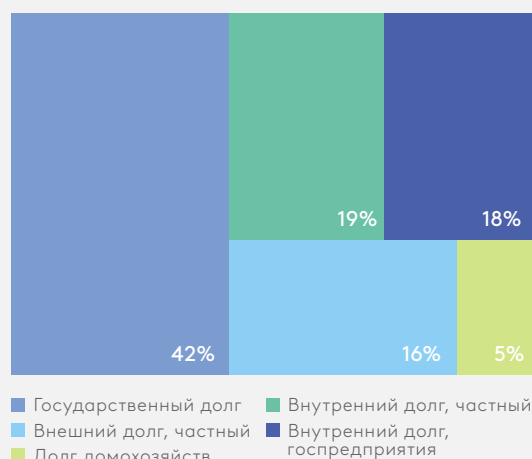
⁹ POCl (purchased or originated credit impaired) — приобретенные или собственные обязательства, подверженные кредитному риску; этап 3 — обесценение или дефолт.

Рисунок 24. Кыргызская Республика: годовой объем операций субкредитования



Источник: расчеты авторов.

Рисунок 25. Кыргызская Республика: суверенный долг и частный долг нефинансового сектора по состоянию на конец 2020 года¹⁰



Источник: расчеты авторов.

Еще одна проблема субзаемных соглашений связана с прозрачностью их данных. Следует отметить, что полное раскрытие информации о рекредитованных средствах в бюджете Кыргызстана не предусмотрено. Из текущего бюджета мы знаем, что в 2020 году совокупная задолженность государственных предприятий составляла около 20% ВВП, или 18% от общей суммы долговых обязательств по стране (без учета обязательств финансового сектора), включая рекредитованные займы (Рисунок 25)¹¹. С учетом относительной слабости финансового положения государственных предприятий это может привести к возникновению дополнительных обязательств: правительство будет вынуждено обслуживать долговые обязательства государственных компаний. Как следствие, могут вырасти потребности страны в финансировании и привлечении заемных средств. Эти риски стоит учитывать в ходе разработки стратегии управления долговыми и бюджетными обязательствами.

Таджикистан

Таджикистан также подвержен бюджетным рискам со стороны кредитования в рамках субзаемных соглашений. Специальных программ предоставления государственных гарантий в Таджикистане не предусмотрено. Вместо них правительство активно использует механизм кредитования государственных предприятий через субзаемные соглашения, кредитные ресурсы при этом, как правило, предоставляются международными организациями. Особенность этой схемы субкредитования в том, что заемные средства, изначально полученные на льготных условиях, предоставляются

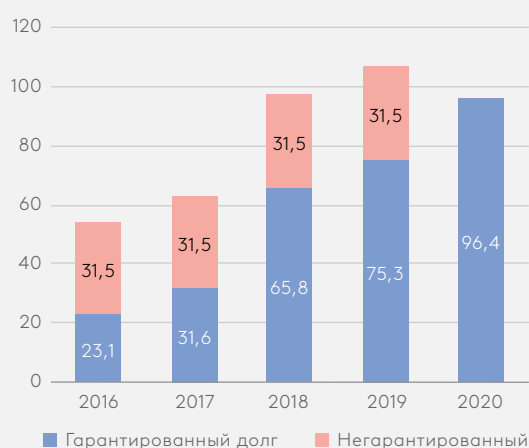
¹⁰ Внутренний долг госпредприятий включает долговые обязательства по операциям субкредитования.

¹¹ Мы исключили долговые обязательства государственных предприятий из расчета государственного долга исходя из допущения о том, что основным источником таких обязательств являются операции субкредитования.

компаниям Таджикистана на рыночных условиях. По нашим оценкам, на конец 2019 года объем такого субзаемного финансирования составлял более 18% ВВП¹². Для сравнения: объем государственных гарантий, предоставленных по внешним кредитам, по итогам 2020 года составлял лишь 1,3% ВВП (Рисунок 26). Исходя из этого можно сделать вывод, что основным механизмом привлечения финансирования государственными предприятиями Таджикистана является получение займов, выдаваемых правительством в рамках программ субкредитования.

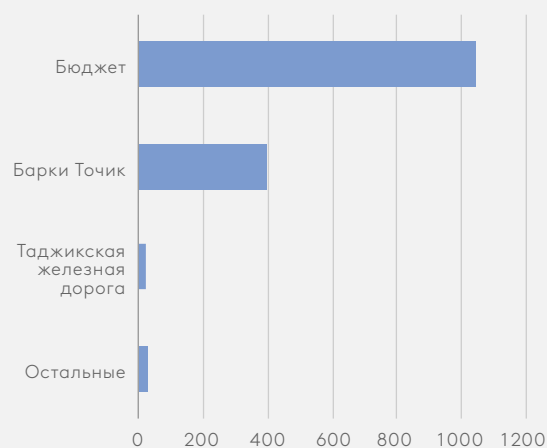
В течение последних десяти лет главными кредиторами Таджикистана, средства которых использовались для субкредитования предприятий, выступали китайский Exim Bank, Всемирный банк, Азиатский банк развития, KfW Development Bank, Исламский банк развития и Кувейтский фонд. Из всех этих международных кредитных организаций наиболее важную роль по-прежнему играет Exim Bank. Тем не менее, несмотря на значительную финансовую поддержку со стороны многосторонних и двусторонних кредиторов, давление на таджикский государственный долг остается достаточно высоким. Это делает бюджетные позиции страны более уязвимыми.

Рисунок 26. Внешний долг государственных предприятий (без учета субкредитования), млн долл.



Источник: Министерство финансов.

Рисунок 27. Источники погашения основной суммы внешнего долга в 2021 году, млн сомони



Источник: Министерство финансов.

По нашим оценкам, в 2021 году около 30% выплат в счет погашения основной суммы государственного долга будет зависеть от исполнения государственными предприятиями своих обязательств (Рисунок 27). Кроме того, стоит отметить, что некоторые риски, связанные с условными обязательствами, уже материализовались в 2021 году. В частности, крупнейшие банки Таджикистана ОАО «Агроинвестбанк» и ОАО «Тоджиксодиротбанк» были ликвидированы и уже не смогут в полном объеме погасить свои долговые обязательства. Соответственно, это приведет к заметному росту потребностей правительства в финансировании. Общая сумма обязательств этих банков перед правительством оценивается примерно в 3,9 млрд сомони, или 4,6% ВВП. Согласно графику

¹² Без учета начисленных штрафов и пеней по просроченным обязательствам.

погашения, сумма выплат «Агроинвестбанка» в 2021 году составляет 100 млн сомони, однако с началом ликвидации двух вышеупомянутых банков эти обязательства могут напрямую перейти к правительству Таджикистана. Соответственно, может возникнуть вопрос о доступности необходимых финансовых ресурсов или о способности страны привлечь такие ресурсы.

Косвенные условные обязательства

Косвенные условные обязательства Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана преимущественно связаны с возможностью дефолта государственных предприятий по кредитам и займам (не связанным с государственным обеспечением или гарантиями). В течение последнего десятилетия сектор государственных предприятий оставался крупным участником экономики, большей своей частью концентрируясь в стратегически значимых, но уязвимых видах деятельности. С рядом государственных компаний также связано осуществление квазифискальных операций, что увеличивает их уязвимость перед макроэкономическими шоками. Как следствие, в результате оказания поддержки зависимым компаниям многие правительства несут крупные бюджетные издержки. Из числа государств — получателей средств ЕФСР относительно тревожная ситуация сложилась в Беларуси и Таджикистане. В этих странах государственные предприятия производят значительную часть ВВП. По нашим оценкам, их вклад составляет порядка 40% в ВВП Таджикистана и 45% в ВВП Беларуси. Однако, несмотря на их значительную роль в экономике, многие государственные предприятия демонстрируют относительно слабые результаты.

Риски, связанные с реализацией условных обязательств, продолжают — хотя и в разной степени — оказывать влияние на экономики стран ЕФСР. Далее мы рассмотрим финансовое положение государственных предприятий в странах — получателях средств ЕФСР и проанализируем их возможное влияние на долговые позиции государств.

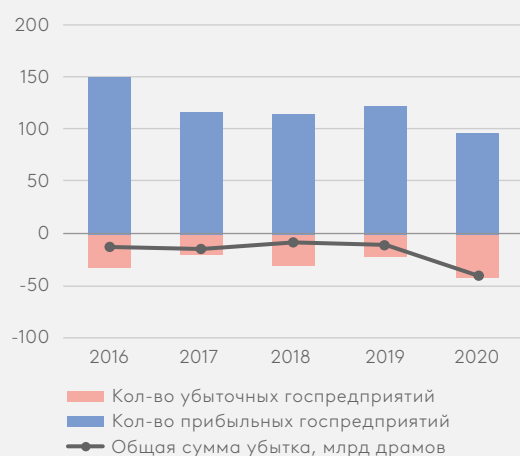
Армения

В течение последних пяти лет Армения целенаправленно занималась развитием частного сектора, последовательно сокращая доминирующие позиции государственных предприятий. Число государственных предприятий снизилось с 207 ед. в 2016 до 153 ед. в 2020 году. Объем активов государственных компаний также уменьшался — с 12,8% ВВП в 2016 году до 10,8% ВВП в 2019 году. Но за 2020 год в результате экономического спада произошел некоторый откат с позиций, завоеванных в предыдущие годы, и доля активов государственных предприятий в ВВП выросла до 12%.

