

УДК 338.24

## Государственный долг в странах Центральной Азии: риски и подходы к управлению

**Никонов И.В., Радионов С.А., Мухаметов О.Р.**

Одним из глобальных макроэкономических трендов последних лет является наращивание государственного долга многими развитыми и развивающимися странами. Начавшийся в 2021 г. глобальный цикл повышения процентных ставок создает риски для долговой устойчивости, особенно в развивающихся странах. Эти тренды определяют растущую актуальность исследований в области устойчивости государственного долга. В работе проведен обзор состояния и анализ основных факторов динамики государственного долга четырех стран Центральной Азии – Республики Казахстан, Кыргызской Республики, Республики Узбекистан, Республики Таджикистан. Показано, что состояние государственного долга в этих странах значительно отличается. Так, существенно различны показатели размера долга, его структура, а также подходы к управлению долгом. В работе, в частности, описана история размещения этими странами еврооблигаций, показано, что эффективность использования этого инструмента в рассматриваемых странах значительно отличалась. Приведены результаты факторной декомпозиции роста государственного долга, позволяющей оценить источники рисков долговой устойчивости. Показано, что для Республики Казахстан основным фактором риска является дефицит бюджета, в то время как для остальных рассматриваемых стран основным фактором риска является девальвация национальной валюты.

На основе приведенного анализа сделаны рекомендации по совершенствованию управления государственным долгом, которые представляются весьма важными для снижения рисков устойчивости государственного долга

---

**Никонов Иван Валерьевич** – н.с. Центра макроэкономических исследований, Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации. E-mail: nikonov@nifi.ru

**Радионов Станислав Андреевич** – к.э.н., н.с. Центра макроэкономических исследований, Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации; н.с. ФИАН им. П.Н. Лебедева. E-mail: saradionov@edu.hse.ru

**Мухаметов Оскар Рустямович** – м.н.с. Центра макроэкономических исследований, Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации. E-mail: omukhametov@nifi.ru

Статья поступила: 03.08.2023/Статья принята: 09.11.2023.

рассматриваемых стран. Рекомендации включают в себя уточнение методологии учета обязательств, повышение прозрачности данных о государственном долге, разработку основанной на декомпозиции роста долга системы оценки рисков, внедрение бюджетных правил или других законодательно закрепленных ограничений на динамику долга, развитие внутреннего долгового рынка.

**Ключевые слова:** Центральная Азия; государственный долг; долговая устойчивость; бюджетные правила.

**DOI:** 10.17323/1813-8691-2023-27-4-550-573

**Для цитирования:** Никонов И.В., Радионов С.А., Мухаметов О.Р. Государственный долг в странах Центральной Азии: риски и подходы к управлению. *Экономический журнал ВШЭ*. 2023; 27(4): 550–573.

**For citation:** Nikonov I.V., Radionov S.A., Mukhametov O.R. National Debt in Central Asia: Risks and Management Approaches. *HSE Economic Journal*. 2023; 27(4): 550–573. (In Russ.)

## 1. Введение

В последние годы государственный долг увеличивался как в развитых, так и в развивающихся странах, что было обусловлено сначала бюджетными расходами в период восстановления после мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., а впоследствии – значительным фискальным импульсом в условиях пандемии COVID-19. Несмотря на то, что долговая нагрузка в развитых странах остается существенно выше, чем в развивающихся экономиках, именно страны со средним уровнем доходов демонстрировали максимальные темпы увеличения государственного долга. По данным МВФ, если в 2014 г. средний уровень государственного долга в странах со средним уровнем доходов составлял 41% ВВП, то к 2022 г. он достиг 66% ВВП. В развитых странах показатель в эти годы составлял 104% и 112% ВВП соответственно, а в странах с низким уровнем доходов – 31% и 48% ВВП соответственно. Прогноз МВФ на ближайшие годы также предполагает более быстрый рост государственного долга в группе стран со средним уровнем доходов (см. рис. 1).

В то же время текущая глобальная экономическая конъюнктура создает риски для устойчивости государственного долга (public debt sustainability), т.е. способности правительства обслуживать свои долговые обязательства без экстренного финансирования со стороны международных финансовых организаций, реструктуризации задолженности или объявления дефолта. Следует отметить, что в последние годы развивающиеся страны сталкиваются с наиболее острыми проблемами в сфере устойчивости государственного долга. С 2021 г. центральные банки – эмитенты ключевых резервных валют для борьбы с инфляцией перешли к ужесточению денежно-кредитной политики, прекратив программы покупки активов и постепенно повышая процентные ставки. Ужесточение денежно-кредитной политики в развитых странах может вызвать ослабление курса национальных валют развивающихся стран вследствие оттока капитала. Учитывая высокую долю внешних обязательств в структуре государственного долга развивающихся стран (в том числе льгот-

ные кредиты международных финансовых организаций), это приведет к росту долговой нагрузки относительно номинального ВВП. Кроме того, ужесточение денежно-кредитных условий на финансовых рынках потребует увеличения расходов на обслуживание кредитов с плавающей процентной ставкой, в то время как привлечение новых заимствований, в том числе для рефинансирования имеющейся задолженности, на приемлемых условиях будет осложнено. Неблагоприятные факторы, связанные с динамикой валютного курса, процентных ставок и ликвидностью, привели в 2022 г. к дефолту Шри-Ланки, Мали и Ганы, уязвимыми перед долговыми рисками остаются Аргентина, Сальвадор, Мозамбик и ряд других стран.

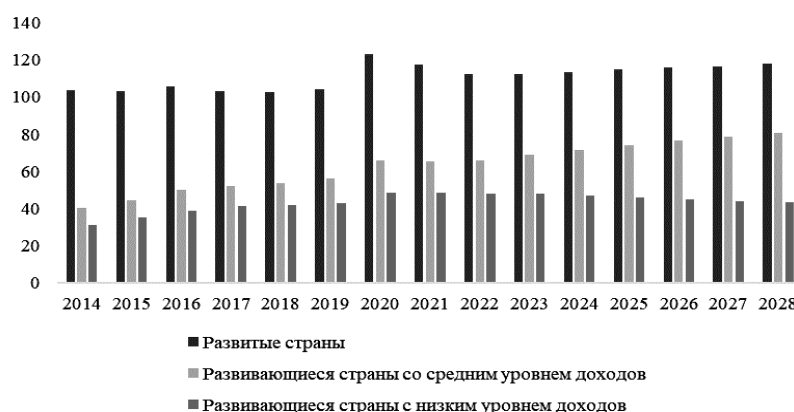


Рис. 1. Динамика государственного долга в странах с различным уровнем доходов, % ВВП

Таким образом, риски для долговой устойчивости развивающихся стран являются одной из наиболее острых проблем для мировой экономики, что обуславливает актуальность данного исследования. Объектом анализа являются страны Центральной Азии (Республика Казахстан, Кыргызская Республика, Республика Узбекистан, Республика Таджикистан), которые в текущей ситуации находятся в неоднозначном положении. С одной стороны, страны региона могут столкнуться с неустойчивостью государственного долга вследствие высокой доли внешних обязательств и волатильности обменного курса национальных валют. С другой стороны, в 2022 г. рассматриваемые страны демонстрировали высокие темпы экономического роста при невысокой скорости наращивания номинального государственного долга. Как следствие, отношение государственного долга к ВВП в 2022 г. в центральноазиатских республиках снизилось в противовес глобальной тенденциям. Например, в Республике Таджикистан за 2022 г. долговая нагрузка снизилась с 43% до 33% ВВП, а в Кыргызской Республике – с 59% до 52% ВВП. В то же время наблюдаемая благоприятная макроэкономическая ситуация в рассматриваемых странах носит временный характер, поэтому снижение долговой нагрузки является неустойчивым, и вопросы совершенствования управления государственным долгом (public debt management) с целью обеспечения устойчивости государственного долга (public debt sustainability) остаются для них актуальными. Учитывая экономические связи России и рассматриваемых стран, долговая устойчивость в странах региона важна и для России.

