

# Трансформация структуры государственного долга по составу кредиторов в странах Центральной Азии и Южного Кавказа

**Иван Валерьевич Никонов,**

*E-mail: nikonov@nifi.ru, ORCID: 0000-0002-7909-645X*

*Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России, г. Москва, Российская Федерация*

**Моника Грачиковна Арустамян,**

*E-mail: mkhitaryan@nifi.ru, ORCID: 0009-0003-9877-0491*

*Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России, г. Москва, Российская Федерация*

**Оскар Рустямович Мухаметов,**

*E-mail: ormukhametov@gmail.com, ORCID: 0000-0003-2768-1216*

*Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России, г. Москва, Российская Федерация*

**Антон Игоревич Вотинин,**

*E-mail: avotinov@nifi.ru, ORCID: 0000-0002-2972-8498*

*Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России, г. Москва, Российская Федерация*

**Станислав Андреевич Радионов,**

*E-mail: saradionov@edu.hse.ru, ORCID: 0000-0002-9673-1136*

*Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России, Физический институт им. П. Н. Лебедева, г. Москва, Российская Федерация*

## Аннотация

Быстрый рост государственного долга в развивающихся странах в последние годы и усиление связанных с этим процессом рисков актуализирует важность исследований в этой области. В настоящей статье рассматривается один из ключевых аспектов управления государственным долгом — структура долгового портфеля по составу кредиторов. Объектом исследования стал государственный долг в четырех странах Центральной Азии и трех странах Южного Кавказа. Государства указанных регионов являются важными внешнеэкономическими партнерами России, растет их вклад во взаимную торговлю и реализацию совместных проектов. Также усиливается их роль в мировой и региональной экономике, в том числе за счет участия в крупных транспортно-логистических проектах, которые призваны повысить связанность евразийского континента.

Базой для исследования стали данные международных организаций о совокупных объемах государственного долга, задолженности перед отдельными кредиторами по внешнему долгу и динамике макроэкономических показателей данных стран. В статье представлены изменения структуры основных групп кредиторов по каждой из стран в течение трех долгосрочных периодов и анализ сходств и различий наблюдаемых структурных сдвигов. Также авторами проведена декомпозиция показателя динамики государственного долга с оценкой вклада фактора экономического роста и эффектов от изменения задолженности стран перед отдельными группами кредиторов.

В ходе исследования выявлены следующие основные тенденции в изменении структуры государственного долга изучаемых государств: 1) снижение роли двусторонних займов от развитых и развивающихся стран начиная с 2000-х годов; 2) сохранение значительного уровня задолженности перед международными финансовыми организациями и банками развития в большинстве стран на протяжении всего исследуемого периода; 3) постепенное увеличение рыночных источников финансирования долга (внутренних и еврооблигаций) ряда стран; повышение роли кредитов от Китая — в Кыргызской Республике и Республике Таджикистан и др. В работе приводятся некоторые причины указанных структурных изменений, в завершение рассматриваются риски, связанные с наблюдаемыми сдвигами в структуре государственного долга.

**Ключевые слова:** государственный долг, внешний долг, структура кредиторов, Центральная Азия, Южный Кавказ

**JEL:** F34, H63

**Для цитирования:** Никонов И. В. и др. Трансформация структуры государственного долга по составу кредиторов в странах Центральной Азии и Южного Кавказа // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 5. С. 8–26. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-5-8-26>.

© Никонов И. В. и др., 2024

---

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-5-8-26>

### Transformation of Public Debt Structure by Creditors in Central Asian and South Caucasus Countries

Ivan V. Nikonov<sup>1</sup>, Monika G. Arustamyan<sup>2</sup>, Oskar R. Mukhametov<sup>3</sup>,  
Anton I. Votinov<sup>4</sup>, Stanislav A. Radionov<sup>5, 6</sup>

<sup>1-5</sup> Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation

<sup>6</sup> Lebedev Physical Institute, Moscow, Russian Federation

<sup>1</sup> [nikonov@nifi.ru](mailto:nikonov@nifi.ru), <https://orcid.org/0000-0002-7909-645X>