В целом кризис, вызванный пандемией COVID-19, вывел на первый план ряд проблем в сфере управления государственными финансами, особенно связанных с деятельностью государственных предприятий. В 2020 году в Армении был отмечен значительный рост числа убыточных государственных компаний. Их доля подскочила до 29% — по сравнению с 15% в 2019 году. Операционные убытки государственных компаний составили 40 млрд драмов, втрое превысив показатель 2019 года и выйдя на максимальный уровень за последние пять лет (Рисунок 28). К числу наиболее крупных убыточных предприятий относятся компании энергетического сектора (Армянская АЭС, Ереванская ТЭЦ, ЗАО «Высоковольтные электрические сети»), на долю которых приходится около

86% общей суммы убытков государственных предприятий. Помимо высокой концентрации убытков, перечисленные компании также характеризуются значительным объемом капиталовложений, вследствие чего правительство с высокой степенью вероятности попытается поддержать эти компании, что может повысить бюджетные риски Армении.

Рисунок 28. Операционные убытки государственных компаний в Армении (млрд драмов) и число прибыльных и убыточных государственных предприятий, единиц



Источник: Комитет по управлению государственным имуществом.

Рисунок 29. Финансовые показатели государственных предприятий, % ВВП



Источник: Комитет по управлению государственным имуществом.

Согласно данным Комитета по управлению государственным имуществом, в 2020 году общая прибыль государственных компаний — большей своей частью сформированная в телекоммуникационном секторе — составила лишь 2 млрд драмов (0,03% ВВП), что значительно ниже среднего показателя за 2017–2019 годы (8,3 млрд драмов, или 0,14% ВВП, Рисунок 29). Одновременно с ухудшением финансовых результатов государственные компании продолжали наращивать свои долговые обязательства, сумма которых по итогам 2020 года увеличилась до 394 млрд драмов (6,4% ВВП) по сравнению с 234 млрд драмов (4,2% ВВП) по итогам 2017 года.

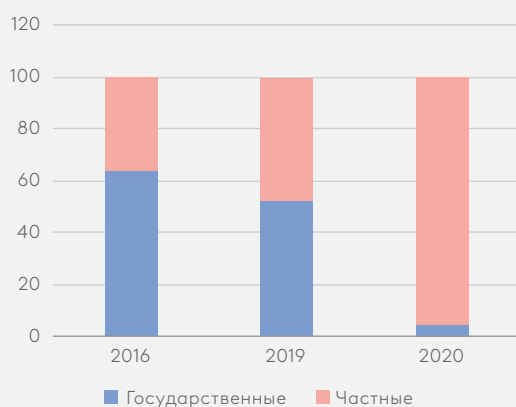
В целом в 2020 году армянскому правительству пришлось столкнуться с большим масштабом проблем, чем в других стран ЕФСР, что потребовало принятия оперативных финансовых и административных мер. Субсидии, докапитализация, льготные займы стали в Армении основными инструментами государственной поддержки — и одновременно главными факторами ослабления бюджетной и долговой устойчивости. Негативные последствия этого ослабления были отчасти нейтрализованы успехами Армении в повышении уровня бюджетной транспарентности и эффективности контроля за деятельностью государственных компаний и управления бюджетными рисками. По этим показателям Армения добилась высоких результатов по сравнению с другими государствами — участниками ЕФСР. Кроме того, принимаемые меры позволили снизить степень неопределенности и улучшить условия кредитования.

Беларусь

Согласно официальным данным, на государственные предприятия Беларуси приходится около 45,5% валовой добавленной стоимости, в то же время они обеспечивают свыше 60% всех инвестиций в основной капитал. Тем не менее высокая концентрация активов в государственных предприятиях, сопровождающаяся их низкой эффективностью, может приводить к серьезным макроэкономическим последствиям. Рентабельность государственных предприятий по-прежнему остается ниже, чем рентабельность частных компаний. Например, в промышленности, в одном из наиболее крупных секторов экономики, рентабельность продаж в частных компаниях в среднем составляла около 11%, тогда как в государственных — только 7,6%.

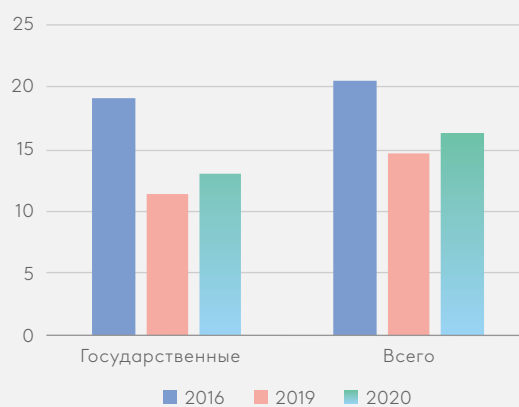
Пандемия усугубила финансовое положение ряда белорусских государственных предприятий. Их суммарная чистая прибыль сократилась на 95% до 242,1 млн бел. руб., что обеспечило лишь 4% всей чистой прибыли в экономике (Рисунок 30). Соответственно в 2020 году выросла доля убыточных государственных предприятий, хотя и не столь значительно — с 11,4% в 2019 году до 13,1% за 2020 год (Рисунок 31). Важно также отметить, что низкая эффективность государственных предприятий не всегда в полном объеме отражается в агрегированных показателях. Отчасти это объясняется спецификой организации белорусских государственных предприятий. Государственные компании, как правило, консолидируются в конгломераты, при этом прибыльные компании объединяются с убыточными. В результате большинство государственных предприятий относится к категории крупных предприятий. Например, средняя штатная численность промышленного государственного предприятия составляет 740 работников, тогда как частного — лишь 18 работников. Подобная структура помогает предотвратить коллапс системы управления (Favaro et al., 2012), но при этом сопровождается высокими бюджетными и долговыми рисками. Если оценивать эти риски через призму долговой нагрузки государственных предприятий, то по итогам 2020 года их уровень задолженности перед местными банками составлял около 17% всех обязательств в стране (Рисунок 32). Для сравнения: в Армении этот показатель составлял 4% всех обязательств в стране.

Рисунок 30. Распределение чистой прибыли по форме собственности, %



Источник: Национальный статистический комитет РБ, расчеты авторов.

Рисунок 31. Доля убыточных компаний, %

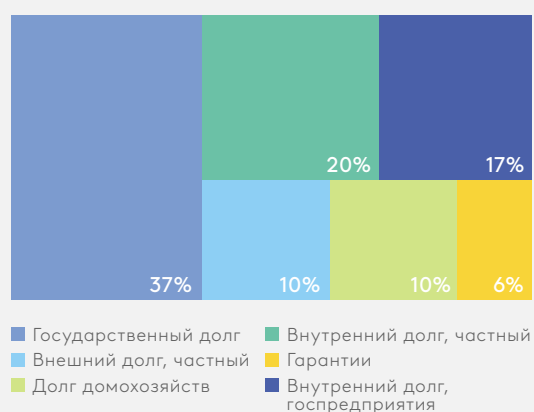


Источник: Национальный статистический комитет РБ, расчеты авторов.

Низкая эффективность в управлении государственными предприятиями обычно сопровождается сложностями в обслуживании кредитов. Это подтверждается значительным уровнем просроченной задолженности по кредитам и займам государственных компаний. По итогам 2020 года она составила 78% от всей просроченной задолженности в экономике. С точки зрения отраслевой структуры, крупнейший объем просроченной задолженности среди государственных предприятий исторически наблюдается в промышленности и сельском хозяйстве, на долю которых в 2020 году приходилось около 50% и 13,5% всей суммы просроченной задолженности в экономике соответственно (включая частный сектор).

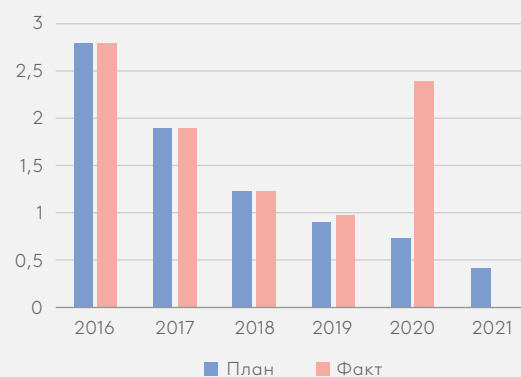
Следует отметить, что в условиях сохраняющихся финансовых проблем государственных предприятий Беларуси правительство продолжало оказывать им значительную поддержку, чтобы предотвратить дальнейшее ухудшение их экономического положения. В 2020 году объем кредитования по государственным программам увеличился более чем в три раза (по сравнению с планом) и достиг 2,4 млрд бел. руб. (Рисунок 33). Около 1/3 суммы средств было перечислено на счета государственной компании ОАО «Промагролизинг». Помимо кредитной поддержки государственных предприятий, белорусское правительство также использовало механизмы субсидирования, капитальных трансфертов и рекапитализации. С одной стороны, данные меры направлены на поддержание функционирования государственных компаний, однако, с другой стороны, они ведут к росту бюджетного бремени.