В разделе 2 представлен обзор литературы о рисках для долговой устойчивости и подходах к управлению ими. Раздел 3 посвящен описанию методологии исследования, четвертый – анализу динамики и структуры государственного долга в рассматриваемых странах Центральной Азии. В разделе 5 проводится декомпозиция факторов изменения долговой нагрузки. В заключении формулируются выводы о долговых рисках в рассматриваемых странах и основные рекомендации по управлению долговой устойчивостью.

## 2. Обзор литературы

В данном разделе мы фокусируемся главным образом на исследованиях, посвященных вопросам устойчивости государственного долга (*public debt sustainability*). Вопросам управления государственным долгом (*public debt management*), в том числе ключевому вопросу поиска оптимальной долговой политики, реализующей компромисс между минимизацией ожидаемой стоимости обслуживания долга и минимизацией бюджетных рисков, посвящена классическая книга [Missale, 1999] и другие работы этого автора.

Литература об устойчивости государственного долга и долговых рисках фокусируется на нескольких аспектах. Во-первых, какой уровень государственного долга является предельно допустимым, т.е. превышение которого оказывает негативное влияние на финансовую стабильность и экономический рост. Во-вторых, какие факторы могут привести к росту государственного долга до предельно допустимого уровня. В-третьих, какие механизмы и инструменты обеспечивают контроль над долговыми рисками и поддерживают устойчивость государственного долга.

Эмпирические оценки предельно допустимого уровня государственного долга отличаются в зависимости от применяемой методологии и объекта анализа. Например, исследования на основе широких панельных выборок из развитых и развивающихся стран продемонстрировали, что рост выпуска замедляется при превышении государственным долгом уровня 90% ВВП [Reinhart, Rogoff, 2010; Afonso, Jalles, 2013], а в странах еврозоны порог составляет около 70% ВВП [Checherita-Westphal, Rother, 2012]. При этом в развивающихся странах государственный долг начинает статистически значимо снижать рост ВВП при преодолении уровня около 50% ВВП [Law et al., 2021]. В то же время риск дефолта в развитых странах наблюдается при достаточно высокой долговой нагрузке, варьирующейся между 171% для Исландии и 334% ВВП для Южной Кореи [Fournier, Fall, 2017]. В развивающихся странах критический уровень государственного долга с точки зрения риска дефолта существенно ниже и характеризуется меньшим разбросом – 40–55% ВВП [Tran, 2018]. Таким образом, развивающиеся страны обладают значительно более узким пространством для накопления задолженности в сравнении с развитыми экономиками с точки зрения как влияния на рост ВВП, так и риска дефолта.

Уязвимость развивающихся стран перед рисками для долговой устойчивости обусловлена структурой их обязательств и макроэкономической нестабильностью. Так как локальные долговые рынки, особенно в малых экономиках, характеризуются волатильными и/или директивно устанавливаемыми процентными ставками, низкой ликвидностью и слабо развитой инфраструктурой, в структуре государственного долга преобладают внешние заимствования (часть из них, как правило, предоставляются международными организациями на льготных условиях). По этой причине долговая устойчивость может быть нарушена из-за резкого и значительного ослабления обменного курса, роста

процентных ставок за рубежом или сокращения валютной ликвидности [Dooley, 2000; Hawkins, Turner, 2000; Gill, Pinto, 2005]. Так как долг представлен в иностранной валюте, развивающиеся страны, как правило, ограничены в применении неортодоксальных макроэкономических мер (например, создание «неожиданной» инфляции или проведение финансовой репрессии) и вынуждены снижать долговую нагрузку, в основном, с помощью фискальной консолидации и ускорения роста ВВП [Reinhart et al., 2015].

Одним из элементов контроля над долговыми рисками являются бюджетные правила, которые начали вводиться с 1990-х годов и представляют собой официально закрепленные ограничения на фискальные агрегаты – государственный долг, баланс, расходы и доходы бюджета. Для развитых стран характерно применение комбинаций из 3–4 бюджетных правил, в то время как в развивающихся чаще всего используется сочетание ограничений на государственный долг и баланс бюджета [Лазарян и др., 2019]. После мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. бюджетные правила претерпели модификации и стали более гибкими: получили распространение «золотые правила» (они исключают государственные инвестиции из ограничений), коррекционные механизмы (в дополнение к долгосрочной цели по государственному долгу устанавливаются промежуточные уровни, превышение которых требует поэтапного ужесточения ограничений на отдельные фискальные агрегаты), а также исключаящие оговорки (подразумевают приостановку действия бюджетных правил в условиях чрезвычайной ситуации или рецессии) [Reuter, 2019; Ardanaz et al., 2021]. Кроме того, для мониторинга за соблюдением бюджетных правил стали создаваться независимые фискальные советы [Debrun, Kinda 2017].

Бюджетные правила проявили эффективность с точки зрения снижения процикличности фискальной политики, сокращения дефицита бюджета, обеспечения долговой устойчивости [Bergman, Hutchison, 2015; Maltritz, Wüste, 2015; Reuter, 2015; Bergman et al., 2016; Grembi et al., 2016; Afonso, Jalles, 2019; Gootjes et al., 2021]. При этом наиболее эффективными оказались ограничения на бюджетный баланс (в том числе скорректированный на стадию делового цикла) и бюджетные расходы (в том числе «золотое правило» с защитой государственных капиталовложений): соответствующие бюджетные правила позволяют стабилизировать фискальную политику, предотвращая накопление государственного долга до критического уровня [Nerlich, Reuter, 2015; Guerguil et al., 2017; Combes et al., 2017]. В то же время в современной научной дискуссии обсуждается отказ от бюджетных правил, что обусловлено частым нарушением правил и пересмотром целевых ограничений. Альтернативой бюджетным правилам могут выступить фискальные стандарты, при которых закрепляются основные принципы бюджетной устойчивости, в то время как количественные значения фискальных агрегатов определяются на основе регулярного анализа рисков и расчетов с помощью макроэкономического модельного аппарата [Blanchard et al., 2021].

Таким образом, поддержание устойчивости государственного долга требует не только установления предельно допустимого уровня долговой нагрузки, но и разработки операционных механизмов для контроля над рисками, которые ведут к увеличению задолженности. Исследования в этой области на примере стран Центральной Азии немногочисленны и ограничиваются страновыми обзорами международных организаций (см. например: [IMF, 2022]) и работами по отдельным странам региона [Ferrarini, Ramayandi, 2016]. Указанные исследования фокусируются преимущественно на траектории государственного долга и величине процентных расходов как индикаторах долговой устойчивости.

В данной статье подробно рассматриваются структура долга, факторы его изменения и национальные подходы к управлению рисками для долговой устойчивости.

### 3. Методология исследования и источники данных

Устойчивость государственного долга страны зависит не только от уровня задолженности, но и от структуры обязательств, учитывая их распределение по валюте платежа, величине процентных выплат, сроку погашения и т.п. [Debrun et al., 2019]. При этом необходимо также оценить, какие факторы приводили к увеличению долговой нагрузки в предыдущие периоды и, соответственно, выступают основными источниками рисков для устойчивости долга. В этой связи в данном исследовании риски для долговой устойчивости стран Центральной Азии рассматриваются сквозь призму структуры их обязательств, а также макроэкономических факторов, обусловивших рост государственного долга в последние годы.

На первом этапе мы анализируем динамику и структуру задолженности стран, учитывая соотношение внутренних и внешних обязательств, а также долю льготных займов и выпуски еврооблигаций (при наличии соответствующих данных). Далее проводится декомпозиция факторов изменения государственного долга в выбранных странах, которая отражает реализовавшиеся риски в последние годы. Факторная декомпозиция основана на уравнении динамики государственного долга, которое учитывает изменение долговой нагрузки в зависимости от изменения валютного курса, процентных ставок, роста ВВП, первичного баланса бюджета и прочих факторов. Аналогичный подход применяется МВФ при оценке долговой устойчивости отдельных стран (подробное описание подхода представлено в [IMF, 2013], примеры его применения доступны в обзорах МВФ [IMF, 2020; IMF, 2023]). В частности, факторная декомпозиция позволяет определить, насколько для обеспечения устойчивости государственного долга достаточно корректировки фискальной политики (в частности, первичного баланса бюджета) или же долговая устойчивость страны подвержена более широкому кругу рисков.

