

## Факторы роста внешней задолженности: необходимость жесткой монетарной и фискальной политики\*

Комментарий 01/2012

Глеб Шиманович

Проблема внешнего долга стала крайне актуальной после глобального экономического кризиса, преодоление которого во многих странах сопровождалось значительным наращиванием внешнего долга. Последствия этого вылились в сложное экономическое положение многих европейских стран, включая Грецию, Италию, Испанию, Португалию, Великобританию, которые вынуждены урезать государственные расходы в ущерб благосостоянию населения и долгосрочному росту, чтобы не допустить долгового кризиса, грозящего новой волной мировой рецессии. К тому же кризис значительно изменил структуру мировой экономики, лишив ее основ роста, действовавших до кризиса. В таких условиях с учетом выросшей осторожности инвесторов уровень допустимого с точки зрения финансовой устойчивости внешнего долга стран с развивающейся экономикой значительно снизился. По оценкам экономистов К. Рогоффа (профессора Гарварда) и К. Райнхарт (старший научный сотрудник Института мировой экономики Петерсона), представленным в 2010 г., предельный уровень внешнего долга, после которого его наращивание ведет к замедлению роста, составляет всего 60%.<sup>1</sup>

### Проблема устойчивости

Беларусь долгие годы сохраняла уровень внешней задолженности существенно ниже этого порогового значения. Однако ситуация начала меняться в 2007 г., когда Беларусь обратилась за межправительственным кредитом России. С тех пор валовой внешний долг Беларуси вырос в разы и к концу 2010 г. превысил 50% от ВВП. На фоне резкого обесценивания белорусского рубля в 2011 г., уровень долга, номинированного в иностранной валюте, вырос до 62.3% от ВВП. Такие высокие темпы роста внешней задолженности (см. рис. 1) делают актуальной проблему ее устойчивости.

Ключевым показателем устойчивости валового внешнего долга является его соотношение с ВВП. В Беларуси оно в 2011 г. превысило пороговое значение в 55%, установленное концепцией национальной безопасности. По прогнозу МВФ (опубли-

\* Данный комментарий был подготовлен для Белорусского института стратегических исследований (BISS) в рамках BISS Fellowship. Оригинальный текст комментария доступен на сайте BISS <http://belinstitute.eu/>.



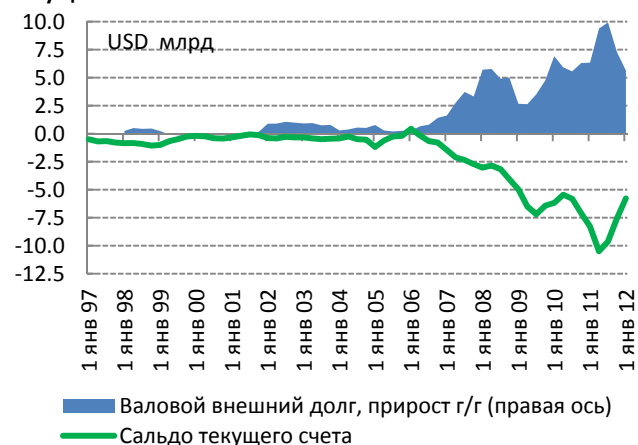
ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
ЦЕНТР ИГМ

исследования • прогнозы • мониторинг

ул. Захарова 50 Б, 220088, г. Минск, Беларусь  
тел./факс: +375 (17) 210 0105  
веб-сайт: <http://research.by/>  
e-mail: [research@research.by](mailto:research@research.by)

кованному в страновом отчете в сентябре 2011 г) валовой внешний долг Беларуси к 2016 г. может превысить 85%.<sup>2</sup> Это существенно выше официально установленного предельного уровня валового внешнего долга и общепринятого критического уровня в 60% от ВВП, предложенного Рогоффом и Райнхарт, и свидетельствует о наличии угрозы устойчивости внешнего долга Беларуси в среднесрочной перспективе.

Рис. 1. Динамика валового внешнего долга и дефицита текущего счета\*



\* сальдо текущего счета представлено суммой за последние четыре квартала.