<sup>2</sup> [mkhitaryan@nifi.ru](mailto:mkhitaryan@nifi.ru), <https://orcid.org/0009-0003-9877-0491>

<sup>3</sup> [ormukhametov@gmail.com](mailto:ormukhametov@gmail.com), <https://orcid.org/0000-0003-2768-1216>

<sup>4</sup> [avotinov@nifi.ru](mailto:avotinov@nifi.ru), <https://orcid.org/0000-0002-2972-8498>

<sup>5, 6</sup> [saradionov@edu.hse.ru](mailto:saradionov@edu.hse.ru), <https://orcid.org/0000-0002-9673-1136>

#### Abstract

The rapid growth of public debt in developing countries in recent years and the increasing risks associated with this process emphasize the importance of research in this area. The article examines one of the key aspects of public debt management — the structure of creditors' debt portfolio. The object of the study is the public debt of four countries of Central Asia and three countries of the South Caucasus. The states of this region are important foreign economic partners of Russia, their contribution to mutual trade and realization of joint projects is growing. Their role in the global and regional economy is also expanding, including participation in major transport and logistics projects designed to increase the connectivity of Eurasia.

The study is based on the data of international organizations on the total volume of public debt, debt to individual external creditors and the dynamics of macroeconomic indicators. The article examines changes in the structure of the main groups of creditors for each country over three long-term periods and analyzes similarities and differences in the observed structural shifts. It also decomposes the indicator of public debt dynamics and estimates the contribution of the economic growth factor and the effects of changes in countries' debt to certain groups of creditors.

The study identified the following key trends in public debt structural changes: 1) the declining role of bilateral loans from developed and developing countries since the 2000s; 2) the continued strong influence of debt raised from international financial organizations and development banks in most countries throughout the period under study; 3) in a number of countries, a gradual increase in market sources of debt financing (domestic and Eurobonds); the increasing role of loans from China — in the

*Kyrgyz Republic and the Republic of Tajikistan, etc. The study identifies reasons for these structural changes, and concludes with a discussion of the risks associated with the observed shifts in the structure of public debt.*

**Keywords:** public debt, external debt, creditor structure, Central Asia, South Caucasus

**JEL:** F34, H63

**For citation:** Nikonov I.V. et al. (2024). Transformation of Public Debt Structure by Creditors in Central Asian and South Caucasus Countries. *Financial Journal*, 16 (5), 8–26 (in Russ.).  
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-5-8-26>.

© Nikonov I.V. et al., 2024

---

## ВВЕДЕНИЕ

Реализация правительственных антикризисных программ по всему миру во время пандемии коронавируса привела к быстрому росту государственного долга в развитых и развивающихся странах. Восстановление мировой экономики в последние два года способствовало снижению долговой нагрузки, однако совокупный государственный долг в мире по итогам 2023 г. оставался на 9 п. п. ВВП выше уровня 2019 г. и составлял 93,2% глобального ВВП (данные по оценке Международного валютного фонда (МВФ)<sup>1</sup>). В то же время долговая динамика была весьма неравномерной в различных регионах мира. В странах Центральной Азии и Южного Кавказа<sup>2</sup>, быстроразвивающейся группе экономик, которым посвящена настоящая статья, государственный долг за последние пять лет увеличился на 67% и превысил отметку в 140 млрд долл. США.

Быстрый рост уровня государственного долга в странах Центральной Азии и Южного Кавказа во многом был обусловлен, как и в других странах мира, необходимостью проведения контрциклической бюджетной политики. Одновременно с этим исследуемые страны сталкиваются со структурными вызовами, для ответа на которые могут потребоваться дополнительные бюджетные расходы и государственные заимствования. В частности, несмотря на то, что страны региона в значительной степени различаются по уровню валового душевого дохода, актуальными задачами для них остаются ускорение экономического роста и борьба с бедностью. Необходимо учитывать, что в большинстве исследуемых стран наблюдается рост населения. Так, за последние 10 лет совокупно во всех исследуемых странах оно выросло на 13 млн человек и по прогнозам ООН увеличится еще на 14 млн к 2036 г., превысив 105 млн человек. Соответственно обострятся проблемы обеспечения населения социальной инфраструктурой, увеличения объема государственных услуг, а также создания новых рабочих мест.