Уравнение динамики государственного долга имеет следующий вид:

$$(1) \quad d_t - d_{t-1} = \frac{1}{\mathfrak{D}_t} \left[ d_{t-1} \left( \frac{i_t^f d_{t-1}^f}{d_{t-1}} + \frac{i_t^d d_{t-1}^d}{d_{t-1}} \right) - d_{t-1} \pi_t (1 + g_t) + \varepsilon_t (1 + i_t^f) d_{t-1}^f - d_{t-1} g_t \right] - pb_t + o_t,$$

где  $t$  – период;  $d_t$  – общий объем государственного долга (в процентах ВВП);  $\varepsilon_t$  – прогнозируемое изменение валютного курса;  $i_t^f$  и  $i_t^d$  – номинальные процентные ставки по внешним и внутренним обязательствам соответственно;  $d_t^f$  и  $d_t^d$  – объем внешнего и внутреннего государственного долга соответственно (в % ВВП);  $\mathfrak{D}_t$  и  $g_t$  – номинальный и реальный рост ВВП соответственно;  $\pi_t$  – инфляция в стране (измеряется на основе дефлятора ВВП);  $pb_t$  – первичный баланс государственного бюджета (в % ВВП);  $o_t$  – прочие факторы.

Как следует из уравнения (1), уровень государственного долга сокращается при первичном бюджетном профиците, реальном росте ВВП, укреплении национальной валюты, отрицательных процентных ставках по внутренним и внешним заимствованиям. В то же время первичный бюджетный дефицит, снижение реального ВВП, ослабление валютного курса и положительные ставки заимствований способствуют увеличению долговой нагрузки страны и могут создавать риски для устойчивости долга.

Источниками данных для анализа динамики и структуры государственного долга, а также факторной декомпозиции его изменения в странах Центральной Азии выступили базы данных и отчеты статистических ведомств и органов власти выбранных стран (министерства финансов и центральные банки), международных организаций (Всемирный банк, МВФ, Евразийская экономическая комиссия) и рейтинговых агентств.

#### **4. Динамика и структура государственного долга в странах Центральной Азии**

Прежде чем перейти к анализу государственного долга в странах Центральной Азии, следует выделить несколько важных особенностей, характеризующих страны рассматриваемого региона. Во-первых, страны различаются по уровню социально-экономического развития. Явным лидером в этом отношении является Казахстан, ВВП в расчете на душу населения которого в несколько раз превышает уровень других стран Центральной Азии. Во-вторых, неодинаков темп происходящих в странах трансформационных процессов. Например, активный переход к открытой рыночной экономике в Узбекистане начался с 2017 г., после того как пост Президента республики занял Шавкат Мерзиеев. В-третьих, следует учитывать, что две страны Центральной Азии, Казахстан и Кыргызстан, входят в состав интеграционного объединения ЕАЭС, договор о создании которого включают в себя ряд ограничений, направленных на достижение макроэкономической стабильности, в том числе и предельный уровень государственного долга в размере 50% от ВВП.

В течение последних десяти лет можно выделить два основных эпизода резкого роста государственного долга в странах Центральной Азии. Первый из них произошел в 2015 г. на фоне падения цен на углеводороды, рецессии в России и сокращения денежных переводов трудовых мигрантов. В результате в Казахстане уровень долга вырос с 14% в 2014 г. до 22% ВВП в 2015 г., в Кыргызской Республике с 54% до 67% ВВП, в Таджикистане с 28% до 33% ВВП, с последующим ростом до 45% в 2016 г.

Второй эпизод быстрого роста государственного долга, как и во многих других странах мира, стал следствием антикризисной политики и макроэкономического шока в период пандемии коронавируса. В 2020 г. исторических максимумов достиг госдолг Казахстана (29,2% ВВП), Кыргызстана (67,6% ВВП) и Узбекистана (39,0% ВВП). В Таджикистане темпы прироста долга были более медленными, всего 2,4 п.п. ВВП по сравнению с 2019 г., в результате чего он достиг уровня 47,3% ВВП.

Однако, к 2022 г. уровни долговой нагрузки во всех рассматриваемых странах снизились. Двумя наиболее важными факторами, повлиявшими в том числе и на стабилизацию долговой динамики в Центральной Азии, стали процессы постковидного восстановления экономики и большой приток иммигрантов из России. Наибольшая долговая нагрузка по итогам 2022 г. сохранилась в Кыргызстане, уровень госдолга в Узбекистане, показывающий в последние годы наиболее быстрый рост среди центральноазиатских рес-

публик, незначительно превысил уровень Таджикистана, наиболее низкий уровень долга остался в Казахстане (см. табл. 1).

Таблица 1.

**Средние значения уровня государственного долга  
в странах центральной Азии, % ВВП**

	2010–2014 гг.	2015–2019 гг.	2020–2022 гг.
Казахстан			
Всего	13,0	24,0	26,6
внешний	2,6	9,3	8,6
внутренний	10,4	14,7	18,0
Узбекистан			
Всего	–	22,1	37,0
внешний	–	16,3	33,1
внутренний	–	5,8	3,9
Кыргызская Республика			
Всего	52,2	58,3	59,5
внешний	48,4	52,2	49,6
внутренний	3,8	6,0	9,9
Таджикистан			
Всего	33,8	44,7	40,9
внешний	28,7	35,2	35,6
внутренний	5,1	9,5	5,3

*Источник:* составлено авторами.

В странах Центральной Азии можно отметить общие структурные особенности в политике привлечения государственного долга, но в то же время наблюдается и несколько значимых отличий. Далее будут рассмотрены основные структурные характеристики, в частности, соотношение внутреннего и внешнего долга, а также долга, привлекаемого при помощи рыночных инструментов и льготного финансирования, что отчасти определяет и структуру основных кредиторов.

Среди рассматриваемых нами республик только в Казахстане объем внутреннего долга превышает объем внешних заимствований (более 70% от всего объема долга в 2022 г.). Причем по мере накопления долга в последние несколько лет доля внешнего долга относительно ВВП продолжала снижаться, в то время как внутреннего долга, напротив, расти. В остальных трех странах уровень внешнего долга значительно превосходит внутренний, причем в Узбекистане и Таджикистане соотношение продолжает изменяться в пользу внешних заимствований. В Кыргызстане же роль внутреннего рынка как источника заимствований постепенно растёт.



В Казахстане привлечение государственно долга основывается на рыночных инструментах, преимущественно долгосрочных. На начало 2023 г. 90,9% внутреннего долга правительства Республики Казахстан приходилось на долгосрочные обязательства в виде сберегательных казначейских обязательств и казначейских обязательств, еще 6,4% приходилось на среднесрочный долг, 1,5% – на краткосрочный, оставшаяся незначительная доля не была классифицирована.

В структуре внешнего долга правительства 52,3% приходилось на еврооблигации, 8,4% – на государственные ценные бумаги, размещенные на российском рынке, 19,3% – на Международный банк реконструкции и развития, 11,5% – на Азиатский банк развития. Примечательно, что первые выпуски еврооблигаций Республики Казахстан в 2014–2015 гг. размещались в долларах США, однако все размещения в 2018–2019 гг. происходили в евро. Это объяснялось тем, что Федеральный резерв США в 2016 г. начал цикл повышения ключевой ставки с соответствующим ростом ставок по долларovým инструментам, в то время как в Еврозоне ключевая ставка оставалась нулевой. В 2020–2021 гг. все облигации правительства Республики Казахстан в иностранных валютах размещались в российских рублях.

Внутренний долг Республики Узбекистан остается преимущественно краткосрочным – на 01.10.2022 г. из внутренних государственных ценных бумаг 51,7% имели срок погашения до одного года, 18% – два года, 17,2% – три года, 13% – пять лет, 10,3% – десять лет. Тем не менее, Министерство финансов Республики Узбекистан предпринимает меры по развитию долгосрочного внутреннего долга – в 2022 г. было проведено несколько крупных выпусков государственных облигаций со сроком погашения в 5 и 10 лет. Также в рамках развития внутреннего рынка ценных бумаг в 2022 г. впервые были выпущены облигации с привязанным к инфляции купоном (со сроком погашения в два года).

