

**PhD, Associate Professor Alexandre Egorov<sup>1</sup>**

State Institute of Management and Social Technologies  
of the Belarusian State University

## **Управление государственным долгом в транзитивной экономике** **Zarządzanie długiem publicznym w gospodarce tranzytywnej** **Public debt management in a transitive economy**

**Аннотация:** В статье определены общие и специфические причины образования суверенного долга Республики Беларусь как транзитивной экономики постсоветского типа; проведен анализ состояния и динамики суверенного долга; исследована степень долговой зависимости и долговой устойчивости экономики Беларуси; проанализированы возможности экономики по обслуживанию и погашению государственного долга, методы управления внешним государственным долгом.

**Ключевые слова:** внешний государственный долг, индикаторы долговой устойчивости, долговой кризис, управление государственным долгом, реструктуризация долга, рефинансирование долга, секьюритизация долга, консолидация долга

**Abstract:** W artykule podano ogólne i szczegółowe przyczyny powstawania długu Republiki Białorusi jako tranzytywnej gospodarki typu poradzieckiego. Przeanalizowano stan i dynamikę długu publicznego, poziom zadłużenia białoruskiej gospodarki oraz jej zdolność do obsługi i spłaty długu, a także sposoby zarządzania zewnętrznym długiem publicznym.

**Słowa kluczowe:** zewnętrzny dług publiczny, wskaźniki zrównoważonego zadłużenia, kryzys zadłużenia, zarządzanie długiem publicznym, restrukturyzacja zadłużenia, refinansowanie zadłużenia, sekurytyzacja zadłużenia, konsolidacja zadłużenia

**Abstract:** The article defines the general and specific reasons of the formation of sovereign debt of the Republic of Belarus as a transitive economy of the post-Soviet type; conducted analysis of the state and dynamics of sovereign debt; the degree of indebtedness and debt sustainability of the Belarusian economy and its ability to service and repay the national debt; analyzed management practices to the external public debt.

**Keywords:** external public debt, debt sustainability indicators, debt crisis, public debt management, restructuring of debt, refinancing of debt, securitization of debt, consolidation of debt

---

<sup>1</sup> State Institute of Management and Social Technologies of the Belarusian State University, 4, Nezavisimosti avenue, 220030, Minsk, Republic of Belarus.

## **Определение государственного долга. Классификация государственного долга. Внутренний и внешний государственный долг**

Под государственным долгом понимаются долговые обязательства перед физическими и юридическими лицами, иностранными государствами, международными организациями и иными субъектами международного права, включая, обязательства по государственным гарантиям, предоставленным правительством.

В зависимости от национальной принадлежности держателей обязательств органов государственного управления государственный долг подразделяется на внутренний и внешний. Внешний суверенный долг – это задолженность государства перед нерезидентами, внутренний – задолженность государства перед резидентами. При этом внутренний долг может быть выражен как в национальной, так и в иностранной валюте. По типу кредиторов государственный долг подразделяется на долг международным организациям, банкам, органам управления других государств, зарубежным компаниям, физическим лицам и т. д. По типу долгового обязательства государственный долг может быть сформирован посредством кредитов (займов), государственных ценных бумаг, гарантий правительства, иных долговых обязательств. По длительности долговые обязательства могут быть краткосрочными (до одного года включительно) и долгосрочными (свыше одного года).

## **Инструменты формирования внешнего государственного долга Республики Беларусь**

Внешний государственный долг Беларуси формируется путем привлечения межгосударственных кредитов (правительство Российской Федерации, банки Российской Федерации, банки КНР), кредитов международных финансовых организаций (Евразийский фонд стабилизации и развития, далее – ЕФСР), Международный банк реконструкции и развития (далее – МБРР); Европейский банк реконструкции и развития (далее – ЕБРР), эмиссии государственных ценных бумаг (еврооблигации). В 2015 году Беларусь погашен кредит Международного валютного фонда (далее – МВФ).

Кроме того, ниже нами будет показано, что к квазисуверенному долгу следует относить эмиссию валютных облигаций Министерства финансов Республики Беларусь (далее – Министерство финансов) и валютных облигаций Национального банка Республики Беларусь (далее – Национальный банк).

## Обслуживание и погашение государственного долга

Согласно статье 57 «Бюджетного кодекса Республики Беларусь» различаются понятия обслуживание и погашение государственного долга. Под обслуживанием государственного долга понимается уплата процентов или иного вознаграждения заимодавцу (кредитору), штрафов и прочих платежей по государственным займам, за исключением погашения государственного долга. Под погашением государственного долга понимается уплата, выкуп или иное изъятие из обращения долговых обязательств в части основного долга<sup>2</sup>.

Источниками обслуживания и погашения государственных долговых обязательств могут быть доходы бюджета, золотовалютные резервы (далее – ЗВР), денежные средства, полученные от продажи государственной собственности. При недостаточности перечисленных источников – новые заимствования.