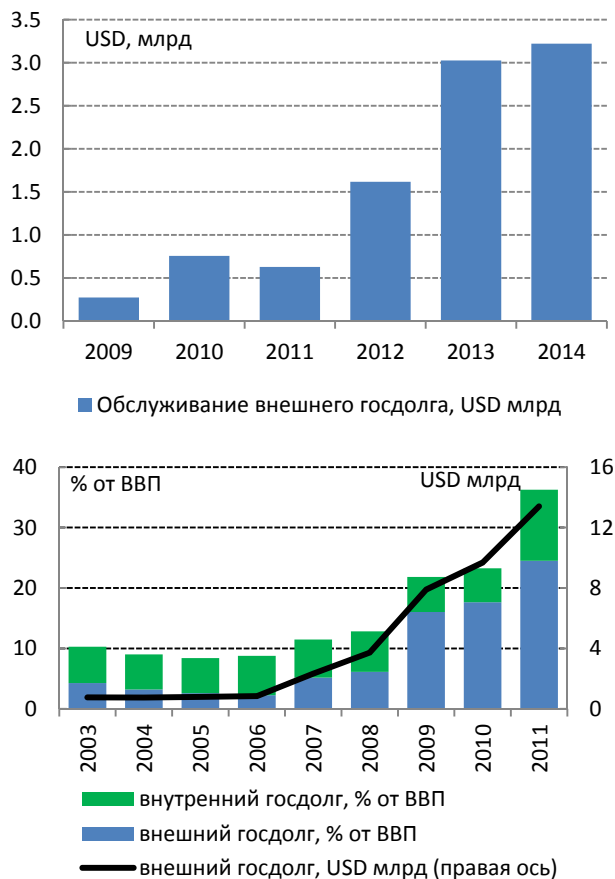
Источник: расчеты на основе данных Белстата и НББ.

Еще один важный показатель устойчивости внешнего долга, характеризующий риск кризиса ликвидности – доля краткосрочного долга, – находится на допустимом уровне и не должен превышать официальный предельно допустимый уровень в среднесрочной перспективе. Текущий удельный вес краткосрочного долга в 42.4% является достаточно высоким, но объясняется большим объемом торговых кредитов. Они способны негативно повлиять на устойчивость валового внешнего долга только в случае резкой остановки внешнеторговых операций, которая уже однажды произошла в конце 2008 г.<sup>3</sup> При других обстоятельствах этот долг автоматически рефинансируется. Этот факт также предопределяет высокий уровень расходов по обслуживанию внешнего долга, что делает анализ связанных с ним индикаторов не столь информативным.

Ключевым источником роста внешнего долга в 2007–2011 гг. были займы органов государственного управления. Согласно официальной статисти-

ке, долг органов государственного управления в конце 2011 г. составил 22.6% от ВВП при официальном пороговом значении в 25% от ВВП. Следовательно, возможности дальнейшего наращивания внешнего государственного долга ограничены, так как новые займы будут связаны с растущим риском неплатежеспособности государства. В краткосрочной перспективе вероятность подобного кризиса минимальна, так как текущие расходы по обслуживанию внешнего госдолга составляют 1% от ВВП (данные за 2011 г.). Однако в долгосрочной перспективе ситуация менее благоприятная. Ожидаемые платежи по государственному долгу составляют USD 1.8 млрд в 2012 г., а в 2013–2014 гг. превысят USD 3 млрд в год (см. рис. 2). Это существенные выплаты (около 3.5% от ВВП в 2012 г.), учитывая относительно низкий уровень международных резервов. Они могут быть или рефинансированы за счет новых займов, возможности привлечения которых ограничены в связи с долговым кризисом в Европе и низким доверием к экономике Беларуси, или выплачены за счет доходов от приватизационных сделок. Более того, эти расходы оказывают дополнительное давление на платежный баланс, что подчеркивает необходимость сокращения дефицита текущего счета.

Рис. 2. Динамика государственного внешнего долга и расходов по его обслуживанию



Источник: расчеты на основе данных Минфина, НББ.

Таким образом, Беларусь столкнулась с возможной угрозой устойчивости внешнего долга. Объем валового внешнего долга и ожидаемых расходов по обслуживанию государственного долга являются ключевыми показателями, которые вызывают сомнения в способности Беларуси управлять внешней задолженностью без последствий для экономического роста.

Существует несколько каналов, через которые внешний долг влияет на экономику страны. Во-первых, возможна ситуация «долгового навеса». Данный эффект возникает, когда уровень внешнего долга превышает возможности страны по его обслуживанию. В таких условиях отсутствуют стимулы для инвестирования в экономику, так как все доходы от инвестиций будут направлены на выплату предыдущих внешних займов. Во-вторых, значительные расходы по обслуживанию долга создают эффект вытеснения. В случае государственного внешнего долга необходимость обслуживать займы сокращает возможности бюджета по финансированию других расходов, в том числе на развитие инфраструктуры, здравоохранение, образование, что подрывает основу долгосрочного экономического роста страны. В-третьих, большой объем внешнего долга создает проблему неопределенности. Становится неочевидным, как долг повлияет на экономику, будет ли проводиться его реструктуризация и на каких условиях, будет ли объявлен дефолт. В таких условиях экономические агенты склонны откладывать решения об инвестировании, даже если макроэкономическая среда в стране улучшается.<sup>4</sup>

### Причины роста внешней задолженности

Наличие данных рисков финансовой устойчивости требует пересмотра политики по наращиванию внешнего долга. В связи с этим важно выявить конкретные факторы, которые стояли за ростом внешнего долга, чтобы их в дальнейшем можно было устранить.