Несмотря на то, что Узбекистан начал проводить активную политику на рынке суверенного долга всего несколько лет назад с началом экономических реформ, уже достигнуты значимые результаты в использовании рыночных долговых инструментов. Два дебютных выпуска номинированных в долларах США облигаций на Лондонской фондовой бирже суммарным объемом в 1 млрд долл. США в феврале 2019 г. были признаны экспертами рынка весьма успешными – бумаги были полностью размещены в течение одного дня по относительно невысоким ставкам. В ноябре 2020 г. Республика Узбекистан впервые разместила на внешнем рынке облигации, номинированные в национальной валюте. Этот выпуск был высоко оценен экспертами с точки зрения достижения целей устойчивого развития ООН. Второй выпуск облигаций в национальной валюте на внешнем рынке в июле 2021 г. был размещен в рамках программы ООН для облигаций, направленных на достижение целей устойчивого развития (SDG bond program) и стал вторым в истории выпуском облигаций в рамках этой программы. Данные о выпусках облигаций Республики Узбекистан на внешних рынках приведены в табл. 2.

Тем не менее, на 01.10.2022 г. около 48,7% внешнего долга Республики Узбекистан приходилось на международные финансовые организации. Из них крупнейшими кредиторами были Азиатский банк развития (20,6% всего государственного и гарантированного государством долга), Всемирный банк (16,8%) и Исламский банк развития (3,4%).

**Таблица 2.**  
**История выпусков облигаций Республики Узбекистан на внешних рынках**

ISIN код	Объем выпуска	Купон, %	Дата размещения	Дата погашения
XS1953916290	500 млн долл. США	4,75	20.02.2019	20.02.2024
XS1953915136	500 млн долл. США	5,375	20.02.2019	20.02.2029
XS2263765856	555 млн долл. США	3,7	25.11.2020	25.11.2030
XS2264056313	2 трлн узб. сумов (около 200 млн долл. США)	14,5	25.11.2020	25.11.2023
XS2365195978	635 млн долл. США	3,9	19.07.2021	19.10.2031
XS2365392450	2,5 трлн узб. сумов (около 235 млн долл. США)	14	19.07.2021	14.07.2024

В Республике Таджикистан и Кыргызской Республике государственный долг главным образом представлен внешними заимствованиями, в том числе привлеченными на льготных условиях от международных организаций и банков развития.

Кыргызская Республика в последние годы достигла значимых успехов в развитии внутреннего долга – доля внутреннего долга за 2010–2022 гг. выросла с 6,4% до 20%. Практически весь (98,8% на конец 2022 г.) внутренний государственный долг Кыргызской Республики номинирован в долгосрочных государственных казначейских облигациях, срок обращения которых составляет от 2 до 20 лет. Для сравнения, в 2010 г. доля государственных казначейских облигаций составляла 22,6%, а доля государственных казначейских векселей со сроком погашения в 12 месяцев, которая в ноябре 2022 г. составляла 0,4%, в 2010 г. была равна 34%. Столь существенное увеличение доли долгосрочных инструментов, безусловно, является позитивным фактором с точки зрения устойчивости внутреннего государственного долга.

В Кыргызской Республике практически весь внешний долг представлен льготными программами – на конец 2022 г. их доля составляла 98,8% (для сравнения, в 2010 г. – 90%). Крупнейшими внешними кредиторами Кыргызской Республики являются Экспортно-импортный банк Китая (39,8% внешнего долга страны на конец 2022 г.), МВФ (7,6%), Азиатский банк развития (14,9%), Международная ассоциация развития (14,6%). До настоящего времени Кыргызская Республика не размещала евробондов, хотя периодически эта тема поднимается чиновниками и экспертами.

В Республике Таджикистан по состоянию на конец 2022 г. доля внутреннего долга составляла менее 13%. Согласно отчету Всемирного банка и МВФ [International Monetary Fund, 2022], основным держателем внутреннего долга Таджикистана является Национальный банк Таджикистана. Таким образом, фактически Национальный банк финансирует правительство, причем ставки по некоторым займам могут составлять 2% – значительно ниже рыночных.

Последние доступные детальные данные о структуре долга Республики Таджикистан относятся к 2018 г. На тот момент 64% внешнего долга относилось к двусторонним кредитам, 32,7% – к многосторонним, доля прочих кредитов составляла 0,3%. Из двусто-

ронных кредитов более 64% приходилось на Эксимбанк КНР, еще 26,7% приходилось на дебютный выпуск еврооблигаций Таджикистана, размещенный в 2017 г. Выпуск объемом 500 млн долл. США, целью которого было финансирование строительства Рогунской ГЭС, был размещен под весьма высокую ставку – 7,125% годовых с погашением в 2027 г. и был признан экспертами весьма неудачным. В рамках многосторонних кредитов крупнейшими кредиторами выступали Всемирный банк, Азиатский банк развития и Исламский банк развития. Доступные в прессе и в различных исследованиях данные показывают, что структура внешнего долга Республики Таджикистан в последующие годы не претерпела принципиальных изменений.

Как будет показано в следующем разделе, рассмотренные особенности структуры государственного долга стран Центральной Азии во многом определяют долговую динамику и степень подверженности государственного долга различным типам рисков. Кратко их можно охарактеризовать следующим образом: в большинстве стран долговая политика строится на привлечении внешнего долга, по возможности, по льготным ставкам от международных или национальных институтов развития. В то же время используются рыночные инструменты для осуществления внешних заимствований. Постепенно развиваются и инструменты привлечения внутреннего долга, однако их значимость пока невелика. Единственным исключением является Казахстан, которому удалось выстроить долговую политику государства с опорой на внутренний рынок.

### **5. Декомпозиция факторов изменения государственного долга в странах Центральной Азии**

На основе предложенной в разделе 2 методологии далее по каждой из стран Центральной Азии будет произведена декомпозиция динамики государственного долга с целью выявить, в какой степени на нее влияют различные факторы, в том числе первичный баланс бюджета, валютная переоценка, обслуживание долга, экономический рост. Такой анализ позволяет оценить подверженность долга к соответствующим типам рисков.

**Республика Казахстан.** На рис. 2 представлена декомпозиция факторов изменения государственного долга Республики Казахстан в 2010–2022 гг. Как следует из приведенных оценок, рост государственного долга в 2012–2015 гг. происходил преимущественно вследствие устойчивого первичного дефицита государственного бюджета. В 2015–2016 гг. снижение цен на нефть привело к резкому падению тенге, что способствовало увеличению долговой нагрузки. В 2017–2019 гг. траектория государственного долга была сглаженной, так как увеличившиеся процентные платежи и периодическое ослабление тенге компенсировались высоким номинальным ростом ВВП. Как и в прочих странах региона, в 2020 г. на фоне пандемии коронавируса Республика Казахстан столкнулась с оттоком капитала и последующим снижением стоимости национальной валюты, а также необходимостью нарастить расходы для поддержки населения и экономики. В этих условиях государственный долг увеличился примерно на 6 п.п., однако устойчивый номинальный рост ВВП позволил сократить долговую нагрузку в 2021–2022 гг. даже в условиях первичного бюджетного дефицита.



Рис. 2. Факторы изменения государственного долга Республики Казахстан в 2010–2022 гг., п.п. ВВП

**Кыргызская Республика.** На рис. 3 представлены факторы изменения государственного долга Кыргызской Республики в 2011–2022 гг. (данные за 2022 г. охватывают период до ноября). Как следует из приведенных данных, наиболее значимым источником долговых рисков для Кыргызской Республики является ослабление валютного курса, так как значительная часть обязательств правительства номинирована в иностранной валюте. Также в отдельные периоды долговая нагрузка возрастала вследствие расширения первичного бюджетного дефицита (см. 2011–2012 и 2016 гг.). В то же время процентные платежи не оказывают существенного влияния на траекторию государственного долга, так как подавляющая часть внешних заимствований осуществляется на льготной основе, а внутренние заимствования с более высокой стоимостью обслуживания имеют незначительную долю в общем долговом портфеле Кыргызской Республики. Среди факторов, снижающих долговую нагрузку, наиболее значимым является высокий номинальный рост ВВП, который был отрицательным только в период пандемии COVID-19 в 2020 г.