## Механизм образования внешнего государственного долга Беларуси

Почему образуется внешний государственный долг? Можно выделить, по крайней мере, две основные причины, вызывающие потребность во внешних заимствованиях: во-первых, необходимость финансирования дефицита счета текущих операций вследствие превышения импорта над экспортом товаров и услуг во внешнеторговом балансе страны, во-вторых, необходимость внешнего финансирования инвестиций вследствие недостаточного генерирования прибыли как внутреннего источника инвестиций. Еще одной (производной) причиной образования государственного долга может быть привлечение внешних займов для финансирования проведения структурных экономических реформ, направленных в конечном итоге на устранение двух вышеназванных основных причин образования внешнего государственного долга. На финансирование реформ (например, реформирование государственного управления, системы социальной защиты) в Беларуси направляются незначительные, по сравнению с общим объемом суверенного долга, средства по линии МБРР.

Счет текущих операций должен быть сбалансирован в отчетном периоде (финансовом году). Страна должна найти источник покрытия превышения расходования средств по импорту над поступлениями от экспорта, если таковое превышение имеется. Дефицит текущего счета платежного баланса может иметь объективно обусловленную природу –

---

<sup>2</sup> Бюджетный кодекс Республики Беларусь, 16 июля 2008 г. № 412-3.

вызваться отраслевыми особенностями экономики, например, необходимостью расходовать значительные средства на импорт минерального сырья при недостаточности добычи полезных ископаемых. Естественный путь устранения дефицита счета текущих операций – наращивание экспорта товаров и услуг. Если этого по тем или иным причинам не происходит, счет текущих операций балансируется посредством создания профицита счета капитальных операций. Профицит счета капитальных операций может достигаться двумя путями: привлечением внешних заимствований либо привлечением прямых иностранных инвестиций. Специфика белорусской экономики состоит в том, что в условиях недостаточности притока прямых иностранных инвестиций вследствие неблагоприятного инвестиционного климата в стране основным источником покрытия дефицита счета текущих операций являются внешние заимствования государства. Таким образом, дефицит текущего счета устраняется в экономике Беларуси через внешние государственные заимствования по счету капитальных операций.

Следует отметить, что сам по себе внешний государственный долг не является отрицательным явлением. Скорее наоборот: внешние заимствования дают возможность инвестировать и потреблять в текущем моменте сверх предела, создаваемого уровнем сбережений. В этом смысле нет различия между долгом на микроэкономическом и макроэкономическом уровнях. В той мере, в какой не только допустимо, но и желательно внешнее финансирование на микроэкономическом уровне – в деятельности организаций, допустимо и желательно использование внешнего финансирования и на макроэкономическом уровне – в деятельности государства. Все дело в условиях, на которых привлекаются внешние заимствования – в цене обслуживания внешнего долга и в способности экономики эффективно утилизировать внешние финансовые ресурсы. При решении вопроса о привлечении внешнего финансирования должно соблюдаться золотое правило заимствования (одна из составляющих эффекта финансового рычага): цена заимствования должна быть ниже, чем отдача от капитала – рентабельность активов. В транзитивной экономике постсоветского типа достаточно сложно получить информацию о рентабельности капитальных активов для всей экономики в целом в силу невозможности оперативного определения рыночной цены активов. Поэтому в первом приближении в качестве критерия оценки эффективности внешних заимствований может быть использован показатель рентабельности реализованной продукции либо показатель рентабельности продаж.

Согласно рекомендациям МВФ приемлемой величиной дефицита счета текущих операций является показатель 2-3% ВВП. Внешние

заимствования на покрытие такого дефицита могут обслуживаться в обычном (стандартном) режиме. В Республике Беларусь отрицательное сальдо текущего счета имеет устойчивый характер. В последние годы оно несколько уменьшилось в связи со сворачиванием программы модернизации экономики, по которой проходили большие закупки машин и оборудования по импорту. Однако вследствие ухудшения показателей внешней торговли и сокращения ВВП по итогам 2014 года дефицит текущего счета составил 6,9%, 2015 года – 3,8%. За первый квартал 2016 года дефицит текущего счета вырос до 14% ВВП<sup>3</sup>.

Еще одной причиной образования внешнего государственного долга Беларуси является, как было отмечено выше, недостаток внутренних ресурсов для финансирования инвестиций. Экономика Беларуси в относительно благоприятные периоды роста генерировала прибыль в размере порядка 5 млрд. долл. США. Этого достаточно для финансирования только третьей части потребности в инвестициях – общая потребность в инвестициях составляет порядка 15 млрд. долл. США в год. В настоящее время белорусская экономика находится в фазе рецессии экономического цикла. Генерируемая ею прибыль – порядка 2 млрд. долл. США в 2015 году – недостаточна даже для поддержания простого воспроизводства. Ситуация с внутренними источниками финансирования инвестиций продолжает ухудшаться. За первое полугодие 2016 года величина чистой прибыли реального сектора экономики Беларуси составила 66% к аналогичному периоду 2015 года<sup>4</sup>.

Недостаточность внутренних источников финансирования инвестиций в белорусской экономике компенсировалось долгое время внешними заимствованиями. В условиях неэффективного использования внешнего финансирования это приводило к росту валового внешнего долга. Структурные проблемы экономики – наличие значительного количества организаций, которые не в состоянии переработать внешние заимствования в конкурентоспособный на внешних рынках продукт – приводили к дисбалансу между импортом и экспортом, нарастанию дефицита текущего счета, покрытию его за счет роста внешнего долга и, в конечном итоге, к сегодняшним проблемам в обслуживании суверенного долга.

<sup>3</sup> Официальная национальная статистика Республики Беларусь: оперативные данные, Национальный статистический комитет Республики Беларусь, <http://belstat.gov.by>.