Не менее актуально для стран Центральной Азии и Южного Кавказа решение комплекса задач, направленных на повышение экономической эффективности, усиление роста совокупной факторной производительности и определение новых драйверов экономического

---

<sup>1</sup> International Monetary Fund (IMF). *Fiscal Monitor: Fiscal Policy in the Great Election Year*: IMF, 2024, April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2024/04/17/fiscal-monitor-april-2024>.

<sup>2</sup> Здесь и далее мы рассматриваем группу из семи стран: Республики Азербайджан, Армения, Грузия, Казахстан, Таджикистан, Узбекистан и Кыргызская Республика. В данном исследовании мы не рассматриваем Туркменистан, учитывая ряд ограничений в необходимых данных. В частности, исследования, посвященные актуализации международной статистики государственного долга, отмечают значительные масштабы пересмотра данных о государственном долге в Туркменистане [Horn et. al., 2022].

развития. К ним, в частности, можно отнести инфраструктурные проблемы в энергетике и управлении водными ресурсами [Eurasian Development Bank, 2023]. Все более важное значение приобретают возможности раскрытия транспортного потенциала региона. В настоящее время реализуются или находятся в стадии обсуждения проекты международных транспортных коридоров (МТК) по широтным маршрутам с востока на запад, а также коридор «Север — Юг», в которых логистические системы стран Центральной Азии и Южного Кавказа играют определяющую роль (см., например, [Евразийский банк развития, 2022; Samad, Abbas, 2020]). Строительство указанных МТК имеет большое значение как для самого региона, повышая его вовлеченность в мировую экономику, так и для увеличения торгового потенциала крупнейших экономик Евразии.

По мере повышения инвестиционной привлекательности, расширения географии внешнеэкономической деятельности, увеличения экономической роли региона в целом трансформируются и формы финансового взаимодействия со странами-партнерами и международными финансовыми организациями. Правительствам стран Центральной Азии и Южного Кавказа необходимо поддерживать баланс между рисками, связанными с наращиванием государственных заимствований, и участием государства в проектах, необходимых для повышения темпов экономического роста. Особое значение в данном случае приобретает поиск способов и источников привлечения заемных средств, соответствующих долговой стратегии государств.

В статье представлен анализ структуры государственного долга стран Центральной Азии и Южного Кавказа по составу кредиторов и происходящих в нем долгосрочных сдвигов, а также предпринята попытка выявить основные причины наблюдаемых трендов. Далее представлены результаты исследований, посвященных ключевым тенденциям в государственном долговом финансировании. Также приведены доступные данные о кредиторах рассматриваемых стран и методологические особенности работы с ними, после чего представлены результаты эмпирического исследования структурных изменений государственного долга в разрезе кредиторов в странах Центральной Азии и Южного Кавказа. В заключении сформулированы выводы о наблюдаемых структурных сдвигах и их влиянии на профиль рисков долговой устойчивости государств рассматриваемого региона.

## **АКТУАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ**

Как было отмечено выше, рост государственного долга, происходящий во многих странах мира, считается одним из важнейших глобальных экономических процессов последних лет. В работе [Kose et al., 2021], посвященной анализу эпизодов наращивания глобального долга на длительных исторических периодах («волнах долга»), выделяются две основные черты нынешнего эпизода. Во-первых, это беспрецедентно быстрый рост совокупного государственного долга развивающихся стран (темпы роста госдолга в развивающихся странах выше, чем в развитых [Bank for International Settlements, 2024]). Во-вторых, это укрепление устойчивости глобальной финансовой системы на фоне реформ, предпринятых после кризиса 2008–2009 гг. Тем не менее возникающие риски суверенной долговой устойчивости рассматриваются как одна из основных угроз для мировой финансовой стабильности и экономического роста [IMF, 2024]. Уровень соответствующих рисков значительно вырос в 2022 г. на фоне глобального роста процентных ставок по сравнению с периодом мягкой денежно-кредитной политики, которая была, в свою очередь, ответом на финансовый кризис 2008–2009 гг. Тогда в экспертных кругах было распространено мнение о допустимости политики бесконечной пролонгации государственного долга (*debt rollover*), см., например, [Blanchard, 2019]. Так, платежи по обслуживанию государственного и гарантированного государством долга странами с низким и средним уровнями дохода в 2022 г. составили в общей сложности 443,5 млрд долл. США, что является рекордно