Рис. 3. Факторы изменения государственного долга Кыргызской Республики в 2011–2022 гг., п.п. ВВП

**Республика Узбекистан.** На рис. 4 представлена декомпозиция факторов изменения государственного долга Республики Узбекистан в 2014–2022 гг. (для 2022 г. информация представлена по состоянию на III квартал). Как следует из представленных данных, основным фактором изменения государственного долга Республики Узбекистан были колебания валютного курса. В частности, резкий рост государственного долга в 2017 г. стал следствием обесценения сума в результате валютной реформы. Также положительная валютная переоценка долга была выраженной в 2019–2020 гг., при этом высокий номинальный рост ВВП ограничивал увеличение долга в процентах ВВП в рассматриваемом периоде. Обращает на себя внимание тот факт, что категория неидентифицированных факторов вносила существенный вклад в изменение долговой нагрузки Республики Узбекистан в 2016–2021 гг. Таким образом, в условиях превалирующих внешних обязательств валютные риски являются наиболее острыми для устойчивости государственного долга Республики Узбекистан.



Рис. 4. Факторы изменения государственного долга Республики Узбекистан в 2014–2022 гг., п.п. ВВП

**Республика Таджикистан.** На рис. 5 представлена декомпозиция факторов изменения государственного долга Республики Таджикистан в 2011–2022 гг. Как следует из приведенных оценок, ключевой причиной увеличения долговой нагрузки в 2015–2017 гг. было ослабление обменного курса сомони на фоне ухудшения платежного баланса: экономический кризис в России снизил приток денежных переводов со стороны трудовых мигрантов, дополнительным внешним шоком стало снижение мировых цен на товары, составляющие существенную часть экспорта Республики Таджикистан – хлопок и алюминий. В то же время номинальный рост ВВП оставался высоким в течение всего анализируемого периода, что ограничивало увеличение государственного долга относительно ВВП. При этом обращает на себя внимание значительный вклад в рост долга неидентифицированных факторов (категория «Прочее» на рис. 5). В частности, в 2016–2017 гг. эта категория существенно увеличила долговую нагрузку, а в 2020–2021 гг. – наоборот, привела к сокращению долга. Можно предположить, что указанный фактор изменения долга включает в себя гарантии, предоставляемые государственным компаниям.



Рис. 5. Факторы изменения государственного долга Республики Таджикистан в 2011–2022 гг., п.п. ВВП

**Основные выводы.** Проведенный анализ показывает, что определяющим фактором изменения уровня государственного долга за рассмотренный период в Кыргызстане, Узбекистане и Таджикистане стала валютная переоценка внешнего долга, что объясняется преобладанием долга в иностранной валюте и периодическими негативными шоками обменного курса (важно отметить, что эффект положительных шоков обменного курса значительно ниже и не позволяет компенсировать постепенное обесценение национальных валют).

В указанных трех странах влияние девальвации превысило эффект первичного дефицита бюджета<sup>1</sup>, который напрямую связан с проводимой бюджетной политикой. В Казахстане, напротив, после 2016 г. влияние валютной переоценки постепенно снижается, а на рассматриваемом периоде ключевым фактором роста долга были именно заимствования на покрытие первичного бюджетного дефицита. При этом во всех четырех центральноазиатских республиках быстрые темпы экономического роста оказали совокупный положительный эффект на уровень государственного долга, больший по масштабу, чем осуществленные заимствования на покрытие дефицита.

Несмотря на то, что Казахстан и Узбекистан в большей степени ориентированы на привлечение долга по рыночным ставкам, влияние процентных платежей на накопление долга в этих странах ниже, чем в Таджикистане и Кыргызстане. С одной стороны, это свя-

<sup>1</sup> В данном случае в связи с особенностями бюджетного учета не всегда удастся установить прямую связь между размером бюджетного дефицита и объемом заимствований на его покрытие; при этом привлечение и погашение долга может отражаться в статьях активов и обязательств государства, что в представленной декомпозиции включается в категорию «прочее».

зано с более высокими относительными объемами долга в этих странах. С другой стороны, на процентные платежи по внешним обязательствам даже в условиях льготных ставок также действуют процессы девальвации национальных валют.

Таким образом, сравнение факторов долговой динамики в Казахстане с другими центральноазиатскими республиками показывает, что одним из ключевых факторов рисков для суверенного долга остается девальвация национальных валют. Кроме того, следует отметить еще два актуальных источника риска.

Во-первых, цикл повышения процентных ставок по обязательствам, номинированным в резервных валютах, в первую очередь в долларах. Главным образом, этот риск может реализовываться в случае необходимости рефинансирования рыночного долга. Например, в 2023–2025 гг. планируется погашение трех выпусков облигаций Казахстана в долларах и евро, а также один выпуск в рублях; в начале 2024 г. запланировано погашение первого выпуска евробондов Узбекистана на 500 млн долл. Помимо этого, к данному риску также чувствительны долговые инструменты с плавающей процентной ставкой (в Казахстане 36% всего государственного долга представлено инструментами с плавающей ставкой).

Во-вторых, положительный шок экономического роста 2022 г. в странах Центральной Азии во многом вызван разовыми факторами, после чего темпы экономического роста вероятнее всего, вернуться к своим трендовым значениям. Более того, в случае разворота потока капиталов из этих стран может наблюдаться новый этап ослабления национальных валют. В результате государственный долг может начать движение к уровням 2021 г.

## **6. Текущая политика управления государственным долгом и возможные направления ее развития в странах Центральной Азии**

В последние годы в рассматриваемых странах наблюдались изменения в подходах к управлению долговой устойчивостью, которые охватывают развитие законодательства о государственном долге, внедрение бюджетных правил или их элементов, а также разработку стратегий управления государственным долгом. Например, в 2022 г. в Таджикистане был принят закон о государственном и гарантированном государством долге, в котором определены понятия внутренних и внешних заимствований, государственных гарантий, а также закреплена необходимость подготовки среднесрочной стратегии по управлению государственным долгом. Кроме того, также с 2023 г. в Узбекистане действует закон о государственном долге, который среди прочего описывает виды заимствований и устанавливает принципы управления рисками для долговой устойчивости.

Помимо совершенствования законодательства в области государственного долга следует отметить действующие в странах региона бюджетные правила или их отдельные элементы. Во-первых, для стран ЕАЭС (Казахстан и Кыргызстан) является актуальной статья 63 Договора о ЕАЭС, согласно которой дефицит консолидированного государственного бюджета не должен превышать 3% ВВП, а долг сектора государственного управления – 60% ВВП.

Во-вторых, в Казахстане внедрена полноценная система бюджетных правил. В частности, все налоговые поступления от нефтяного сектора перечисляются в Национальный фонд Республики Казахстан, из него в бюджет направляются гарантированный и целевой



трансферты. С 2023 г. общий объем указанных трансфертов не фиксируется в законе и определяется ценой отсечения для нефтяных цен. В частности, на 2023 г. цена отсечения установлена на уровне 48,9 долл. США, на 2024–2025 гг. – 42,2 и 40,3 долл. США за баррель нефти соответственно, поступления сверх указанной цены аккумулируются в Национальном фонде. Также в Казахстане действует ограничение на нефтегазовый дефицит бюджета (с 2025 г. – не более 6% ВВП), а государственный долг не может превышать 27% ВВП, в том числе долг правительства должен быть менее 25% ВВП. Особенностью бюджетных правил Казахстана является учет обязательств квазигосударственного сектора, которые не могут превышать 60% ВВП. При этом совокупные внешние обязательства с учетом государственного, гарантированного государством и квазигосударственного долга перед иностранными кредиторами должна быть ниже размера валютных активов Национального фонда.

В остальных странах региона бюджетные правила отсутствуют, однако некоторые целевые показатели устанавливаются в стратегиях управления государственным долгом. При этом следует отметить, что стратегия обладает меньшей институциональной силой в сравнении с законами. В этой связи устанавливаемые в документе целевые показатели могут быть быстро пересмотрены, что может приводить к менее предсказуемой бюджетной политике.