<sup>4</sup> Там же.

## **Использование средств, полученных от внешних государственных заимствований**

Куда и с каким эффектом направляются средства, получаемые государством от внешних заимствований? Ответ на этот вопрос зависит от состояния экономики – ее способности перерабатывать внешние заимствования в прибыль, достаточную, для развития экономики и обслуживания суверенного долга. В странах с развитой рыночной экономикой, имеющих профицит текущего счета, внешние заимствования направляются на внутренние инвестиции, сохраняя при этом высокий уровень потребления. Внешние государственные заимствования могут расходоваться также на покрытие дефицита государственного бюджета. За счет внешних суверенных заимствований экономически развитые страны могут себе позволить в текущем периоде иметь больше расходов, чем позволяют доходы. Суверенный долг экономически развитых стран по этой причине – поддержания высокого уровня текущего потребления и инвестирования – сопоставим с ВВП.

В транзитивной белорусской экономике суверенные заимствования используются, в первую очередь, для поддержания финансовой устойчивости: за счет внешних заимствований формируются ЗВР, так как имеют место проблемы с формированием резервов по результатам внешней торговли – отсутствует профицит текущего счета платежного баланса. В свою очередь, при возникновении кассовых разрывов, в экстренных ситуациях ЗВР в транзитивных экономиках направляются на обслуживание суверенного долга. Часть государственных заимствований направляется в национальную экономику на финансирование инвестиций. Проводятся такого рода инвестиции через соответствующие статьи расходов бюджета, а также через выдачу инвестиционных кредитов ОАО «Банк развития Республики Беларусь» и системообразующими банками – ОАО «АСБ Беларусбанк» и ОАО «Белагропромбанк». Особенность белорусской экономической модели состоит в том, что импортный поток, направляемый на создание и обслуживание инвестиций, не перекрывается притоком денежных средств от экспорта. Средства от внешних заимствований используются неэффективно. Топ-менеджмент белорусского корпоративного государства не в состоянии реформировать структуру экономики таким образом, чтобы внешние заимствования перерабатывались бы в конкурентный продукт и услуги.

## **Истоки кризиса внешнего государственного долга Беларуси**

Сегодняшняя неблагоприятная ситуация с обслуживанием внешнего государственного долга – это последствия отсроченных проблем белорусской экономики, начавшихся формироваться с 2008 года, когда в расчетах за энергоносители между Россией и Беларусью стал осуществляться постепенный переход на так называемые равнодоходные цены, что изменило в худшую сторону ситуацию с внешнеторговым сальдо. С этого момента Россия стала выделять так называемые стабилизационные государственные кредиты, положившие основу наращивания суверенного долга Беларуси.

Еще одной причиной долгового кризиса является масштабная техническая модернизация основных средств государственных предприятий, проведенная правительством в 2006-2013 годах вместо модернизации (реформирования) социально-экономической модели корпоративного государства. Попытка посредством модернизации машин и оборудования создать основу для последующего экономического роста оказалась неудачной. Закупленные за счет кредитов по импорту оборудование и технологии не принесли предполагавшейся отдачи, существенным образом ухудшив ликвидность балансов организаций реального сектора и банковской системы. Модернизация придала динамику процессам накопления плохих долгов. Попытка за счет технической модернизации оборудования решить социально-экономические проблемы сходна по методам проведения и последствиям с политикой «ускорения социально-экономического развития», ускорившей процессы дестабилизации экономики Советского Союза, который оказался не в состоянии обслуживать внешний государственный долг, образовавшийся в результате приобретения импортного оборудования и технологий.

Специфика белорусской ситуации заключается еще и в том, что /внешний государственный долг, по которому происходят расчеты в настоящее время, формировался в период высоких темпов роста ВВП – порядка 7-8%. Обслуживать и погашать долг приходится в период стагнации белорусской экономики.

## **Допустимая цена обслуживания суверенного долга**

Суверенные долги транзитивных развивающихся экономик имеют чрезвычайно высокую цену. Беларусь, как и другие страны, относящиеся к этой группе, не может номинировать свой суверенный долг в национальной валюте в силу высоких рисков, присущих такого рода

финансовым инструментам: белорусский суверенный долг, номинированный в рублях, не нужен нерезидентам ни на каких (даже самых выгодных) условиях.

Развивающиеся транзитивные экономики находятся в крайне невыгодном положении: размещают ресурсы, формирующие ЗВР, по очень низкой цене – менее 1%, а привлекают иностранные финансовые средства по очень высокой цене – более 7%, превышающей для них в разы цену размещения. Ситуация с неблагоприятными условиями для суверенных заимствований развивающихся экономик исследована мировой экономической наукой<sup>5</sup>. Барри Эйхенгрин и Рикардо Хаусманн образно назвали ситуацию высоких процентных ставок, когда внешний государственный долг номинирован в иностранной валюте «первородным грехом развивающихся рынков»<sup>6</sup>.

В слабых, неустойчивых транзитивных экономиках, во-первых, нерезиденты не покупают национальные долги в национальной валюте вследствие больших рисков и, во-вторых, риски по кредитам в иностранной валюте перекладываются на заемщика, что делает высокими процентные ставки по кредитам. Индикатором желания нерезидентов инвестировать в суверенные государственные долги служат низкие процентные ставки по инструментам долга (например, государственным облигациям). Нерезидентам выгодно занимать в национальной валюте до тех пор, пока внутренняя норма рентабельности капитала превышает процентную ставку по долговым инструментам. В экономике Беларуси ситуация обратная.