высоким показателем, и, по прогнозам Всемирного банка, в дальнейшем ожидается его рост [World Bank Group, 2023].

Существенные структурные сдвиги происходят в долговой политике как развивающихся, так и развитых стран. Например, основными чертами долгового кризиса еврозоны 2010–2012 гг. и последующих эпизодов ухудшения долговой устойчивости развитых стран, выявленными в работе [Mitchener, Trebesch, 2023], стали: возникновение проблем с рефинансированием долга, ухудшение долговой ситуации фирм и домохозяйств в странах с высоким уровнем государственного долга, значительная зарубежная финансовая помощь, сложности в переговорах с кредиторами.

О снижении долговой устойчивости в развивающихся странах в последние годы ярко свидетельствует череда суверенных дефолтов 2022–2024 гг. (Шри-Ланка, Ливан, Гана, Замбия, Эфиопия). Исследование [Lau, 2022] на основании эконометрического моделирования данных 16 азиатских государств показывает, что для большинства из них наращивание внешнего долга приводит к значительному замедлению экономического роста. Авторы делают вывод о целесообразности снижения потолка государственного долга и повышения фискальной дисциплины в исследованных странах. В работе [Rogoff, 2022] в ответ на ухудшение долговой устойчивости многих развивающихся стран предлагается более широкое использование системы грантовой помощи странам с низким уровнем доходов вместо кредитов.

Традиционно важную роль в кредитовании развивающихся стран играют международные организации и многосторонние банки развития. Они имеют следующие преимущества: их условия выгоднее, чем у двусторонних кредиторов, они не исключают страны из своей системы финансирования, если те не могут выполнить свои обязательства перед частными кредиторами, что позволяет странам получать дешевое финансирование в неблагоприятные периоды. Соответственно, условия предоставления кредитов многосторонними кредиторами можно рассматривать как своего рода страховой механизм, который позволяет государствам иметь высокий уровень задолженности без риска дефолта [Muñoz, 2023]. Например, в странах Карибского бассейна пандемия коронавируса привела к тому, что доля многосторонних кредиторов в общем государственном внешнем долге выросла с 50% в 2019 г. до 57% в 2021 г. [ECLAC, 2023]. Вместе с тем регулярно звучат предложения реформировать такие институты, как Всемирный банк и МВФ, чтобы адаптировать их к современным реалиям и создать возможности для решения новых проблем (таких как пандемия), нарушающих цепочки поставок энергии и вызывающих всплески инфляции [Sablok, 2023]. Помимо этого, в Азии за короткое время значительно выросла роль региональных многосторонних банков развития, таких как Азиатский банк развития (АБР) и Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АБИИ): эти банки стали важными кредиторами для азиатских стран и уделяют особое внимание региональной интеграции. При этом некоторые исследователи высказывают мнение, что в своей деятельности данные организации могут в достаточной степени находиться под влиянием интересов их крупнейших акционеров (ключевыми акционерами АБР являются Япония и США, а АБИИ – Китай) [Creutz, 2023].

Несмотря на то, что развивающиеся страны традиционно рассматривали международные финансовые организации (МФО) и некоторые развитые страны как кредиторов последней инстанции, в структуре суверенных кредиторов произошел существенный сдвиг, выражающийся в быстром увеличении роли Китая [Sablok, 2023]. По данным [Horn et al., 2021], в 2017 г. Китай стал крупнейшим кредитором в мире, обогнав Всемирный банк и МВФ: доля развивающихся стран, получающих китайские гранты или займы, увеличилась до более чем 80%.