Например, в действующей Стратегии управления государственным долгом Кыргызской Республики на 2022–2024 гг. предусмотрены ограничения на предельный уровень государственного долга (70% ВВП), максимальную долю обязательств перед отдельным кредитором (45% от всего долгового портфеля), а также на лимит расходов по обслуживанию государственного внешнего долга (не более 20% бюджетных доходов). Среди других целевых показателей следует отметить ограничение на долю государственного долга в иностранной валюте (не более 84% от всех обязательств), а также запрет размещения облигаций в иностранной валюте на внешних финансовых рынках. Таким образом, стратегия включает в себя не только таргеты по отдельным фискальным агрегатам, но и предусматривает некоторые принципы долговой политики. В то же время Стратегия обладает меньшей институциональной защищенностью в сравнении с законом, в связи с чем роль зафиксированных в ней целевых показателей сокращается.

Похожие целевые показатели устанавливаются в Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан. Например, в Стратегии на 2021–2023 гг. установлены ограничения на предельный уровень государственного долга (60% ВВП), а также на размер расходов на обслуживание внешних обязательств (15% от экспорта и 25% от бюджетных доходов). Помимо этого, в Стратегии зафиксирован минимальный уровень льготного компонента во внешних заимствованиях (35%), а также запрет на выпуск государственных гарантий. В предыдущих версиях Стратегии список таргетируемых показателей был более широким и включал, в частности, структуру государственного долга, средневзвешенную процентную ставку по внутренним и внешним обязательствам, долю внешнего долга с фиксированной процентной ставкой. Таким образом, список целевых показателей долговой устойчивости постепенно упрощался и на сегодняшний день включает индикаторы, находящиеся под контролем правительства, что улучшает операционный контроль над государственным долгом. При этом в Стратегии на основе группы дополнительных индикаторов оцениваются рыночные риски для долговой устойчивости – валютный и процентный риски, а также риск рефинансирования, причем дополнительно

учитываются разные варианты структуры заимствований. В то же время в Стратегии не оцениваются в полной мере риски, связанные с ослаблением валютного курса и замедлением роста ВВП, в то время как эти факторы вносили наибольший вклад в изменение долговой нагрузки Республики Таджикистан.

В Узбекистане управление государственным долгом не основано на каких-либо стратегических документах, ограничения на фискальные агрегаты устанавливаются в рамках бюджетного процесса. В частности, в законе о бюджете на 2021 г. был впервые введен лимит на государственный долг (не более 60% ВВП), который до настоящего времени не пересматривался. С 2020 г. в ежегодном законе о бюджете вводится ограничение на объем внешних и внутренних заимствований (в том числе гарантированных государством), а с 2021 г. – на выпуск государственных ценных бумаг. При этом лимит на внешние заимствования носит среднесрочный характер – в частности, он зафиксирован в Указе Президента Республики Узбекистан «О стратегии развития нового Узбекистана на 2022–2026 гг.». Перечисленные ограничения соблюдались в 2020–2022 гг., что свидетельствует о готовности Узбекистана к институционализации этих показателей в качестве ориентиров бюджетной и долговой политики.

Учитывая наиболее острые риски, выделенные в рамках эмпирического анализа, а также действующие подходы к управлению устойчивостью государственного долга в странах Центральной Азии, можно сформулировать некоторые рекомендации, связанные с выявлением и минимизацией долговых рисков.

Во-первых, дальнейшие реформы законодательства в области государственного долга могут быть направлены на уточнение методологии учета обязательств (например, следует определить принципы предоставления государственных гарантий и их учета в объеме задолженности).

Во-вторых, необходимо повышение прозрачности данных о государственном долге и осуществление мониторинга основных долговых показателей. Это важно как для своевременного выявления рисков, так и для повышения доверия к фискальным властям. Кроме того, для центральноазиатских стран актуально повышение прозрачности квазисуверенного долга, который является источником условных обязательств для бюджета и в случае шока может вызвать резкое увеличение долговой нагрузки.

В-третьих, для обеспечения долговой устойчивости может быть сформирована система оценки рисков, основанная на декомпозиции роста долга. Как было отмечено ранее, отдельные риск-индикаторы рассматриваются в стратегиях по управлению государственным долгом в некоторых странах – например, доля валютных обязательств, средний срок до погашения долга, доля кредитов с плавающей процентной ставкой и другие показатели. В то же время такой подход не позволяет оценить вклад каждого риска в потенциальный рост долговой нагрузки, в связи с чем может быть сформирован прогноз долга в разбивке факторов изменения (например, на основе официального макроэкономического прогноза). При этом факторная декомпозиция может быть как частью стратегии по управлению государственным долгом, так и отдельным аналитическим инструментом при планировании заимствований в рамках бюджетного процесса.

В-четвертых, для повышения доверия к бюджетной и долговой политике необходима институционализация ограничений в законодательстве – например, внедрение бюджетных правил или закрепление целевых показателей в стратегиях управления долгом с учетом актуальных рисков. При этом внедряемые таргеты должны быть гибкими – в

частности, они не должны ограничивать возможности бюджетной политики по стимулированию экономики в кризисных условиях. В этой связи внедряемые ограничения могут сопровождаться исключительными оговорками и коррекционными механизмами.

В-пятых, минимизация некоторых рисков для долговой устойчивости может быть обеспечена за счет развития внутреннего долгового рынка. В частности, возможность привлечь заимствования на внутреннем рынке существенно смягчит валютный риск и риск рефинансирования. Хотя в некоторых странах региона внутренний рынок государственного долга уже функционирует и/или находится на стадии формирования, важно также повысить ликвидность рынка с точки зрения доступа для институциональных и розничных инвесторов.

Таким образом, действующие подходы к управлению долговой устойчивостью в странах Центральной Азии основаны преимущественно на среднесрочных целевых показателях, закрепляемых в стратегических документах. В то же время в Казахстане действует полноценная система бюджетных правил, а для Кыргызстана актуальны наднациональные ограничения на государственный долг и бюджетный дефицит в странах ЕАЭС. В то же время для повышения эффективности контроля над долговой устойчивостью в странах региона могут быть проведены реформы методологии учета обязательств и их мониторинга, а также сформирована система оценки рисков.

## 7. Заключение

Проведенный анализ динамики и структуры государственного долга, а также факторная декомпозиция его изменения в странах Центральной Азии позволили выделить основные риски для долговой устойчивости в странах региона. При этом в отдельных странах выделенные риски контролируются за счет некоторых принципов долговой политики, закрепленных в законодательстве и стратегиях по управлению государственным долгом (например, устанавливается предельный уровень долга и/или дефицита бюджета, новые заимствования диверсифицируются с точки зрения льготного компонента и валюты обязательств).

В структуре обязательств рассматриваемых центральноазиатских республик преобладают внешние заимствования, поэтому наиболее значительные изменения долговой нагрузки происходили в результате резкого обесценения национальных валют. Исключением является Республика Казахстан, где государственный долг представлен преимущественно внутренними обязательствами. Учитывая медленное изменение структуры государственного долга, валютный риск останется наиболее острым для долговой устойчивости в странах региона. В то же время стратегия заимствований в странах, подверженных валютному риску, предполагает постепенное увеличение внутренних обязательств, для чего устанавливаются цели по заимствованиям в национальной валюте и ограничения на внешние кредиты (Республика Узбекистан и Республика Таджикистан).

В то же время процентный риск для долговой устойчивости государственного долга в странах региона менее выражен, так как многие внешние займы являются льготными (например, в Республике Таджикистан доля льготного компонента в займах таргетируется в рамках стратегии управления государственным долгом). Проведенная факторная декомпозиция изменения государственного долга показала, что вклад как внутренних, так и внешних процентных платежей был незначительным во всех странах региона.

Поддержание устойчивости государственного долга связано с бюджетной политикой, так как первичный дефицит вносит существенный вклад в динамику долга в рассмотренных странах (в Республике Казахстан это является одним из основных факторов роста долговой нагрузки). В странах Центральной Азии действуют либо система бюджетных правил (Республика Казахстан), либо ограничения на некоторые фискальные агрегаты (Республика Кыргызстан, Республика Таджикистан, Республика Узбекистан), однако они не всегда соблюдаются.