Критерием приемлемости формирования долговых обязательств государства является сравнение рентабельности активов национальной экономики с процентной ставкой по внешним заимствованиям. Рентабельность продаж составила на 01.07.2016 6,8%, рентабельность реализованной продукции, товаров, работ, услуг – 8,5%<sup>7</sup>. Рассмотрим, какие из составных частей государственного долга Беларуси соответствуют приведенному выше критерию.

Государственные облигации, номинированные в иностранной валюте, для физических лиц эмитируются в 2016 году с доходностью от 5,5% до 6,9% в зависимости от срока. Для юридических лиц доходность составляет в настоящее время от 6,5% до 7,5%. Из всех структурных

---

<sup>5</sup> См., например: Olivier Blanchard, *The Economics of Post communist transition*, Clarendon Press, Oxford, 1997.

<sup>6</sup> B. Eichengreen, R. Hausmann, *Exchange Rates and Financial Fragility*, Working Paper 7418, National bureau of economic research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, November 1999.

<sup>7</sup> Официальная национальная статистика Республики Беларусь: оперативные данные, Национальный статистический комитет Республики Беларусь, <http://belstat.gov.by>.



элементов государственного долга Беларуси наиболее дорогими в обслуживании являются еврооблигации правительства Беларуси. Еврооблигации правительства Беларуси торговались в среднем по цене порядка 8% (в неблагоприятные периоды ставка поднималась до уровня 15%), в 2016 году их доходность понизилась до порядка 6,5%. По сравнению со ставкой процента по еврооблигациям стран с развитой рыночной экономикой цена белорусских заимствований достаточно высока. Под меньший процент кредитует МВФ, который выдвигает требования по преобразованию административно-командной экономики в рыночную.

Для определения приемлемости еврооблигаций, как источника внешних заимствований, необходимо сравнивать цену их обслуживания с рентабельностью продаж на макроэкономическом уровне. В 2015 году рентабельность продаж была ниже, а в 2016 году стала сопоставима с ценой обслуживания еврооблигаций, что делает проблематичным для Беларуси использование последних в качестве инструмента формирования суверенного долга. Белорусская экономика не в состоянии отработать такие дорогие заимствования. Вместе с тем, без нахождения новых источников рефинансирования стране грозит дефолт по суверенному долгу.

Таким образом, приходится констатировать, что внешний белорусский государственный долг не сбалансирован по структуре. Наряду с относительно недорогими элементами – например, кредитами ЕБРР и МБРР, МВФ (до погашения в 2016 году), в нем присутствуют и дорогие пассивы – евробонды, кредиты ЕАЭС, квазисуверенный долг – валютные облигации Министерства финансов и Национального банка.

### **Взаимосвязь между внутренним государственным долгом и суверенным долгом**

Внутренний государственный долг имеет свою собственную природу, отличную от природы внешнего долга. Внутренний государственный долг представляет собой результат финансовых заимствований, осуществляемых в целях покрытия дефицита государственного бюджета. Одной из причин образования дефицита государственного бюджета является финансирование обслуживания суверенного долга. Кроме расходов по обслуживанию внешнего долга существует достаточно много иных расходных статей бюджета, формирующих его дефицит.

В Беларуси до 2014 года проблема дефицита государственного бюджета не возникала, так как, с одной стороны, действовал льготный период обслуживания внешнего государственного долга (так называемый грейс-период – *grace period*), с другой – имело место эмиссионное

финансирование экономики, проводимое через средство директивного кредитования. Эмиссионное финансирование вызывало инфляцию, а инфляционный рост доходов государственного бюджета приводил к возможности поддерживать на необходимом уровне расходы. В финансировании дефицита бюджета посредством государственных заимствований необходимости не было (хотя имел место квазифискальный дефицит государственного бюджета, обусловленный квазибюджетным кредитованием государственных организаций банками).

Положение дел изменилось, во-первых, с завершением грейс-периода расчета по внешнему государственному долгу и, во-вторых, с отказом от политики эмиссионного финансирования экономики. Доходы бюджета стали терять инфляционную составляющую, к погашению начали предъявляться значительные величины суверенного долга. В этих условиях быстрыми темпами начал наращаться внутренний государственный долг: при расчетах по суверенному долгу в условиях сокращения доходной части бюджета образуется дефицит государственного бюджета, который, в свою очередь, финансируется посредством внутренних государственных заимствований – государственного кредита. Для аккумулирования денежных средств, направляемых на погашение и обслуживание внешнего государственного долга, используются, в частности, валютные облигации Министерства финансов.