Рисунок 32. Беларусь: суверенный долг и частный долг нефинансового сектора по состоянию на конец 2020 года



Источник: расчеты авторов.

Рисунок 33. Кредитование по государственным программам: фактический и прогнозируемый объем, млрд бел. руб.



Источник: расчеты авторов.

Кыргызская Республика

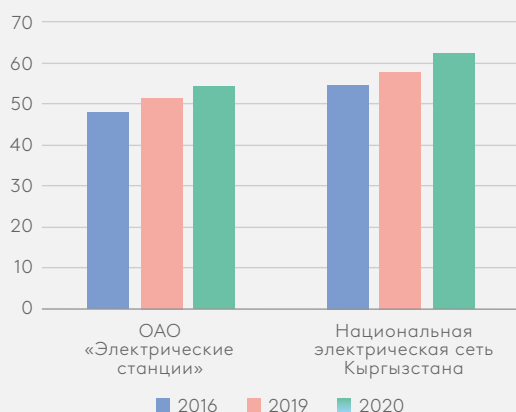
В Кыргызской Республике частный сектор играет более значительную роль в экономике по сравнению с другими странами ЕФСР. В 2019 году на частный сектор приходилось более 83% произведенного ВВП. Тем не менее, несмотря на ограниченное влияние государственных компаний в экономике, их деятельность сопровождается рядом проблем. Во-первых, государственные предприятия, преимущественно сконцентрированные в стратегически значимых отраслях, более чем

на 50% остаются убыточными. Во-вторых, почти половина активов государственных предприятий сосредоточена в энергетике, на которую приходится свыше 95% всех обязательств государственных предприятий. В совокупности эти факторы объясняют необходимость оказания поддержки наиболее уязвимым государственным компаниям со стороны правительства.

Одной из основных причин сохраняющихся высоких убытков государственных энергетических предприятий являются субсидируемые тарифы на электроэнергию, не покрывающие в полной мере расходов. В условиях низкой рентабельности происходит ежегодное наращивание задолженности государственных энергетических предприятий (по состоянию на конец 2020 года общий объем задолженности энергетического сектора увеличился до 20% ВВП по сравнению с 17% ВВП в 2018 году, и этот тренд остается относительно устойчивым). Однако, несмотря на рост задолженности, объем просроченных долговых обязательств остается относительно невысоким (менее 1% ВВП) — в первую очередь благодаря проводимой реструктуризации. В 2020 году долг двух крупнейших государственных энергохолдингов — ОАО «Национальная электрическая сеть Кыргызстана» и ОАО «Электрические станции» — был частично рефинансирован, примерно на 5,6 млрд сомов. Согласно данным Фонда по управлению государственным имуществом, обе компании являются крупнейшими государственными заемщиками. В 2020 году их совокупная задолженность перед бюджетом превышала 116 млрд сомов, или 20% ВВП, тем самым концентрируя свыше 95% общего объема задолженности энергетического сектора.

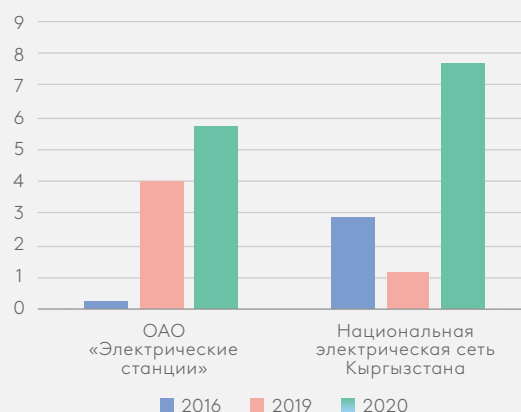
В текущей ситуации мы предполагаем, что разрыв между эффективностью и финансовыми результатами энергетических государственных предприятий в краткосрочной перспективе вряд ли будет решен, в результате потребность этих компаний в бюджетной поддержке будет сохраняться. Сложившаяся ситуация наращивания долговых обязательств государственными компаниями подчеркивает важность проведения реформ в энергетическом секторе. Если анализировать период последних трех лет, то за 2018–2020 годы накопленные убытки энергетических государственных предприятий выросли в 2,6 раза (Рисунок 34). В результате только за 2019–2020 годы общий объем непогашенной задолженности вырос на 14%, что включает бюджетные займы на сумму 5,6 млрд сомов (Рисунок 35).

Рисунок 34. Общая непогашенная задолженность, млрд сомов



Источник: финансовая отчетность компаний.

Рисунок 35. Накопленные убытки, млрд сомов



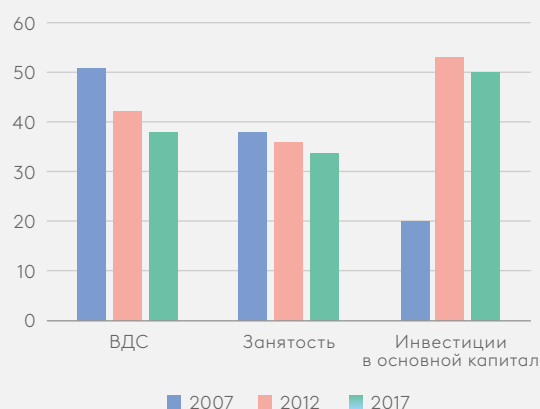
Источник: финансовая отчетность компаний.

Рост обязательств государственного сектора Кыргызстана повышает необходимость субсидирования и дополнительных капитальных вливаний, возможности которых могут быть существенно ограничены в неблагоприятных экономических условиях. В случае с энергетическими компаниями Кыргызстана, требующими регулярных трансфертов со стороны правительства, единственным решением является качественное реформирование энергетического сектора. В противном случае Кыргызская Республика продолжит наращивать суверенные долговые обязательства и привлекать дополнительные заимствования.

Таджикистан

В Таджикистане доля государственного сектора в общем объеме производства остается достаточно значительной. По состоянию на конец 2017 года в стране действовало около 900 государственных компаний, которые в общей сложности производили 40% ВВП (ЕБРР, 2020). В целом в Таджикистане государственные предприятия занимают доминирующие позиции в широком ряде отраслей, прежде всего в энергетике, банковском секторе, инфраструктуре и транспорте. По данным Всемирного банка (World Bank, 2019b), около 70% промышленной продукции в стране производится государственными предприятиями, при том что работают в госкомпаниях около 30% всех занятых в экономике (Рисунок 36). Кроме того, государственные предприятия являются одним из основных драйверов инфраструктурного развития и играют определяющую роль в инвестировании (World Bank, 2018). Тем не менее финансовые результаты таджикских государственных предприятий связаны со значительными бюджетными рисками. Более того, достаточно значительной остается концентрация этих рисков — свыше 80% активов государственных предприятий сосредоточено всего в трех компаниях: ОАХК «Барки Точик» (энергетическая компания), ГУП «Таджикская алюминиевая компания» и ГУП «Рохи охани Токикистон» (железная дорога) (Indecon, 2017). Подобная концентрация сопряжена с высокими рисками снижения бюджетной стабильности в случае снижения платежеспособности даже одного из трех предприятий, учитывая их размер и важность для национальной экономики.

Рисунок 36. Основные показатели деятельности государственных предприятий, %



Источник: Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, Skakova (2020).

Рисунок 37. Операционные убытки государственных предприятий Таджикистана, млн долл.



Источник: финансовая отчетность компаний.

Недавнее ухудшение макроэкономического фона значительно повысило вероятность реализации рисков. В 2020 году не только государственным предприятиям, но и всей экономике пришлось столкнуться с серьезными проблемами. В 2020 году доля убыточных компаний достигла 28%. Давление на государственные предприятия оказалось еще более значимым, поскольку многие из них заняты квазигосударственной деятельностью. По данным АБР (ADB, 2021), в 2020 году 12 из 27 крупнейших государственных предприятий (по которым проводится регулярный мониторинг со стороны Минфина и публикуется отчетность) понесли убытки, превышающие 8% ВВП. В этих условиях убыточным компаниям может потребоваться дополнительная государственная поддержка, что увеличит финансовые потребности страны. Среди государственных компаний одними из самых убыточных остаются ОАХК «Барки Точик» и ГУП «Таджикская алюминиевая компания» (Рисунок 37).