Ключевым фактором роста долга является необходимость балансирования отрицательного сальдо текущего счета. Однако такая задача стояла перед Беларусью и до 2007 г., что, однако не приводило к росту внешнего долга. Проводимая в те годы экономическая политика позволяла избежать накопления долгов, но она сопровождалась другими проблемами – девальвацией и инфляцией. Соответственно, интерес представлял анализ тех каналов и инструментов текущей экономической политики, которые сделали рост внешнего долга в последние годы неизбежным. Анализ был проведен с помощью модели векторной авторегрессии с механизмом корректировки равновесия.

Исследование позволило сделать несколько важных выводов относительно причин наращивания внешнего долга Беларуси.

Во-первых, влияние экономических факторов ощутимо только в долгосрочной перспективе. В краткосрочной перспективе они, в том числе сальдо внешней торговли, оказываются незначимыми, так как текущие изменения в объеме внешнего долга слишком сильно зависят от политической конъюнктуры. Единственным статистически значимым фактором является деловой цикл, динамика которого во многом зависит от политической ситуации и целевых показателей роста. Как следствие, знак коэффициента при деловом цикле положительный, что говорит о процикличности валового внешнего долга: он увеличивается на фазе ускорения роста экономики.

Во-вторых, на динамику валового внешнего долга существенное влияние в долгосрочном периоде оказывает общефакторная производительность. Ее снижение (отражающееся в сокращении эффективности использования труда и капитала в экономике) приводит к необходимости наращивания займов для сохранения высоких темпов роста. Однако анализ показал, что общефакторная производительность и внешний долг являются эндогенными переменными, т.е. динамика долга, в свою очередь, тоже влияет на общефакторную производительность. Следовательно, рост валового внешнего долга в досрочном периоде замедляет экономический рост через снижение эффективности использования имеющихся ресурсов. Это подчеркивает необходимость сокращения темпов роста внешних заимствований, так как данное негативное влияние с ростом задолженности будет только увеличиваться.

В-третьих, динамика кредитования реального сектора оказалась важным фактором роста валового внешнего долга. Наращивание кредитования приводило к росту финансовых возможностей предприятий, увеличению их импорта и внешнего долга, как в форме торговых кредитов, так и в форме общегосударственного долга из-за растущего дефицита текущего счета. При этом не было обнаружено существенного влияния параметров фискальной политики на внешний долг, что, учитывая связь между долгом и банковским кредитованием, может свидетельствовать о наличии у банковского сектора квази-фискальных функций.

### Вызовы для экономической политики

Таким образом, основной причиной роста валового внешнего долга Беларуси являлось активное административное регулирование экономики (в рамках делового цикла), в том числе директивное

кредитование. Кризис 2011 года показал неустойчивость экономического роста, обеспечиваемого в рамках такой модели экономической политики.

Принимая во внимание текущую ситуацию в мировой экономике и неразрешенный долговой кризис в Европе, вызов устойчивости внешнего долга Беларуси может стать еще более острым. Степень притяжения риска у кредиторов существенно упала, а Беларусь едва ли может рассматриваться как надежный заемщик. В таких условиях возможности новых заимствований ограничены лишь двусторонними соглашениями с правительствами других стран или международными организациями и связанными банковскими кредитами. Такая ограниченность ресурсов и связанная с этим уязвимость в переговорном процессе еще раз подчеркивает, что Беларуси необходимо пересмотреть экономическую политику с целью минимизации потребности во внешнем кредитовании. Основной задачей должно стать сохранение макроэкономической стабильности, а не высоких темпов роста. Это подразумевает жесткую фискальную и монетарную политику, которая способствовала бы стабилизации цен и обменного курса, а также и сбалансированности текущего счета платежного баланса.

*Точка зрения, представленная в публикации, отражает позицию авторов и может не совпадать с позицией организаций, которые они представляют.*

*Комментарий основан на исследовании «Факторы экономической политики, ведущие к росту внешнего долга Беларуси», доступном на сайте BISS, см. <http://belinstitute.eu/images/doc-pdf/ar012012ru.pdf>*

2012 © Исследовательский центр  
Института приватизации и менеджмента

2012 © Белорусский институт стратегических  
исследований BISS

<sup>1</sup> Reinhart, C., Rogoff, K. (2010). Growth in a time of debt, *American Economic Review*, *American Economic Association*. Vol. 100(2), 573–78.

<sup>2</sup> IMF (2011). The Republic of Belarus: First Post-Program Monitoring Discussions, *IMF Country Report* No. 11/277.

<sup>3</sup> Шиманович Г. (2010). Оценка возможных угроз краткосрочного внешнего долга для Беларуси, *Вестник Полоцкого государственного университета*. Серия D. Экономические и юридические науки. № 10.

<sup>4</sup> Claessens, S., Kanbur, R., Wickham, P. (1996). Analytical Aspects of the Debt Problems of Heavily Indebted Poor Countries, *World Bank Policy Research Working Paper* 1618.