Денежные средства, которые направляются на обслуживание и погашение государственного долга Беларуси, относительно невелики по сравнению с обслуживанием долга в других странах. Например, в Греции государственный долг значительно превышает ВВП (178% к ВВП в 2013 году)<sup>8</sup>. Однако, цена белорусских заимствований гораздо выше греческих, а возможности Беларуси невелики по сравнению с возможностями других стран: ВВП Беларуси на душу населения в 5 раз ниже по сравнению с аналогичным показателем Греции. Проблема Беларуси в том, что ее экономика не генерирует прибыль, достаточную для обслуживания внешнего долга в штатном режиме и для обеспечения приемлемого экономического роста. В 2014-2015 годах правительству Беларуси напряженными усилиями удавалось рассчитываться в срок по внешним государственным заимствованиям. Однако ценой этого стало ограничение возможностей экономического роста, рецессия экономики. Таким образом, специфика Беларуси состоит в том, что потребности обслуживания и погашения суверенного долга создают проблемы с поддержанием необходимых темпов экономического роста. Учитывая, что неблагоприятный режим выплат по суверенному долгу сохранится по меньшей мере в течение

---

<sup>8</sup>Официальный сайт Всемирного банка. <http://www.data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS?locations=GR>.

трех последующих лет, ситуация с внешним долгом может быть охарактеризована как кризис суверенного долга Беларуси.

### **Показатели, используемые для диагностирования долговой устойчивости**

Показатели, диагностирующие долговую устойчивость, целесообразно разделить на две группы: показатели первой группы характеризуют объемные параметры долга – его отношение к ВВП, показатели второй группы характеризуют параметры обслуживания долга. Нарушение их предельных значений свидетельствует о неблагополучии в обслуживании долга. Приведем наиболее значимые, по нашему мнению, общепризнанные показатели. Показатели первой группы: отношение внешнего государственного долга к ВВП (согласно рекомендациям МБРР значение показателя не должно превышать 25%); отношение внутреннего государственного долга к ВВП (не более 20%); отношение валового внешнего долга к ВВП (не более 55%); величина ЗВР (не менее 3-х месячного объема импорта). Показатели второй группы: отношение платежей по обслуживанию внешнего государственного долга к доходам бюджета (не более 15%); отношение общих платежей по обслуживанию долга к экспорту товаров и услуг (не более 15%); отношение валового внешнего долга к объему экспорта (не более 100%).

### **Динамика показателей долговой устойчивости Республики Беларусь**

Государственный долг Республики Беларусь на 01.01.2016 увеличился по сравнению с началом 2015 года на 66,4%. На 01.06.2016 государственный долг составил 352,9 трлн. рублей и увеличился по сравнению с началом 2016 года на 24,3 трлн. рублей (7,4%). Внутренний государственный долг на 01.01.2016 составил 97,4 трлн. рублей и увеличился за 2015 год на 101,4%. На 01.07.2016 внутренний государственный долг сократился до 94,0 трлн. рублей. Внешний государственный долг за 2015 год практически не увеличился и составил на 01.01.2016 12,4 млрд. долл. США, на 01.06.2016 – 13,1 млрд. долл. США<sup>9</sup>.

Отношение внешнего долга органов государственного управления к ВВП на 01.01.2015 составляло 16,6%, на 01.10.2015 – 20%, на 01.01.2016 – 23,6%, на 01.06.2016 – 29%. Если учитывать квазисуверенный долг в форме валютных облигаций Министерства финансов и Национального банка, то доля государственного долга, номинированного в иностранной

<sup>9</sup> Официальная национальная статистика Республики Беларусь: оперативные данные, Национальный статистический комитет Республики Беларусь, <http://belstat.gov.by>.

валюте, составила на 01.01.2016 около 37% от ВВП<sup>10</sup>. Пороговое значение этого показателя оказалось значительно превышено в 2016 году.

Неудовлетворительно обстоят дела также и с валовым внешним долгом (включающим кроме государственного долг банковского и корпоративного сектора, а также прочих организаций). Валовой внешний долг составил на 01.01.2016 38275,0 млн. долл. США, то есть порядка 70% ВВП, существенно превысив пороговое значение. Отношение валового внешнего долга к экспорту товаров и услуг также превысило пороговое значение и составило 116,8% на 01.01.2016.

Не соответствует нормативному значению величина ЗВР страны, которая в 2015 – 2016 годах находится на уровне 2-х месячного импорта – значительно ниже порогового значения. Еще более тревожным является то обстоятельство, что величина ЗВР Беларуси сопоставима с годовыми платежами по внешнему государственному долгу. Величина ЗВР настолько мала, что в случае возникновения кассового разрыва в графике платежей по суверенному долгу и одновременном возникновении спекулятивной атаки на рубль, ликвидной части ЗВР будет недостаточно для устранения кассового разрыва и осуществления необходимых интервенций на валютном рынке. Это особенно очевидно, учитывая, что наиболее ликвидная часть ЗВР (порядка 1,8 млрд. долл. США) не достигает и половины от их общей величины.

Отношение внутреннего государственного долга к ВВП выросло за 2015 год с 5,7% до 9,8%. В 2016 году оно продолжало расти и составило на 01.06.2016 11%.

Важными индикаторами наличия долговых проблем являются показатели обслуживания долга. Отношение средств, направленных на обслуживание внешнего государственного долга (погашение основной части долга и выплату процентов), к доходам бюджета составило в 2015 году более 20% (пороговое значение – не более 15%). В I квартале 2016 года этот показатель вырос до 24%<sup>11</sup>.

## **Содержание и цели управления внешним государственным долгом**

В узком смысле управление государственным долгом представляет собой деятельность правительства по определению потребностей в заимствованиях, выбору инструментов заимствований, согласованию с кредиторами условий заимствований, формированию долга, его

---

<sup>10</sup> А. Чубрик, Три вопроса об одной нерешенной задаче экономики Беларуси. – Исследовательский центр ИПМ, Минск, 2016.