Помимо займов, которые государственные предприятия получают в рамках субзаемных соглашений, некоторые компании имеют прямые внешние обязательства. Если макроэкономические обстоятельства будут складываться неблагоприятно, эти заимствования могут трансформироваться в обязательства правительства. Например, в 2020 году правительство Таджикистана одобрило кредитный договор между убыточной компанией ГУП «Таджикская алюминиевая компания» (далее ТАЛКО) и China Machinery Engineering Corporation на 545 млн долл. Согласно соглашению, средства должны быть направлены на реконструкцию производственных мощностей заемщика. Еще один крупный кредит на сумму 300 млн долл. был получен ОАО «Таджиктрансгаз» для паритетного участия в совместном предприятии с китайской компанией по строительству газопровода Туркмения — Китай. Несмотря на то, что эти заимствования не оказывают прямого влияния на бюджет, государство может столкнуться с условными обязательствами в случае неплатежеспособности крупного национального заемщика.

6. Стресс-тест: шок, связанный с реализацией условных обязательств

Предоставление государственных гарантий и поддержка государственных предприятий могут привести к значительным бюджетным издержкам. Несмотря на это, согласно данным Всемирного банка, только половина стран с низким уровнем доходов и доходами ниже среднего выработали последовательный и эффективный подход к оценке и управлению гарантированным долгом (Razlog et al., 2020). Одним из основных макроэкономических подходов к оценке фискального влияния от реализации условных обязательств является стресс-тестирование.

Врезка 2. Контекстный анализ по теме «Анализ долговой устойчивости» (Debt Sustainability Analysis, DSA) косвенно подтверждает, что условные обязательства связаны с высоким уровнем бюджетных рисков

В рамках исследования долговых рисков и рисков условных обязательств мы провели контекстный анализ. В частности, данный метод анализа используется МВФ для формирования более полной картины долговой ситуации, учитывая не только количественные результаты, но и качественные результаты аналитических заключений. Подобный подход нельзя рассматривать как самостоятельное исследование. Тем не менее он может дополнить понимание долговых рисков в странах ЕФСР. МВФ изучает широкий набор факторов, определяющих уровень долговой устойчивости. Некоторые из них, например, финансовые отчеты компаний, не включаются в стандартный перечень инструментов анализа долговой устойчивости. Несмотря на это, анализ подобных аспектов играет важную роль в определении бюджетных и долговых позиций.

Проведенный контекстный анализ заключений МВФ по долговой устойчивости показывает важность темы условных обязательств в Беларуси и Таджикистане, выявляя в исследуемых текстах высокую частоту использования связанных с данной темой категорий. В текстах, касающихся Беларуси, характерно частое употребление «гарантии» и «балансовые операции», в случае Таджикистана — «государственные предприятия» и «гарантированный». Для Армении наиболее часто используемые фразы относятся к проблеме валютного долга: «обменный курс», «РЭОК». В текстах по Кыргызской Республики явные паттерны отсутствуют. К числу общих слов и выражений, используемых в долговом анализе всех стран, стоит отнести «правительство», «девальвация» и «устойчивость».

По результатам текстового анализа мы можем заключить, что в рамках оценки долговой ситуации в Беларуси и Таджикистане эксперты МВФ акцентируют внимание на рисках условных обязательств, связанных с государственными предприятиями и гарантиями. Принимая во внимание широкий диапазон дат публикации исследуемых текстов (2013–2020 годы), подчеркнем сохраняющуюся актуальность проблемы условных обязательств. Учитывая это, стоит отметить, что правительствам государств — участников ЕФСР, вероятно, придется принять меры по снижению рисков условных обязательств государственных компаний за счет повышения их финансовой эффективности.

Рисунок 1. Облако тегов по публикациям, Беларусь¹³

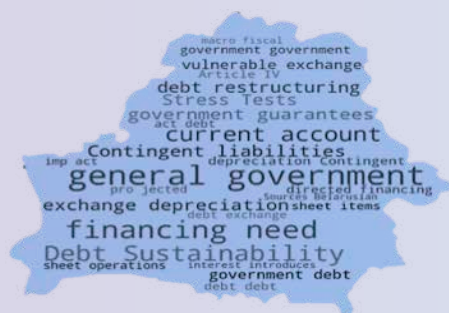


Рисунок 2. Облако тегов по публикациям, Таджикистан



Рисунок 3. Облако тегов по публикациям, Кыргызстан



Рисунок 4. Облако тегов по публикациям, Армения



Источники: расчеты авторов.

В данном разделе мы рассматриваем влияние деятельности государственных предприятий на бюджетные и долговые позиции государств — участников ЕФСР. При исследовании этого сценария мы сфокусировались на обязательствах за рамками государственных кредитов и гарантий. Оценки уровня рисков во многом построены на экспертном суждении, что объясняется ограниченностью данных о финансовых результатах ключевых компаний и отсутствием информации об условиях заключаемых кредитных договоров. Сопоставив базовый и альтернативный сценарии, мы оцениваем потенциальное влияние реализации условных обязательств на бюджетные и долговые позиции стран.

Мы сфокусировали внимание на Беларуси и Таджикистане, двух государствах — участниках ЕФСР, отличающихся относительно высоким уровнем зависимости бюджетных показателей от финансовых результатов государственных предприятий. Армения была исключена из оценки, поскольку правительство страны заметно сократило число государственных компаний и по сравнению с другими государствами — участниками ЕФСР менее активно вовлечено в деятельность частного сектора. Уровень долговых обязательств государственных предприятий Армении составляет около 15% ВВП (Seiwald et al., 2019), тогда как в Таджикистане — 30% ВВП, а в Беларуси только проблемные займы государственных предприятий составляют 14% ВВП. Кыргызская Республика также

¹³ Облако тэгов визуализирует частоту использования отдельных фраз в текстах, связанных с анализом долговой устойчивости в Беларуси и Таджикистане, размер слова соответствует относительной частоте его использования. Представленные массивы выражений получены по данным публикаций за 2013–2020 годы.

исключена из стресс-тестирования, поскольку, по нашим оценкам, общий эффект от реализации условных обязательств государственных предприятий не превышает 2% ВВП.

Базовый сценарий

В базовом сценарии мы предполагаем умеренный восстановительный рост экономик стран — получателей средств ЕФСР. По нашим оценкам, годовой темп прироста ВВП в регионе деятельности ЕФСР в среднем составит 3,3% в 2021 году с дальнейшим замедлением до уровня 2,7%. Согласно планам правительств, в краткосрочной перспективе будет наблюдаться постепенная консолидация с целью перехода к равновесному экономическому росту. Так, согласно нашим оценкам, в 2021 году первичный дефицит Таджикистана сократится до 0,9% ВВП. Начиная с 2022 года прогнозируется его постепенный возврат к историческому среднему уровню в 2% ВВП. В Беларуси, напротив, в краткосрочной перспективе правительство будет продолжать проводить экспансионистскую налогово-бюджетную политику. Однако ожидаемое ослабление экономического роста в среднесрочной перспективе может заставить правительство перейти к более сдержанной бюджетной политике.

Таблица. Базовый сценарий: макроэкономические показатели

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Общие тренды						
Прирост реального ВВП, мир	-3,5	5,7	3,1	3,0	3,0	2,5
Цена нефти марки Urals, долл.	41,8	55	57	59	60	60
Прирост реального ВВП, Россия	-3,0	3,3	0,9	0,8	1,0	1,5
Беларусь						
Прирост реального ВВП	-0,9	2,1	-0,8	0,6	1,0	1,1
Первичный дефицит, % ВВП	0,0	1,3	0,6	0,2	0,4	0,8
Государственный долг, % ВВП	48,3	43,8	46,2	47,4	47,3	45,9
Таджикистан						
Прирост реального ВВП	4,5	7,7	7,2	6,6	6,1	5,5
Первичный дефицит, % ВВП	1,8	0,9	1,5	1,4	1,7	1,6
Государственный долг, % ВВП	49,7	47,0	46,1	44,4	43,2	42,3

Источник: расчеты авторов.

Согласно базовому сценарию, мы полагаем, что к 2025 году отношение государственного долга к ВВП в обеих странах снизится относительно уровня 2020 года. Но если государственный долг Таджикистана будет снижаться постепенно на протяжении всего прогнозного периода, то в Беларуси после снижения уровня долга в 2021–2022 годах данный показатель, вероятно, перейдет к небольшому росту. В целом восстановление стран — получателей средств ЕФСР будет неравномерным, находясь под влиянием различных внешних и внутренних факторов.