Риски для долговой устойчивости в рассмотренных странах сглаживают высокие темпы роста номинального ВВП, которые в отдельные периоды перевешивали негативное влияние остальных факторов. При этом положительный эффект на устойчивость государственного долга может оказать развитие внутреннего финансового рынка, что позволит привлекать больше займов в национальной валюте, повышая устойчивость государственного долга.

\* \*

\*

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

*Лазарян С.С., Никонов И.В., Вотинцов А.И., Губкова Е.А.* Международный опыт применения бюджетных правил: формирование современных концепций // Финансовый журнал. 2019. Т. 48. № 2. С. 65–80.

*Afonso A., Jalles J.T.* Fiscal Rules and Government Financing Costs // Fiscal Studies. 2019. Vol. 40. № 1. P. 71–90.

*Afonso A., Jalles J.T.* Growth and Productivity: The Role of Government Debt // International Review of Economics and Finance. 2013. Vol. 25. P. 384–407.

*Ardanaz M., Cavallo E., Izquierdo A., Puig J.* Growth-Friendly Fiscal Rules? Safeguarding Public Investment from Budget Cuts through Fiscal Rule Design // Journal of International Money and Finance. 2021. Vol. 111. 102319.

*Asian Development Bank.* Asian Development Outlook (ADO) 2022: Mobilizing Taxes for Development. 2022.

*Bergman U.M., Hutchison M.* Economic Stabilization in the Post-Crisis World: Are Fiscal Rules the Answer? // Journal of International Money and Finance. 2015. Vol. 52. P. 82–101.

*Bergman U.M., Hutchison M.M., Jensen S.E.H.* Promoting Sustainable Public Finances in the European Union: The Role of Fiscal Rules and Government Efficiency // European Journal of Political Economy. 2016. Vol. 44. P. 1–19.

*Blanchard O., Leandro A., Zettelmeyer J.* Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards // Economic Policy. 2021. Vol. 36. № 106. P. 195–236.

*Checherita-Westphal C., Rother P.* The Impact of High Government Debt on Economic Growth and Its Channels: An Empirical Investigation for the Euro Area // European Economic Review. 2012. Vol. 56. № 7. P. 1392–1405.

*Combes J.L., Minea A., Sow M.* Is Fiscal Policy Always Counter-(Pro-) Cyclical? The Role of Public Debt and Fiscal Rules // Economic Modelling. 2017. Vol. 65. P. 138–146.

*Debrun X., Kinda T.* Strengthening Post-Crisis Fiscal Credibility: Fiscal Councils on the Rise – A New Dataset // Fiscal Studies. 2017. Vol. 38. № 4. P. 667–700.

- Debrun X., Ostry J.D., Willems T., Wyplosz C.* Debt Sustainability // S. Ali Abbas, A. Pienkowski, K. Rogoff (eds.). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. United Kingdom: Oxford University Press, 2019. Ch. 4. P. 151–191. DOI:10.1093/oso/9780198850823.003.0001
- Dooley M.P.* Debt Management and Crisis in Developing Countries // *Journal of Development Economics*. 2000. Vol. 63. № 1. P. 45–58.
- Ferrarini B., Ramayandi A.* Public Debt Sustainability Assessments for Developing Asia // *Public Debt Management / R. Jha, A. Ramayandi (eds.)*. New Delhi: Springer, 2016. Ch. 9. P. 131–192.
- Fournier J.M., Fall F.* Limits to Government Debt Sustainability in OECD Countries // *Economic Modelling*. 2017. Vol. 66. P. 30–41.
- Gill I.S., Pinto B.* Public Debt in Developing Countries: Has the Market-Based Model Worked?: World Bank Policy Research Working Paper № 3674. 2005.
- Gootjes B., de Haan J., Jong-A-Pin R.* Do Fiscal Rules Constrain Political Budget Cycles? // *Public Choice*. 2021. Vol. 188. P. 1–30.
- Grembi V., Nannicini T., Troiano U.* Do Fiscal Rules Matter? // *American Economic Journal: Applied Economics*. 2016. P. 1–30.
- Guerguil M., Mandon P., Tapsoba R.* Flexible Fiscal Rules and Countercyclical Fiscal Policy // *Journal of Macroeconomics*. 2017. Vol. 52. P. 189–220.
- Hawkins J., Turner P.* Managing Foreign Debt and Liquidity Risks in Emerging Economies: An Overview. BIS Policy Papers № 8. 2000. P. 3–60.
- International Monetary Fund.* Arab Republic of Egypt: 2023 Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility – Press Release and Staff Report. Washington, USA, 2023.
- International Monetary Fund.* Argentina: 2020 Technical Assistance Report – Staff Technical Note on Public Debt Sustainability. Washington, USA, 2020.
- International Monetary Fund.* Kyrgyz Republic: 2019 Article IV Consultation. Washington, USA, 2019.
- International Monetary Fund.* Republic of Tajikistan. Joint World Bank – IMF Debt Sustainability Analysis. Washington, USA, 2022.
- International Monetary Fund.* Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries. Washington, USA, 2013.
- Law S.H., Ng C.H., Kutan A.M., Law Z.K.* Public Debt and Economic Growth in Developing Countries: Nonlinearity and Threshold Analysis // *Economic Modelling*. 2021. Vol. 98. P. 26–40.
- Maltritz D., Wüste S.* Determinants of Budget Deficits in Europe: The Role and Relations of Fiscal Rules, Fiscal Councils, Creative Accounting and the Euro // *Economic Modelling*. 2015. Vol. 48. P. 222–236.
- Missale A.* *Public Debt Management*. Oxford University Press, 1999.
- Moody's.* Moody's Affirms Uzbekistan's B1 Rating Changes Outlook to Positive. 2021.
- Nerlich C., Reuter W. H.* Fiscal Rules, Fiscal Space and Procyclical Fiscal Policy: ECB Working Paper № 1872. 2015.
- Reinhart C.M., Reinhart V., Rogoff K.* Dealing with Debt // *Journal of International Economics*. 2015. Vol. 96. P. S43–S55.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S.* Growth in a Time of Debt // *The American Economic Review*. 2010. Vol. 100. № 2. P. 573–578.
- Reuter W.H.* National Numerical Fiscal Rules: Not Complied with, but Still Effective? // *European Journal of Political Economy*. 2015. Vol. 39. P. 67–81.
- Reuter W.H.* When and Why Do Countries Break their National Fiscal Rules? // *European Journal of Political Economy*. 2019. Vol. 57. P. 125–141.
- Tran N.* Debt Threshold for Fiscal Sustainability Assessment in Emerging Economies // *Journal of Policy Modelling*. 2018. Vol. 40. № 2. P. 375–394.

## National Debt in Central Asia: Risks and Management Approaches

Ivan Nikonov<sup>1</sup>, Stanislav Radionov<sup>2</sup>, Oscar Mukhametov<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Financial Research Institute of the Ministry of Finance of the Russian Federation,  
3, b. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow, 127006, Russian Federation.  
E-mail: nikonov@nifi.ru

<sup>2</sup> Financial Research Institute of the Ministry of Finance of the Russian Federation,  
3, b. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow, 127006, Russian Federation.  
E-mail: saradionov@edu.hse.ru

<sup>3</sup> Financial Research Institute of the Ministry of Finance of the Russian Federation,  
3, b. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow, 127006, Russian Federation.  
E-mail: omukhametov@nifi.ru

One of the global macroeconomic trends of recent years is the increase of public debt by many developed and developing countries. The global cycle of interest rate hikes that began in 2021 poses risks to debt sustainability, especially in developing countries. These trends pre-determine the growing relevance of research in the field of public debt sustainability. The paper surveys the state analyzes the main factors of dynamics of the public debt of four Central Asian countries – the Republic of Kazakhstan, the Kyrgyz Republic, the Republic of Uzbekistan, the Republic of Tajikistan. It is shown that the state of public debt in these countries is significantly different. Namely, the amount of debt, its structure, as well as approaches to debt management are significantly different. In particular, the paper describes the history of Eurobonds placements by the considered countries and shows that the efficiency of this instrument was significantly different. The paper presents the results of factorial decomposition of the growth of public debt, which allows to evaluate the sources of debt sustainability risks. It is shown that for the Republic of Kazakhstan the main source of risk is the budget deficit, while for the other considered countries it is the devaluation of the national currency.