<sup>11</sup> Официальная национальная статистика Республики Беларусь: оперативные данные, Национальный статистический комитет Республики Беларусь, <http://belstat.gov.by>.

мониторингу, обслуживанию, оптимизации структуры и цены обслуживания, поддержанию на безопасном уровне, погашению долговых обязательств государства. В широком смысле управление государственным долгом в качестве первичного элемента предполагает четкое определение целей. Рационально управляемый государственный долг образуется в целях обеспечения условий устойчивого роста национальной экономики, поддержания высокого уровня накопления и потребления. Для воплощения названных целей в жизнь важна постоянно осуществляемая фиксация содержания и направлений использования внешних государственных заимствований. Если анализ показывает, что эффективному использованию привлеченных средств мешает нерациональная структура экономики, внешние заимствования должны быть направлены в первую очередь на совершенствование (реформирование) этой структуры. Утрата рационального целеполагания означает, по нашему мнению, нецелевое расходование привлеченных государством ресурсов. Таковым следует признать консервацию существующей неэффективной структуры экономики.

Утилитарной целью управления суверенным долгом является минимизация долговой нагрузки в единицу времени (финансовый год). Достигаться она может, во-первых, за счет снижения цены долговых обязательств, во-вторых, за счет удлинения срока заимствований.

### **Методы управления государственным долгом**

Традиционными методами управления государственным долгом являются следующие: рефинансирование долга, реструктуризация долга, конверсия долга, секьюритизация долга.

*Рефинансирование государственного долга* – погашение существующих государственных займов за счет привлечения новых. Рефинансирование предполагает осуществление повторных заимствований для того, чтобы рассчитаться по старым долгам. Этот метод управления долгом чаще всего применяется заемщиком при невозможности исполнения существующих обязательств в полном объеме. При рефинансировании долга происходит перенос его погашения на более поздний срок, тем самым осуществляется перераспределение финансовой нагрузки на заемщика: она уменьшается в краткосрочном периоде и, соответственно, увеличивается в среднесрочном. Специфика сегодняшней ситуации в Беларуси как раз и заключается в том, что обслуживание суверенного долга перешло в режим рефинансирования. Рефинансируются, в частности, кредиты, предоставленные правительством и банками Российской Федерации (что касается кредитов МВФ, то они не

рефинансировались, а погашались). Рефинансирование позволяет снять остроту проблемы обслуживания обременительного долга, но не устраняет причину его образования. При этом теряются стратегические цели управления долгом. Если не решается проблема кризиса суверенного долга, то его рефинансирование вовлекает страну в долгий процесс наращивания долга.

*Реструктуризация государственного долга.* Бюджетный кодекс Республики Беларусь под реструктуризацией государственного долга подразумевает «основанное на соглашении с займодавцем прекращение долговых обязательств Республики Беларусь, составляющих государственный долг Республики Беларусь, с заменой указанных долговых обязательств иными долговыми обязательствами Республики Беларусь, предусматривающими другие условия обслуживания и погашения долговых обязательств Республики Беларусь»<sup>12</sup>.

В результате реструктуризации должнику предоставляется какая-либо уступка или преимущество. Практически это означает изменение условий долгового контракта, предусматривающие, например, пролонгирование сроков выплаты долга, отсрочку уплаты процентов либо основного долга. Беларусь широко использовала метод реструктуризации долга в отношении государственных кредитов, предоставляемых Российской Федерацией. В таких кредитных соглашениях для Беларуси всегда предусматривается, например, льготный период погашения долга. В отношении государственных кредитов Российской Федерации возникали ситуации, когда российская сторона «прощала» часть долга белорусской стороне в качестве жеста доброй воли. Следует, однако, отметить, что информация о реструктуризации долга не остается без последствий для имиджа заемщика – может ограничить доступ к другим источникам финансирования либо вызвать повышение цены обслуживания других долгов заемщика.

*Конверсия государственного долга* предполагает различные механизмы сокращения величины внешней задолженности путем превращение ее в долгосрочные иностранные инвестиции. Такой метод отличается от обычной продажи организаций государственной собственности тем, что напрямую завязан на сокращение государственного долга. Конверсия может проводиться в форме обмена внешнего долга на собственность или на ценные бумаги государства-должника. Она является достаточно радикальным методом управления государственным долгом, так как в результате ее проведения увеличивается доля иностранного капитала в экономике страны. Механизмы ее осуществления разнообразны. Например, заинтересованные организации страны – кредитора выкупают у

---

<sup>12</sup> Бюджетный кодекс Республики Беларусь, 16 июля 2008 г. № 412-3.

своего государства или банков обязательства государства – должника и с обоюдного согласия используют их для приобретения собственности. Данный метод можно реализовать также путем проведения тендеров по обмену пакетов акций приватизированных предприятий на долговые обязательства государства. Обмен долговых обязательств может проводиться и через деятельность инвестиционных фондов, в активы которых передаются принадлежащие государству пакеты акций приватизированных предприятий. Прецедентов использования конверсии долга в Беларуси еще не было, в отличие, например, от России и Украины. Ограниченность применения такого метода управления государственным долгом для Беларуси заключается в отсутствии политической воли в проведении приватизации в пользу иностранных инвесторов, а также в ограниченности привлекательных для иностранных инвесторов объектов приватизации.