Стрессовый сценарий, предполагающий реализацию условных обязательств

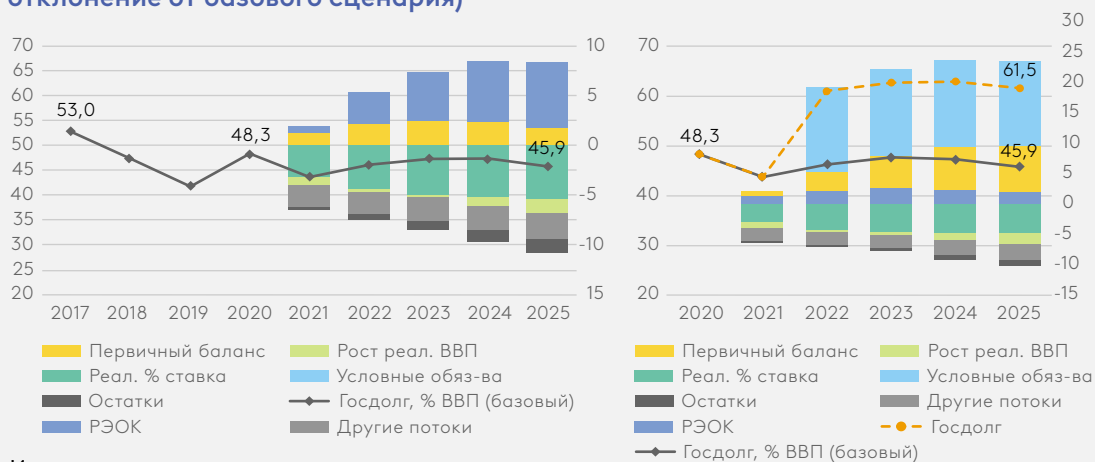
В основе стрессового сценария лежит предположение о том, что некоторые государственные предприятия не смогут обслуживать свои обязательства. В этом случае правительства будут вынуждены принимать меры для их поддержки. Проблема может оказаться довольно серьезной, учитывая объем операций государственных компаний и их относительно низкую эффективность.

В случае Беларуси и Таджикистана мы оцениваем потенциальный размер шока, связанного с реализацией условных обязательств, в 14% ВВП и 12,1% ВВП соответственно. Эти допущения сделаны с учетом размера государственного сектора, показателей его экономической эффективности и уровня задолженности.

Беларусь

В 2020 году белорусская экономика продолжала испытывать давление со стороны ряда внутренних и внешних факторов. Со стороны внутренних факторов одним из источников риска была убыточность государственных предприятий, что является структурной проблемой белорусской экономики. В 2020 году доля убыточных государственных предприятий выросла до 13,1% по сравнению с 11,4% в 2019 году. Активное взаимодействие между белорусскими государственными предприятиями и государственными банками привело к тому, что финансовое положение последних также ухудшилось, что может потребовать вмешательства со стороны государства. Объемы подобной поддержки могут оказаться значительными, учитывая масштабы государственного банковского сектора, в котором сосредоточено 64,6% всех банковских активов. В 2020 году в результате увеличившегося финансирования, прежде всего государственных предприятий в области промышленности, общий объем требований государственных банков к экономике вырос на 29% (НБ РБ, 2021).

Рисунок 38. Динамика государственного долга (базовый сценарий: вклад в изменение отношения долга к ВВП, % ВВП; неблагоприятный сценарий: отклонение от базового сценария)



Для количественной оценки влияния риска мы рассмотрели альтернативный сценарий, предусматривающий шок в размере 14% ВВП, что соответствует общей сумме проблемных займов государственных корпораций (Kalechic, 2021). Шок применен к показателям 2022 года. Согласно нашим расчетам, в рамках рискованного сценария в 2022 году государственный долг Беларуси может увеличиться почти до 61% ВВП по сравнению с 46% ВВП в базовом сценарии (Рисунок 38). В среднесрочной перспективе государственный долг останется на уровне выше 61% ВВП, что соответствует общей долговой динамике базового сценария. Но рост уровня долга — это лишь одна сторона проблемы. Другой важный аспект — потребность страны в финансировании. По нашим оценкам, в краткосрочной перспективе шок, связанный с реализацией условных обязательств, приведет к резкому росту финансовых потребностей. С учетом этого давления стране нужно будет привлечь значительные заемные ресурсы, однако в условиях ограниченной международной поддержки и почти закрытого доступа к рынкам капитала Беларусь может столкнуться с серьезными рисками платежеспособности и ликвидности. К 2025 году потребности Беларуси в финансировании, вероятно, немного сократятся, однако они будут и дальше являться источником угрозы для долговой устойчивости, особенно учитывая подверженность страны негативным внутренним и внешним факторам и ее ограниченный доступ к финансированию.

Таджикистан

В Таджикистане также имеется значительный риск реализации условных обязательств. По нашим оценкам, шок будет складываться под влиянием нескольких факторов.

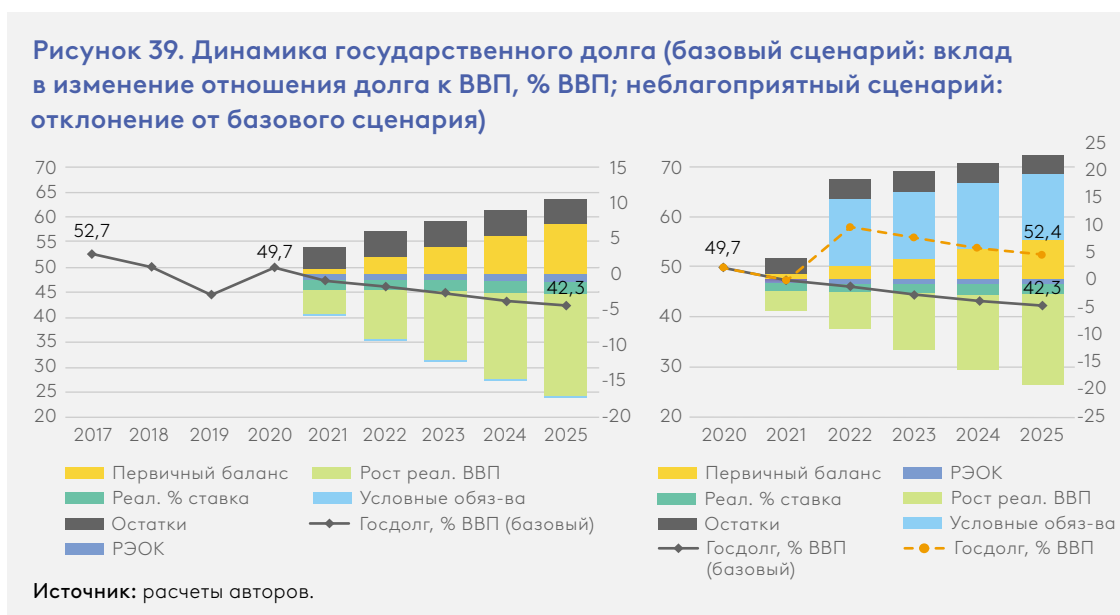
- Одним из существенных рисков остается просроченная задолженность ОАХК «Барки Точик». По состоянию на конец 2020 года непогашенный долг компании перед правительством превышал 20% ВВП¹⁴ (Электроэнергетический совет СНГ, 2021). Помимо этих обязательств, ОАХК «Барки Точик» имеет ряд обязательств, предоставленных таджикскими банками и поставщиками электроэнергии, в том числе Сангтудинской ГЭС-2 и Сангтудинской ГЭС-1. По состоянию на конец 2020 года совокупный объем обязательств ОАХК «Барки Точик» перед этими поставщиками электроэнергии составлял около 4 млрд сомони, или 4,5% ВВП. С учетом задолженности перед другими поставщиками и местными банками этот показатель может превышать 8% ВВП. В целом сложившаяся долговая нагрузка характеризует достаточно тяжелое положение компании и сохраняющиеся банковские и бюджетные риски.
- Помимо этих обязательств, риски для бюджетных позиций Таджикистана могут быть связаны с предоставлением ОАО «Таджиктрансгаз» китайского кредита на строительство газопровода. Во-первых, реализация проекта в настоящее время приостановлена; во-вторых, ОАО «Таджиктрансгаз» является государственной компанией, и, следовательно, ее задолженности могут материализоваться в обязательства правительства Таджикистана. Общий объем этих долговых обязательств составляет 4% ВВП.

¹⁴ С учетом штрафов за несвоевременное погашение.

Объединив эти риски, в совокупности составляющие около 12,1% ВВП, мы провели комплексное стресс-тестирование долговой устойчивости Таджикистана.

По нашим оценкам, реализация условных обязательств может заметно ухудшить долговые позиции Таджикистана. В рамках неблагоприятного сценария в 2022 году уровень долговых обязательств может вырасти до 58% ВВП (Рисунок 39). В среднесрочной перспективе государственный долг будет постепенно снижаться, прежде всего за счет устойчивого экономического роста. В 2025 году уровень долга Таджикистана составит 52% ВВП. Тем не менее к концу 2025 года страна не сможет сократить свои обязательства до уровня, сложившегося до 2022 года.

Анализ финансовых потребностей Таджикистана указывает на рост бюджетной нагрузки в 2022 году. В долгосрочном периоде рост финансовых потребностей будет обусловлен не столько бюджетными показателями, сколько увеличившимися платежами за обслуживание и погашение долга. Однако, учитывая тот факт, что Таджикистан относится к категории стран с низким уровнем дохода, у него сохраняется доступ к льготным заимствованиям, что, вероятно, станет основным источником финансирования. При соответствующем допущении мы не прогнозируем реализации существенных финансовых рисков на среднесрочном горизонте. Однако по завершении льготного периода правительству рекомендуется сосредоточить внимание на укреплении бюджетных позиций страны.