При этом, согласно исследованиям, до 50% официального кредитования Китаем развивающихся стран не отражается в широко используемой официальной статистике долга



[Horn et al., 2021]. Страны с наибольшим уровнем задолженности перед Китаем относятся к регионам Восточной и Центральной Азии, включая несколько небольших стран, находящихся в географической близости от Китая, таких как Лаос, Камбоджа и Кыргызская Республика [ADB, 2023; Horn et al., 2021]. В предыдущие десятилетия Китай активно наращивал кредитование стран Африки: по оценкам [CABRI, 2021], с 2000 по 2018 г. Китай предоставил африканским странам (правительствам и государственным предприятиям) кредиты на общую сумму 152 млрд долл. США, а основными получателями китайских кредитов стали Ангола, Эфиопия, Замбия и Кения, на долю которых в исследуемый период приходилось почти 50% от общего объема кредитования Китая в Африке.

В научной литературе исследуется вопрос о причинах привлекательности программ кредитования Китая для развивающихся стран. В [Gelpern et al., 2023] делается вывод, что одной из причин является ограниченное предложение финансирования крупномасштабных инфраструктурных и энергетических проектов в мире, особенно после пандемии и роста геополитической напряженности. Эмпирические оценки показывают, что условия государственных международных кредитов Китая больше напоминают коммерческое кредитование, но в основном оказываются выгоднее других источников рыночного финансирования.

Таким образом, опираясь на результаты актуальных исследований государственного долга, можно выделить несколько важных трендов: во-первых, быстрый рост задолженности развивающихся экономик и стоимости их заимствований вызвал кризис в отдельных странах, а также несет потенциальные риски для других экономик; во-вторых, несмотря на сохраняющуюся важную роль МФО в предоставлении долгового финансирования, структура кредиторов в развивающихся странах заметно сдвинулась в пользу Китая. В следующих разделах будет подробно проанализирована интенсивность данных процессов в государствах Центральной Азии и Южного Кавказа.

## МЕТОДОЛОГИЯ И ДАННЫЕ

### Структура государственного долга

Основная задача эмпирической части исследования состоит в оценке изменения структуры государственного долга стран Центральной Азии и Южного Кавказа в разрезе кредиторов. Статистические ведомства и органы государственной власти рассматриваемых стран представляют ограниченные данные о государственном долге. Во-первых, доступные данные в большинстве стран не охватывают 1990-е и начало 2000-х гг. Во-вторых, национальные данные, как правило, не позволяют полноценно оценить структуру государственного долга, в том числе в разрезе кредиторов. В связи с этим в качестве информационной базы исследования использованы данные Всемирного банка, а также отдельные показатели, публикуемые МВФ.

Наиболее подробные данные о внешнем государственном долге стран в настоящее время содержатся в базе International Debt Statistics, публикуемой и обновляемой экспертами Всемирного банка<sup>3</sup>. Для целей исследования использовался показатель долга сектора государственного управления (*general government sector*), в который включены внешние обязательства государственных заемщиков, в том числе национальных правительств всех уровней и их подразделений (например, правительственных агентств). Данные доступны в разрезе по кредиторам (страны и международные организации) за период с 1992 по 2022 г. (табл. 1). Далее были выделены основные категории внешних кредиторов и рассчитан объем приходящейся на них задолженности. Так, внешний долг был разделен на следующие группы кредиторов: держатели еврооблигаций, международные

<sup>3</sup> International Debt Statistics (IDS). URL: <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/ids>.

организации и банки развития, развитые страны, развивающиеся страны (за исключением Китая) и отдельно — Китай. При этом учитывались изменения в перечне развитых и развивающихся стран в классификации МВФ.