*Секьюритизация государственного долга* представляет собой превращение долгов в ценные бумаги для продажи их на финансовом рынке. При использовании этого метода управления долгом страна-должник эмитирует новые долговые обязательства в виде облигаций, которые либо непосредственно обмениваются на старый долг, либо продаются. В случае продажи полученные средства направляются на погашение старых обязательств. Если новые ценные бумаги торгуются на рынке с меньшим дисконтом, такая операция приведет к сокращению цены обслуживания долга. Примером развития такого рода отношений по управлению внутренним государственным долгом являются операции обратного РЕПО на аукционной основе с государственными ценными бумагами, полученными в результате секьюритизации государственного долга, проводимые Национальным банком в 2005 году. Посредством таких операций происходила реструктуризация задолженности правительства перед Национальным банком.

*Замещение внешнего государственного долга внутренним.* В Беларуси активно используется такой инструмент управления суверенным долгом, как перевод внешнего долга во внутренний посредством эмиссии валютных облигаций Министерства финансов и Национального банка. Суть замещения состоит в том, что средства, полученные от размещения облигаций, зачисляются в состав ЗВР. Формируя ЗВР таким способом, государство не осуществляет внешних заимствований, однако увеличивает внутренний долг в иностранной валюте. Такой долг подходит под определение квазисуверенного долга.

В 2015 году резко – на 104% – вырос внутренний государственный долг. Причиной роста долга явилась недостаточность доходов бюджета, направляемых на обслуживание внешнего государственного долга.

Государству потребовались денежные средства в иностранной валюте. И оно их получило через продажу облигаций.

Всего на 01.01.2016 Министерством финансов было размещено облигаций на сумму, эквивалентную 2137,5 млн. долл. США<sup>13</sup>. непогашенная сумма валютных облигаций, эмитированных Национальным банком, составила на 01.06.2016 2750 млн. долл. США. Таким образом, совокупный внутренний долг органов государственного управления, номинированный в иностранной валюте, составил на 01.06.2016 порядка 5000 млн. долл. США. О масштабах этого явления говорит тот факт, что на выплату процентов по облигациям Национальный банк расходует порядка 200 млн. долл. США в год, что сопоставимо с прибылью всей банковской системы Беларуси. Около 150 млн. долл. США в год расходует на выплату дохода по облигациям Министерство финансов.

Понятно, что источником выплат такого масштаба может быть только рефинансирование долга по нарастающей. Так, если в 2014 году Национальным банком было эмитировано облигаций на сумму 266,9 млн. долл. США, то в 2015 году – на сумму 1923,8 млн. долл. США, а за 6 месяцев 2016 года – на сумму 1500 млн. долл. США. Но простое рефинансирование долга представляет собой серьезную задачу для Национального банка: в 2016 году к погашению будет предъявлено валютных облигаций на сумму порядка 1800 млн. долл. США, в 2017 – на сумму более 950 млн. долл. США (по состоянию на 01.06.2016). Особенно если учесть, что в связи с уменьшением собственного капитала ряда ведущих банков по причине перевода стандартных активов в проблемные, у банковской системы, как основного покупателя валютных облигаций, снижаются возможности для такого рода деятельности. Кроме того, на ситуацию неблагоприятно влияет тот факт, что за период с 1 сентября 2014 года по 1 мая 2016 года из банковской системы ушло порядка 1700 млн. долл. США депозитов физических лиц<sup>14</sup>.

Следует отметить, что ранее Национальный банк уже осуществлял замещение внешнего государственного долга внутренним посредством организации СВОПов – обмена валюты коммерческих банков на рубли Национального банка на определенный промежуток времени. Эти операции прекратились по настоятельной просьбе миссии МВФ. Замещение внешнего долга внутренним позволяет Министерству финансов и Национальному банку вносить посильный вклад в решение

---

<sup>13</sup> Официальный сайт Министерства финансов Республики Беларусь, <http://www.minfin.gov.by/>.

<sup>14</sup> Бюллетень банковской статистики, №6, 2016, [http://nbrb.by/statistics/buletin/2016/bulletin2016\\_1.pdf](http://nbrb.by/statistics/buletin/2016/bulletin2016_1.pdf).



проблемы обслуживания суверенного белорусского долга. Без использования этих финансовых инструментов государство было бы не в состоянии рассчитываться по внешнему долгу.

Следует отметить, что ни у Министерства финансов, ни у Национального банка на настоящий момент нет ни тактического, ни стратегического плана по постепенному погашению задолженности по эмитированным облигациям. Частично средства от реализации облигаций воплотились в ЗВР. Другая часть денежных средств была инвестирована в убыточные проекты, затрачена на приобретение оборудования и технологий вместо создания бизнеса и рыночной среды. При таких обстоятельствах управление квазисуверенным долгом свелось к его рефинансированию. Такая же метаморфоза произошла и с суверенным долгом. Если к вышесказанному добавить, что Министерство финансов и Национальный банк не координируют между собой деятельность по формированию и обслуживанию валютного долга, то станут понятными претензии к качеству управления государственным долгом в Республики Беларусь.

Рассмотренными выше методами не ограничивается управления суверенным долгом. Не используется в Беларуси, например, такая форма внешнего финансирования, практикуемая ЕБРР, как акционерное участие в инвестиционных проектах – так называемое equity financing. Препятствием для ее реализации является сложность стыковки экономической модели корпоративного государства с рыночной экономической моделью.