В целом следует отметить довольно высокий уровень рисков, связанных с реализацией условных обязательств в Беларуси и Таджикистане. В этой связи странам рекомендуется разработать комплексную налогово-бюджетную стратегию, предусматривающую совершенствование системы управления бюджетными ресурсами, повышение уровня транспарентности фискальных и квази-фискальных операций и оптимизацию деятельности государственных компаний. Учитывая значительное влияние госкомпаний друг на друга, а также на финансовый сектор, правительствам рекомендуется проводить регулярную оценку состояния государственных предприятий и потенциальных рисков.

7. Заключение и рекомендации

Совершенствование системы управления государственными финансами в странах — получателях средств ЕФСР и снижение уровня их бюджетных рисков являются важными факторами, способствующими улучшению долговой устойчивости. До начала пандемии COVID-19 страны ЕФСР достигли заметных успехов на пути к повышению долгосрочной долговой стабильности, однако падение экономической активности вместе с ростом бюджетного дефицита существенно нивелировали достижение прошлых лет, ослабив их долговые позиции. В результате актуальным вопросом стало повышение бюджетной устойчивости стран. Кроме того, в условиях неопределенности стало очевидно, что проблема бюджетной и долговой устойчивости не может ограничиваться только вопросами суверенного долга. Проблемы, связанные с наращиванием обязательств частных и государственных предприятий, стали очевидными, так как во время кризиса многим странам пришлось спасать системно значимые компании и банки и принимать меры по минимизации кредитных рисков, обусловленных государственными гарантиями.

С целью анализа общих долговых позиций государств — участников ЕФСР мы собрали показатели частного и государственного долга с отдельным фокусом на обязательства государственных предприятий. Получив общее представление об уровне долга, мы провели последующее сравнение стран — получателей средств ЕФСР на предмет их фискальных и долговых рисков. Подобный подход позволил найти пробелы в публикуемых данных по частному и государственному долгу. Мы также попытались представить более детальную картину бюджетных и долговых позиций государств — участников ЕФСР, объединив широкий набор долговых инструментов. В рамках этого анализа мы рассмотрели дополнительные категории, оказывающие влияние на бюджетные и долговые показатели, в частности: государственные гарантии, кредиты, предоставленные по субзаемным соглашениям, и экономическую деятельность государственных предприятий. Анализ этих показателей также позволил выявить проблемы прозрачности данных. Тем не менее важно отметить ряд ограничений, характеризующих это исследование. Во-первых, в исследовании не проводился сбор и анализ финансовых показателей всех государственных компаний, прежде всего из-за того, что данные были закрытыми или недоступными. Во-вторых, в работе не предполагался анализ рисков, связанных с деятельностью ГЧП, так же как и влияние деятельности финансового сектора на долговую устойчивость государств — участников ЕФСР, хотя эти шоки могут быть значительными (учитывая уровень взаимодействия между государственными предприятиями и государственными банками). Соответственно, мы делаем вывод о том, что исследование долговых возможностей стран ЕФСР может быть расширено за счет проведения детального анализа финансовых показателей государственных предприятий и учета рисков финансового сектора. Результаты исследования подтверждают, что информация о фискальных и квазифискальных рисках остается недостаточно прозрачной, что в целом соответствует ситуации в других странах со схожим уровнем развития. По данным МВФ, лишь несколько стран в полном объеме предоставляют информацию о деятельности государственно-частных партнерств и анализируют влияние квазифискальных рисков (Рисунок 40). В странах ЕФСР эти проблемы связаны с эффективностью и регулярностью предоставления статистических данных. Кроме того, в ряде стран ЕФСР сохраняется практика предоставления кредитных ресурсов убыточным компаниям в рамках субзаемных соглашений. Данные по таким займам непрозрачны и требуют дополнительной оценки рисков

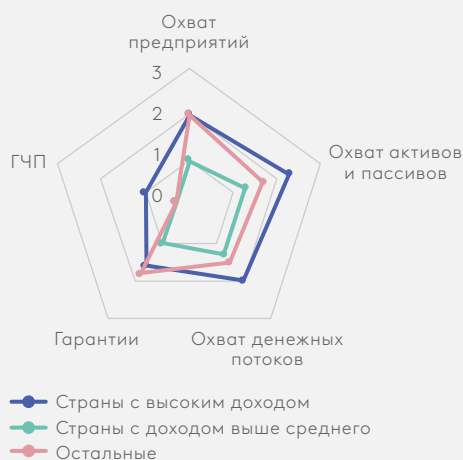
с учетом возникающих дополнительных финансовых потребностей. Из всех государств — участников ЕФСР Армения представляет наиболее полную и регулярную (ежемесячную) отчетность по программам субкредитования, тогда как остальные страны публикуют эту информацию несистематически и не включают в стандартные формы бюджетной и долговой отчетности.

Согласно исследованиям Всемирного банка (World Bank, 2019a), риски, связанные с кредитованием в рамках субзаемных соглашений и деятельностью местных органов власти, по-прежнему являются наиболее значимыми. Результаты опроса, в котором приняли участие специалисты по управлению долгом из 43 стран, указывают на то, что основными источниками рисков реализации условных обязательств остаются государственные гарантии, государственные предприятия и местные органы государственной власти. В 2019 году для 70% респондентов наиболее существенные риски были связаны с государственными гарантиями. При этом 60% респондентов уверены, что к снижению бюджетных возможностей может привести финансовая уязвимость государственных предприятий и субнациональных органов государственной власти (Рисунок 41). Остальные факторы воспринимаются как менее опасные, однако и они могут стать источником дополнительных бюджетных издержек.

В результате рекомендации, вытекающие из нашего анализа, заключаются в следующем.

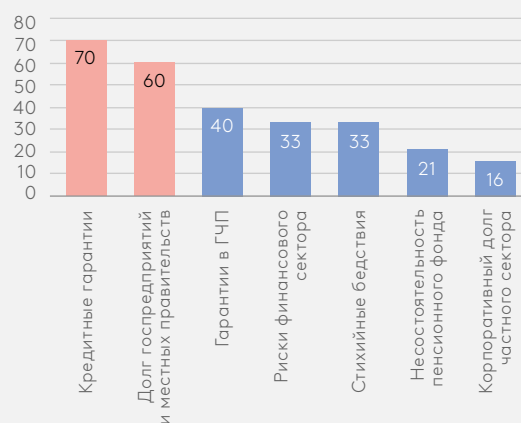
Во-первых, важно помнить, что совокупный долг не сводится исключительно к суверенному долгу. Соответственно, рекомендуется уделить больше внимания другим секторам финансирования, учитывая прямые и косвенные факторы. Первым шагом в этом направлении может стать регулярный мониторинг финансовых отчетов государственных компаний и банков. Это предполагает необходимость проведения анализа квазифискальных операций и оценки влияния таких операций на финансовые результаты компаний и их взаимосвязи с бюджетом.

Рисунок 40. Оценка бюджетной прозрачности по методике МВФ: слабые места в бюджетной отчетности и раскрытии информации о рисках



Источник: МВФ.

Рисунок 41. Мнение респондентов по вопросу о том, какие условные обязательства могут наиболее сильно повлиять на их правительства (N = 43 страны), %



Источник: Lee A, Bachmair F., 2019.

Необходимо также в полном объеме раскрывать информацию о государственных гарантиях и субзаемных соглашениях с описанием их условий. Например, правительство Беларуси публикует данные о выданных государственных гарантиях, но не об условиях соответствующих договоров, что сохраняет высокий уровень неопределенности относительно реального уровня бюджетной устойчивости страны и эффективности государственных предприятий. Это в свою очередь может привести к повышению премии за риск и ухудшению условий заимствования.

Во-вторых, рекомендуется **проводить комплексное исследование рисков**, включая риски, связанные с субзаемами, государственными гарантиями и деятельностью государственных компаний, с особым фокусом на убыточных организациях. Такой анализ должен отражать вероятность возникновения рисков, связанных с реализацией условных обязательств, и их потенциальное влияние на бюджет страны. Комплексный анализ рисков подразумевает необходимость рассмотрения не только долговых обязательств, но и общей потребности в финансировании и привлечении заимствований.

В настоящем исследовании мы также проанализировали риски долговой устойчивости государств — участников ЕФСР, связанные с реализацией условных обязательств со стороны государственных предприятий. По нашим оценкам, реализация данного шока приведет к существенному приросту уровня государственного долга. Низкий уровень платежеспособности отдельных государственных предприятий остается одним из важнейших факторов, ведущих к росту долговых обязательств. Реализация подобного шока может иметь достаточно серьезные последствия — снижение кредитного рейтинга страны или спад экономической активности. Это приведет к существенному увеличению финансовых потребностей и необходимости дополнительного привлечения заемных средств. Особую значимость представляет оценка долговой устойчивости государственных компаний, что может стать основой эффективного управления рисками. Опираясь на результаты оценки, правительства смогут выработать меры, направленные на уменьшение уровня неопределенности и сокращение потенциальных рисков, или сформировать резервы на случай возникновения долгового кризиса. Комплексный анализ рисков подразумевает необходимость рассмотрения не только долговых обязательств, но и общей потребности в финансировании и привлечении заимствований.