Based on the above analysis, recommendations are made to improve the management of the public debt of the considered countries, which appear to be highly important for the reduction of debt sustainability risks for the considered countries. These recommendations include the clarification of liability accounting methodology, increase of transparency of public debt data, development of a risk assessment system based on the decomposition of debt growth, introduction of fiscal rules or other legal restrictions on debt dynamics, development of the domestic debt market.

**Key words:** Central Asia; state debt; debt sustainability; fiscal rules.

**JEL Classification:** C65, C68.

\* \*  
\*

## References

- Afonso A., Jalles J.T. (2019) Fiscal Rules and Government Financing Costs. *Fiscal Studies*, 40, 1, pp. 71–90. DOI: 10.1111/1475-5890.12182
- Afonso A., Jalles J.T. (2013) Growth and Productivity: The Role of Government Debt. *International Review of Economics and Finance*, 25, pp. 384–407. DOI: 10.1016/j.iref.2012.07.004
- Ardanaz M., Cavallo E., Izquierdo A., Puig J. (2021) Growth-Friendly Fiscal Rules? Safeguarding Public Investment from Budget Cuts through Fiscal Rule Design. *Journal of International Money and Finance*, 111, 102319. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2020.102319
- Asian Development Bank (2022) *Asian Development Outlook (ADO) 2022: Mobilizing Taxes for Development*.
- Bergman U.M., Hutchison M. (2015) Economic Stabilization in the Post-Crisis World: Are Fiscal Rules the Answer? *Journal of International Money and Finance*, 52, pp. 82–101. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2014.11.014
- Bergman U.M., Hutchison M. M., Jensen S. E. H. (2016) Promoting Sustainable Public Finances in the European Union: The Role of Fiscal Rules and Government Efficiency. *European Journal of Political Economy*, 44, pp. 1–19. DOI: 10.1016/j.ejpoleco.2016.04.005
- Blanchard O., Leandro A., Zettelmeyer J. (2021) Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards. *Economic Policy*, 36, 106, pp. 195–236. DOI: 10.1093/epolic/eiab003
- Checherita-Westphal C., Rother P. (2012) The Impact of High Government Debt on Economic Growth and Its Channels: An Empirical Investigation for the Euro Area. *European Economic Review*, 56, 7, pp. 1392–1405. DOI: 10.1016/j.eurocorev.2012.06.007
- Combes J.L., Minea A., Sow M. (2017) Is Fiscal Policy Always Counter-(Pro-) Cyclical? The Role of Public Debt and Fiscal Rules. *Economic Modelling*, 65, pp. 138–146. DOI: 10.1016/j.econmod.2017.05.017
- Debrun X., Kinda T. (2017) Strengthening Post-Crisis Fiscal Credibility: Fiscal Councils on the Rise – A New Dataset. *Fiscal Studies*, 38, 4, pp. 667–700. DOI: 10.1111/1475-5890.12130
- Debrun X., Ostry J. D., Willems T., Wyplosz C. (2019) Debt Sustainability. *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners* (eds. S. Ali Abbas, A. Pienkowski, K. Rogoff), United Kingdom, Oxford University Press. DOI: 10.1093/oso/9780198850823.003.0001
- Dooley M.P. (2000) Debt Management and Crisis in Developing Countries. *Journal of Development Economics*, 63, 1, pp. 45–58. DOI: 10.1016/S0304-3878(00)00099-7
- Ferrarini B., Ramayandi A. (2016) Public Debt Sustainability Assessments for Developing Asia. *Public Debt Management* (eds. R. Jha, A. Ramayandi), New Delhi, Springer, pp. 131–192.
- Fournier J.M., Fall F. (2017) Limits to Government Debt Sustainability in OECD Countries. *Economic Modelling*, 66, pp. 30–41. DOI: 10.1016/j.econmod.2017.05.013
- Gill I.S., Pinto B. (2005) *Public Debt in Developing Countries: Has the Market-Based Model Worked?* World Bank Policy Research Working Paper, 3674.
- Gootjes B., de Haan J., Jong-A-Pin R. (2021) Do Fiscal Rules Constrain Political Budget Cycles? *Public Choice*, 188, pp. 1–30. DOI: 10.1007/s11127-020-00797-3
- Grembi V., Nannicini T., Troiano U. (2016) Do Fiscal Rules Matter? *American Economic Journal: Applied Economics*, pp. 1–30. DOI: 10.1257/app.201500
- Guerguil M., Mandon P., Tapsoba R. (2017) Flexible Fiscal Rules and Countercyclical Fiscal Policy. *Journal of Macroeconomics*, 52, pp. 189–220. DOI: 10.1016/j.jmacro.2017.04.007
- Hawkins J., Turner P. (2000) Managing Foreign Debt and Liquidity Risks in Emerging Economies: An Overview. *BIS Policy Papers*, 8, pp. 3–60.
- International Monetary Fund (2023) *Arab Republic of Egypt: 2023 Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility – Press Release and Staff Report*. Washington, DC, USA.

International Monetary Fund (2020) *Argentina: 2020 Technical Assistance Report – Staff Technical Note on Public Debt Sustainability*. Washington, DC, USA.

International Monetary Fund (2019) *Kyrgyz Republic: 2019 Article IV Consultation*. Washington, DC, USA.

International Monetary Fund (2013) *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries*. Washington, DC, USA.

International Monetary Fund (2022) *Republic of Tajikistan. Joint World Bank – IMF Debt Sustainability Analysis*. Washington, DC, USA.

Law S.H., Ng C.H., Kutan A.M., Law Z.K. (2021) Public Debt and Economic Growth in Developing Countries: Nonlinearity and Threshold Analysis. *Economic Modelling*, 98, pp. 26–40. DOI: 10.1016/j.econmod.2021.02.004

Lazaryan S.S., Nikonov I.V., Votinov A.I., Gubkova E.A. (2019) International Practice of Fiscal Rules: Formation of Modern Approaches. *Financial Journal*, 48, 2, pp. 65–80. Doi:10.31107/2075-1990-2019-2-65-80 (In Russ.)

Maltritz D., Wüste S. (2015) Determinants of Budget Deficits in Europe: The Role and Relations of Fiscal Rules, Fiscal Councils, Creative Accounting and the Euro. *Economic Modelling*, 48, pp. 222–236. DOI: 10.1016/j.econmod.2014.12.001

Missale A. (1999) *Public Debt Management*. Oxford University Press.

Moody's. (2021) *Moody's Affirms Uzbekistan's B1 Rating Changes Outlook to Positive*.

Nerlich C., Reuter W.H. (2015) *Fiscal Rules, Fiscal Space and Procyclical Fiscal Policy*. ECB Working Paper, no. 1872.

Reinhart C.M., Reinhart V., Rogoff K. (2015) Dealing with Debt. *Journal of International Economics*, 96, pp. S43–S55. DOI: 10.1016/j.jinteco.2014.11.001

Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2010) Growth in a Time of Debt. *The American Economic Review*, 100, 2, pp. 573–578. DOI: 10.1257/aer.100.2.573

Reuter W.H. (2015) National Numerical Fiscal Rules: Not Complied with, but Still Effective? *European Journal of Political Economy*, 39, pp. 67–81. DOI: 10.1016/j.ejpoleco.2015.04.002

Reuter W.H. (2019) When and Why Do Countries Break their National Fiscal Rules? *European Journal of Political Economy*, 57, pp. 125–141. DOI: 10.1016/j.ejpoleco.2018.08.010

Tran N. (2018) Debt Threshold for Fiscal Sustainability Assessment in Emerging Economies. *Journal of Policy Modelling*, 40, 2, pp. 375–394. DOI: 10.1016/j.jpolmod.2018.01.011