Таблица 1

**Периоды доступных используемых данных для эмпирического анализа**

Страна	Внешний государственный долг (IDS)	Общий государственный долг (WEO)	ВВП (WEO)
Азербайджан	1993–2022	1995–2022	1992–2022
Армения	1993–2022	1996–2022	1992–2022
Грузия	1992–2022	2000–2022	1994–2022
Казахстан	1992–2022	2002–2022	1992–2022
Кыргызстан	1992–2022	2000–2022	1992–2022
Таджикистан	1992–2022	1998–2022	1992–2022
Узбекистан	1992–2022	1997–2022	1992–2022

Источник: составлено авторами на основе данных МВФ и Всемирного банка.

Данные об общем объеме государственного долга стран представлены в базе World Economic Outlook МВФ и приведены в их национальных валютах. В зависимости от страны данные доступны с 1994 по 2002 г. (наиболее длинный ряд — по Азербайджану, наиболее короткий — по Казахстану). Для дальнейших расчетов объем государственного долга каждой страны был конвертирован в доллары США.

В настоящее время повышается доступность национальных данных рассматриваемых стран по объемам внутреннего государственного долга, однако для их сопоставимости на всем исследуемом временном периоде в настоящей работе выполнены оценки данного показателя. Объем внутреннего долга рассчитан как разница между общим государственным долгом и совокупными внешними обязательствами перед всеми кредиторами. Для расчета показателей относительно ВВП использовались данные по ВВП в текущих ценах в долларах США из базы World Economic Outlook МВФ. Необходимо учитывать, что, согласно последним исследованиям, сведения об объемах внешнего долга ранее не были доступны в полной мере [Horn et al., 2024]. В связи с этим можно предположить, что в совокупных данных о государственном долге в базе МВФ может недооцениваться его объем по сравнению с экспертными оценками, в том числе по исследованным нами странам, что также может снижать произведенную авторами оценку внутреннего долга. Так, например, в отдельные годы совокупный внешний долг Республики Азербайджан по информации IDS был выше, чем по данным МВФ.

**Декомпозиция динамики уровня долга**

Для выявления вклада отдельных источников финансирования государственного долга в разрезе указанных выше категорий кредиторов выполнена декомпозиция динамики уровня долга. Важно учесть, что динамика экономической активности сама по себе вносит значительный вклад в уровень долговой нагрузки: даже при нулевом дефиците бюджета уровень долговой нагрузки может меняться в зависимости от конъюнктуры.

Предположим, что общий уровень государственного долга равен  $D_t$ , а его структура описывается факторами  $d_t^i$ :

$$D_t = \sum d_t^i, \tag{1}$$

Вычтем из  $D_t$  переменную  $D_{t-1}$ , после чего поделим обе части уравнения на уровень  $GDP_t$  (при этом обозначим уровень долговой нагрузки  $v_t^D = \frac{D_t}{GDP_t}$ ):

$$\frac{(D_t - D_{t-1})}{GDP_t} = \frac{D_t}{GDP_t} - \frac{D_{t-1}}{GDP_{t-1}} \frac{GDP_{t-1}}{GDP_t} = v_t^D - \frac{v_{t-1}^D}{1 + g_t}, \quad (2)$$

где  $g_t = \frac{GDP_t}{GDP_{t-1}} - 1$  — темп изменения ВВП (в долл. США). В результате аналогичного преобразования для правой части получим следующее равенство:

$$v_t^D - \frac{v_{t-1}^D}{1 + g_t} = \sum \left( v_t^{d^i} - \frac{v_{t-1}^{d^i}}{1 + g_t} \right), \quad (3)$$

где  $v_t^{d^i}$  — отношение фактора  $d_t^i$  к ВВП. Применив ко второму слагаемому равенство  $\frac{x}{1+y} = x - x \frac{y}{1+y}$ , после алгебраических преобразований получим следующую формулу декомпозиции:

$$v_t^D - v_{t-1}^D = \sum \left( v_t^{d^i} - \frac{v_{t-1}^{d^i}}{1 + g_t} \right) - v_{t-1}^D \frac{g_t}{1 + g_t} = \sum f^i + f^{gdp}. \quad (4)$$

В данной формуле слагаемое  $f^{gdp} = v_{t-1}^D \frac{g_t}{1 + g_t}$  отвечает за вклад динамики экономической активности в уровень долговой нагрузки, а слагаемые вида  $f^i = \left( v_t^{d^i} - \frac{v_{t-1}^{d^i}}{1 + g_t} \right)$  — за вклад динамики  $i$ -го фактора.