В-третьих, важной компонентой комплексного долгового анализа является **транспарентность данных**. Полная и понятная информация о различных источниках условных обязательств может повысить уровень доверия и положительно сказаться на кредитном рейтинге страны. Это, в свою очередь, может снизить премию за риск и стоимость заимствований. Что касается действия внутренних факторов, транспарентность может повысить эффективность налогово-бюджетной политики, особенно в части управления долговыми обязательствами. Помимо этого, качественное прогнозирование и стресс-тестирование помогут расширить пространство для маневрирования в управлении бюджетными средствами. Следует отметить, что в краткосрочной перспективе решение повысить уровень транспарентности может несколько ослабить кредитные рейтинги страны, однако впоследствии они обычно восстанавливаются и страны могут привлекать дополнительное финансирование на более выгодных условиях.

Список литературы

Министерство финансов Республики Армения (1997) Закон о бюджетной системе. Доступно на: https://minfin.am/website/images/website/iravakan_akter/orenqner/byujetaryin/byujetaryin.pdf (Просмотрено 15 июля 2021).

Министерство экономики и финансов Кыргызской Республики (2020) Стратегия управления государственным долгом Кыргызской Республики на 2020–2023 годы. Доступно на: <http://cbd.minjust.gov.kg/act/view/ru-ru/157632?cl=ru-ru> (Просмотрено 3 июля 2021).

Национальный банк Республики Беларусь (2021) Финансовая устойчивость в Республике Беларусь. Доступно на: <https://www.nbrb.by/publications/finstabrep/finstab2020.pdf> (Просмотрено 27 июня 2021).

Электроэнергетический совет СНГ (2021) Правительство Таджикистана простило ОАХК «Барки точик» долги на сумму около \$500 млн. Доступно на: http://energo-cis.ru/news/pravitelstvo_tadzhik1613633761/ (Просмотрено 2 августа 2021).

Abraham, F., Cortina, J., Schmukler, S. (2020) Growth of Global Corporate Debt: Main Facts and Policy Challenges. World Bank Policy Research Working Paper, 9394. Available at: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34480> (Accessed 25 June 2021).

ADB (2021) Tajikistan Economy to Rebound in 2021 and 2022 — ADB. Available at: <https://www.adb.org/news/tajikistan-economy-rebound-2021-and-2022-ADB> (Accessed 20 June 2021).

Adrogué, R. (2005) IV Fiscal Sustainability: A Value-at-Risk Approach. In Central America. IMF. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/view/books/084/01134-9781589064461-en/ch04.xml> (Accessed 25 June 2021).

Bachmair, F., Bogoev, J. (2018) Assessment of Contingent Liabilities and their Impact on Debt Dynamics in South Africa. MTI Global Practice Discussion Paper, World Bank. Available at: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/29910> (Accessed 23 June 2021).

Baum, A., Medas, P., Soler, A., Sy, M. (2020). Back Matter. IMF Working Paper, WP/20/213. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2020/213/article-A999-en.xml> (Accessed 27 June 2021).

BEROC (2021) The Consequence of the “Export Ban” Will Be Losses of about 6% of GDP. BEROC. Available at: <https://beroc.org/media/press/ekonomist-posledstviem-eksportnogo-bana-stanut-poteri-primerno-6-vvp/> (Accessed 20 July 2021).

Bova E., Ruiz-Arranz M., Toscani F., Ture, H. (2016) The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset. IMF Working Paper, WP/16/14. Available at: <https://doi.org/10.5089/9781498303606.001> (Accessed 20 June 2021).

Bower, U. (2017) State-Owned Enterprises in Emerging Europe: The Good, the Bad, and the Ugly. IMF Working Paper, WP/17/221 Available at: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2017/wp17221.ashx> (Accessed 29 June 2021).

Brière, M., Ferrarini, B., Ramayandi, A. (2016) Contingent Claims Analysis of Sovereign Debt Sustainability in Asian Emerging Markets. ADB Economics Working Paper Series, 486. Available at: <https://www.adb.org/publications/csa-sovereign-debt-sustainability-asian-emerging-markets> (Accessed 20 June 2021).

Cebotari, A. (2008) Contingent Liabilities: Issues and Practice. IMF Working Paper, WP/08/245. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Contingent-Liabilities-Issues-and-Practice-22398> (Accessed 28 June 2021).

Chow, J., Morsink, J. (2015) Stress Testing Corporate Balance Sheets in Emerging Economies. IMF Working Paper, WP/15/216. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2015/216/article-A001-en.xml> (Accessed 2 July 2021).

Ehrke, J., Shymanovich, G., Kirchner, R. (2014) Improving the Management of State-Owned Enterprises in Belarus. Policy Discussion Paper of the IPM Research Center, PP/03/2014 Available at: <https://www.get-belarus.de/wordpress/wp-content/uploads/2014/10/pp2014e03.pdf> (Accessed 16 July 2021).

Favaro, E., Smits, K., Bakanova, M. (2012) Structural Challenges for SOEs in Belarus: A Case Study of the Machine Building Sector. Policy research working papers, World Bank. Available at: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-6010> (Accessed 27 July 2021).

Ferrarini, B., Hinojales, M. (2018) State-Owned Enterprises Leverage as a Contingency in Public Debt Sustainability Analysis: The Case of the People's Republic of China. Asian Development Bank. Available at: <http://dx.doi.org/10.22617/WPS189202-2> (Accessed 30 June 2021).

Gapen, M., Gray, D., Hoon Lim, C., Xiao, Y. (2004) The Contingent Claims Approach to Corporate Vulnerability Analysis: Estimating Default Risk and Economy-Wide Risk Transfer. IMF Working Paper, WP/04/121 Available at: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2004/121/article-A001-en.xml> (Accessed 3 July 2021).

Gray, D., Gross, M., Paredes, J., Sydow, M. (2013) Modeling Banking, Sovereign, and Macro Risk in a CCA Global VAR. IMF Working Paper, WP/13/218. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/journals/001/2013/218/article-A000-en.xml> (Accessed 28 June 2021).

Gruzinskaya, E. (2019) Cooperation of the Republic of Belarus and the People's Republic of China in the Area of Credits and Investments. The National Bank of the Republic of Belarus. Available at: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10604.pdf> (Accessed 2 July 2021).

Hambardzumyan, A. (2020) Financial Reporting for Debt and Investment Transparency. Available at: https://cfr.worldbank.org/sites/default/files/2020-12/Country%20Presentation_ARMENIA_Debt_Transparency%20ENG.pdf (Accessed 19 July 2021).

IMF (2013) Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf> (Accessed 10 June 2021).

IMF (2016) Analyzing and Managing Fiscal Risks — Best Practices. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/050416.pdf> (Accessed 4 July 2021).

IMF (2018a) Global Debt Database. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/05/14/Global-Debt-Database-Methodology-and-Sources-45838> (Accessed 5 July 2021).

IMF (2018b) 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 10 June 2021).

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 10 June 2021).

IMF (2021) Fiscal Monitor: Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic. Available at: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19> (Accessed 17 July 2021).

Indecon (2017) Safeguard against Fiscal and State-owned Enterprise Risks. Available at: <https://indecon.de/en/project/tajikistan-fiscal-risk-management-soe/> (Accessed 19 July 2021).

Kalechic, D. (2021) Ensuring Financial Stability in 2020 and Objectives for 2021. Available at: <https://www.nbrb.by/top/pdf/obespechenie-finansovoj-stabilnosti-v-2020-godu-i-zadachi-na-2021-god.pdf> (Accessed 27 May 2021).

Kose, M., Nagle, P., Ohnsorge, F., Sugawara, N. (2020) Global Waves of Debt. Causes and Consequences. World Bank. Available at: <http://hdl.handle.net/10986/32809> (Accessed 24 May 2021).

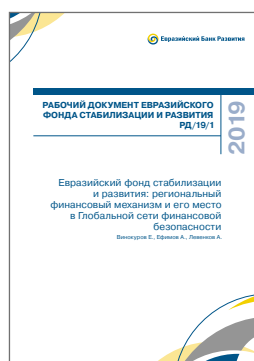
Lee, A., Bachmair, F. (2019) A Look Inside the Mind of Debt Managers: A Survey on Contingent Liabilities Risk Management. Available at: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/320261553265505172-0340022019/original/PDmpublicationALookInsidetheMindofDebtManagers.pdf> (Accessed 16 June 2021).

Mbaye, S., Badia, M., Chae, K., Pattillo, C. (2020) Global Debt Database: Methodology and Sources. IMF Working Papers, WP/18/111. Available at: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2018/wp18111.ashx> (Accessed 5 July 2021).