### **Предел устойчивости суверенного долга Беларуси**

Выше нами отмечалось, что в настоящий момент только половина суверенного долга обслуживается за счет расходов консолидированного государственного бюджета Беларуси. Остальная часть выплат по внешнему государственному долгу рефинансируется. Расчеты показывают, что если бы государственный долг обслуживался в стационарном режиме, а не в режиме рефинансирования, профицит консолидированного бюджета должен был бы быть в размере порядка 7% ВВП (или 25% доходов государственного бюджета). Создание бюджетного профицита такого размера невозможно, по той причине, что это означало бы изъятие из экономики (в виде налогов и тому подобных отчислений) средств, которых у частного сектора, находящегося в рецессии, в настоящее время нет. Более того, подобного рода планирование исполнения бюджета означало бы создание условий, усугубляющих рецессию экономики. Даже при сложившемся фактическом дефиците государственного бюджета в размере 2,5% ВВП белорусская экономика

находится в ситуации кризиса суверенного долга – не может погасить обременительные для экономического роста внешние заимствования.

Из двух возможных вариантов выхода из состояния кризиса суверенного долга – экономии на расходах, либо создания условий для экономического роста – правительство в силу своих политико-экономических предпочтений – сохранение модели корпоративного государства – выбрало наихудший. Однако опыт обслуживания суверенного долга государствами, оказавшимися в подобной ситуации (например, Греции), показывает, что разрешить проблему обременительного долга за счет экономии на расходах частного, общественного сектора экономики и домашних хозяйств крайне затруднительно, если вообще возможно. Для ликвидации обременительного долга необходимо создать условия для экономического роста. Только в этом случае изменится неблагоприятное отношение долга к ВВП.

В белорусской экономике образовался порочный замкнутый круг: чтобы погасить обременительный внешний долг, надо обеспечить экономический рост, финансированию роста, в свою очередь, препятствует необходимость отдавать на обслуживание и погашение внешнего долга всю прибыль, генерируемую экономикой.

## **Выводы**

Проблема погашения и обслуживания внешнего государственного долга является одной из составных частей долгового кризиса, с которым столкнулась экономика Беларуси<sup>15</sup>.

Специфика обслуживания государственного долга Беларуси в настоящее время заключается в том, что его приходится осуществлять в режиме рефинансирования. Средства, идущие на погашение и обслуживание государственного долга, с 2015 года превышают величину генерируемой белорусской экономикой прибыли. Экономика работает на покрытие долга, а не на развитие. Сложившийся характер формирования и погашения суверенного долга вошел в противоречие с задачей роста национальной экономики.

Кризис суверенного долга Беларуси связан с нарушением ликвидности субъектов хозяйствования в результате эмиссионного финансирования роста, осуществляемого посредством директивного кредитования. Управление внешним государственным долгом, таким

---

<sup>15</sup> О причинах возникновения долгового кризиса в экономике Беларуси мы писали в статье Егоров А.В., Воспроизводство долговых кризисов в транзитивной экономике: причины, содержание, механизм действия, ГВУЗ «Переяслав–Хмельницкий государственный педагогический университет имени Григория Сковороды. Экономический вестник университета. Сборник научных трудов ученых и аспирантов. Выпуск 29/2, Переяслав Хмельницкий, 2016, С.364-371.

образом, в создавшейся ситуации должно осуществляться в контексте восстановления ликвидности и кредитоспособности реального сектора экономики посредством проведения содержательных, а не имитационных, структурных экономических реформ.

Управление государственным долгом должно быть организовано на рыночных принципах и направлено на создание благоприятных условий для экономического роста, а не на консервацию существующей неэффективной структуры экономики.

## Библиография

- Blanchard O., *The Economics of Post communist transition*, Clarendon Press, Oxford, 1997.
- Eichengreen B., Hausmann R., *Exchange Rates and Financial Fragility*, Working Paper 7418, National bureau of economic research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, November 1999.
- Бюджетный кодекс Республики Беларусь, 16 июля 2008 г. № 412-3.
- Бюллетень банковской статистики, №6, 2016, [http://www.nbrb.by/publications/bulletinRegional/Stat\\_Bulletin\\_Regional\\_2016\\_6.pdf](http://www.nbrb.by/publications/bulletinRegional/Stat_Bulletin_Regional_2016_6.pdf)
- Егоров А.В., Воспроизводство долговых кризисов в транзитивной экономике: причины, содержание, механизм действия, ГВУЗ Переяслав–Хмельницкий государственный педагогический университет им. Григория Сковороды. Экономический вестник университета. Сборник научных трудов ученых и аспирантов. Выпуск 29/2, Переяслав Хмельницкий, 2016, С.364-371.
- Официальная национальная статистика Республики Беларусь: оперативные данные, Национальный статистический комитет Республики Беларусь, <http://belstat.gov.by>.
- Официальный сайт Всемирного банка. [www.data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS?locations=GR](http://www.data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS?locations=GR)
- Официальный сайт Министерства финансов Республики Беларусь, <http://www.minfin.gov.by/>.
- Чубрик А., Три вопроса об одной нерешенной задаче экономики Беларуси. – Исследовательский центр ИПМ, Минск, 2016.