Mulas-Granados, C., Jaramillo, L., Kimani, E. (2016) The Blind Side of Public Debt Spikes. IMF Working Papers, WP/16/202. Available at: <https://doi.org/10.5089/9781475545043.001> (Accessed 7 July 2021).

OECD (2018) State-Owned Enterprises and Corruption: What Are the Risks and What Can Be Done? OECD Publishing, Paris. Available at: <https://www.oecd.org/corruption-integrity/reports/state-owned-enterprises-and-corruption-9789264303058-en.html> (Accessed 1 July 2021).

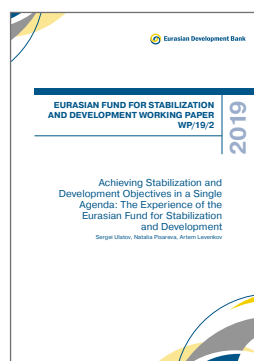
- OECD (2020) OECD.Stat: Quarterly Public Sector Debt. Available at: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=QASA_TABLE7PSD (Accessed 4 July 2021).
- Polackova-Brix, H., Schick, A. (2002) Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risks. World Bank and Oxford University Press. Available at: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/15233> (Accessed 24 May 2021).
- Prats, J., Moskovits, C. (2020) Valuation of Credit Guarantees to State-owned Enterprises. Asian Development Bank. Available at: <http://dx.doi.org/10.18235/0002480> (Accessed 16 July 2021).
- Razlog, L., Irwin, T., Marrison, C. (2020) A Framework for Managing Government Guarantees. MTI Global Practice Discussion Paper, World Bank. Available at: <http://hdl.handle.net/10986/33828> (Accessed 29 May 2021).
- Ruch, F.U. (2020) Prospects, Risks, and Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies. World Bank Policy Research Working Paper, 9181. Available at: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33441> (Accessed 29 May 2021).
- Rudy, K. (2021). Belarus-China: Avoiding the Debt Trap. IntechOpen. Available at: <https://www.intechopen.com/online-first/belarus-china-avoiding-the-debt-trap> (Accessed 17 July 2021).
- Seiwald, J., Rahim, F., Karolova, V., Zohrab, J., Janvelyan, V., Tandberg, E. (2019) Republic of Armenia Fiscal Transparency Evaluation. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2019/cr19134.pdf> (Accessed 15 July 2021).
- Skakova, D., Livny, E. (2020) Tajikistan Diagnostic. EBRD. Available at: <https://www.ebrd.com/documents/strategy-and-policy-coordination/tajikistan-diagnostic.pdf> (Accessed 14 July 2021).
- Tabak, P., Borkovic, S. (2020) Economic Performance of State-Owned Enterprises in Emerging Economies: A Cross-Country Study. EBRD. Available at: <https://www.ebrd.com/what-we-do/economic-research-and-data/cse-economists/economic-performance-soes-in-emerging-economies.html> (Accessed 5 July 2021).
- Tiftik, M., Mahmood, K. (2021) Global Debt Monitor COVID Drives Debt Surge — Stabilization Ahead? IIF. Available at: https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_Feb2021_vf.pdf (Accessed 2 June 2021).
- Towe, A. (1991) The Budgetary Control and Fiscal Impact of Government Contingent Liabilities. IMF Staff Papers. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/1991/004/article-A005-en.xml> (Accessed 29 May 2021).
- Vinokurov, E., Lavrova, N., Petrenko, V. (2020a) Kyrgyz Republic Debt Sustainability and External Shocks. EFSD Working Paper, WP/20/1. Available at: <https://efsd.eabr.org/en/research/working-papers/efsd-working-paper-rd-20-1-kyrgyz-republic-debt-sustainability-and-external-shocks/> (Accessed 18 July 2021).
- Vinokurov, E., Lavrova, N., Petrenko, V. (2020b) Tajikistan and the Kyrgyz Republic Post-COVID-19: Debt Sustainability, Financing Needs, and Resilience to Shocks. EFSD Working Paper, WP/20/3. Available at: <https://efsd.eabr.org/en/research/working-papers/efsd-working-paper-rd-20-3-tajikistan-and-the-kyrgyz-republic-post-covid-2019-debt-sustainability-fi/> (Accessed 18 July 2021).
- Weber, A. (2012) Stock Flow Adjustments and Fiscal Transparency: A Cross Country Comparison. IMF Working Papers, WP/12/39. Available at: https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2012/_wp1239.ashx (Accessed 30 May 2021).
- World Bank Group (2018) Changing Regional Environment: Critical to Capitalize. Available at: <https://pubdocs.worldbank.org/en/366221532077364053/TJ-economic-update-1807-en.pdf> (Accessed 30 May 2021).
- World Bank Group (2019a) Assessing and Managing Credit Risk from Contingent Liabilities: A Focus on Government Guarantees. Available at: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/294941565898518464-0340022019/original/LeanningandTrainingNotesAssessingandManagingRiskfromCLsFinalAugust152019.pdf> (Accessed 30 May 2021).
- World Bank Group (2019b) Tajikistan Country Economic Memorandum Nurturing Tajikistan's Growth Potential. Available at: <https://documents.worldbank.org/curated/en/283081560956198220> (Accessed 13 July 2021).
- World Bank Group (2020) Kyrgyz Republic Integrated State-Owned Enterprises Framework (iSOEF) Assessment. Available at: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/35581/Kyrgyz-Republic-Integrated-State-Owned-Enterprises-Framework-iSOEF-Assessment.pdf?sequence=1> (Accessed 28 July 2021).



Рабочий документ РД/19/1 (RU/EN)

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

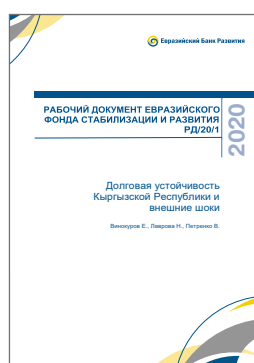
Целью первого рабочего документа является преодоление разрыва в понимании динамики развития EFSD и его места в Глобальной сети финансовой безопасности (GFSN) и финансовой архитектуры региона.



Рабочий документ РД/19/2 (EN)

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

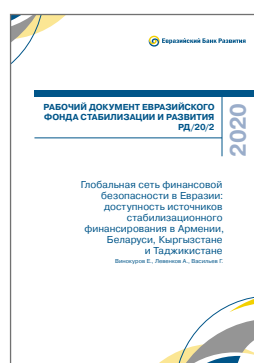
В этом исследовании проанализирован опыт ЕФСР, свидетельствующий о том, что в контексте стран с низким уровнем дохода мандат РФМ в области стабилизации может быть дополнен задачами по развитию.



Рабочий документ РД/20/1 (RU/EN)

Долговая устойчивость Кыргызской Республики и внешние шоки

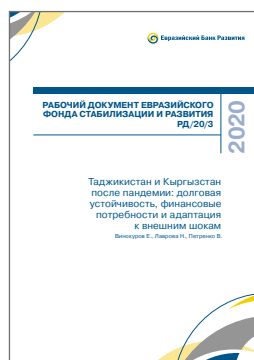
Документ содержит методологический и эмпирический анализ долговой устойчивости Кыргызстана. В работе дана оценка эффекта различных видов шоков на долговую устойчивость страны.



Рабочий документ РД/20/2 (RU/EN)

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

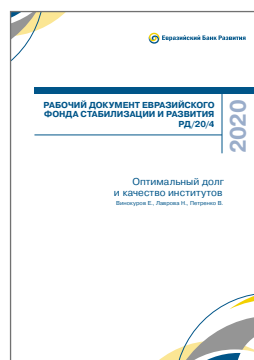
В аналитическом документе учтены шесть источников антикризисного финансирования.



Рабочий документ РД/20/3 (RU/EN)

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

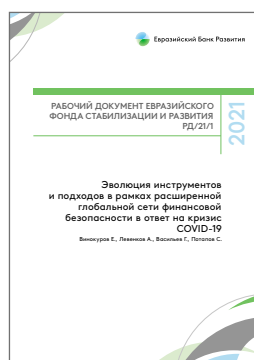
Пандемия COVID-19 продемонстрировала чувствительность экономик и долговых позиций стран к целому ряду потрясений.



Рабочий документ РД/20/4 (RU/EN)

Оптимальный долг и качество институтов

Текущий кризис, вызванный пандемией COVID-19, поставил многие страны перед выбором – стимулировать экономическое развитие за счет наращивания долговых обязательств или сосредоточиться на бюджетной устойчивости в условиях макроэкономической неопределенности.



Рабочий документ РД/21/1 (RU/EN)

Эволюция инструментов и подходов в рамках расширенной Глобальной сети финансовой безопасности в ответ на кризис COVID-19

Авторы проанализировали реакцию элементов ГСФБ на кризис, вызванный пандемией COVID-19, в масштабе мировой экономики и на уровне региона операций ЕФСР.



Евразийский Банк Развития

Винокуров Е., Лаврова Н., Талтаев Д.

«Совокупный долг — это не только суверенные кредиты.
Условные обязательства в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане»

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