Таким образом, с помощью полученных выше выражений можно оценить очищенный от экономической конъюнктуры вклад того или иного фактора в динамику долга. Для целей анализа также можно провести декомпозицию динамики уровня долга, агрегированную по региону. Агрегированный по региону вклад  $F^i$  оценивается с помощью следующего выражения:

$$F^i = \sum (v_c f_c^i), \quad (5)$$

где  $f_c^i$  — вклад  $i$ -го фактора в динамику долга страны  $c$ , а  $v_c$  — вес страны  $c$  при агрегировании. Здесь и далее, если не указано иначе, данный вес определяется как доля страны в совокупном номинальном ВВП, выраженном в долл. США.

## ИЗМЕНЕНИЯ В СОСТАВЕ КРЕДИТОРОВ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА СТРАН ЦЕНТРАЛЬНОЙ АЗИИ И ЮЖНОГО КАВКАЗА

### Долгосрочные изменения структуры по составу кредиторов

В исследовании [Kose et al., 2021] авторы выделили четыре волны накопления государственного долга в развивающихся странах. Первая из них относилась к 1980-м гг., вторая волна приходилась на период быстрой либерализации многих развивающихся экономик, активного привлечения долга в азиатских странах и закончилась в начале 2000-х. Третью и четвертую (последнюю на момент исследования) волны долга разделяет мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. Все указанные периоды объединяет улучшение условий кредитования в начале и масштабные экономические и финансовые потрясения на завершающих стадиях, которые характеризовались повышением процентных ставок и риск-премий, сокращением уровня принимаемых кредиторами рисков<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Пандемия коронавируса и ее экономические последствия остались за рамками описываемого исследования, однако [Kose et al., 2021] предсказали, что четвертая волна долга, начавшаяся в 2010 г., вероятно, также должна закончиться в период масштабного экономического кризиса и привести к ухудшению глобальной долговой устойчивости.



Для изучения долгосрочных структурных сдвигов в странах Центральной Азии и Южного Кавказа были рассмотрены периоды, соответствующие выявленным долгосрочным волнам государственного долга, а именно 1992–2001, 2002–2009 и 2010–2022 гг. Для каждого периода в соответствии с представленной в предыдущем разделе методологией был рассчитан средний уровень государственного долга (как доля от ВВП стран) и его распределение между основными группами кредиторов. Результаты расчетов приведены в таблице Приложения.

В первую очередь отметим, что несмотря на одновременное начало трансформационного периода в анализируемых странах в начале 1990-х, достаточно быстро произошла дивергенция степени их суверенной задолженности. В странах, специализирующихся на экспорте углеводородов, Азербайджане и Казахстане, наращивание государственного долга было ограниченным; его средний уровень не превышал 15% ВВП в 1992–2001 гг. и существенно не изменился в период третьей волны. Также низкий показатель задолженности, не превышавший 20% ВВП, наблюдался в Узбекистане, где процессы трансформации экономики в 1990-х гг. происходили, по мнению ряда экспертов, более мягко по сравнению с другими странами СНГ (см., например, [Taube, Zettelmeyer, 1998]). Наиболее высокая величина государственного долга сформировалась в Кыргызской Республике (83,9% ВВП в среднем за период с 1992 по 2001 г.) и Таджикистане, переживавшем в тот период острый внутривнутриполитический кризис (83,5% ВВП). Также на высоком уровне находился государственный долг в Грузии (62% ВВП), в то время как в Армении он оставался умеренным (35% ВВП).

Во второй рассматриваемый период (с 2002 по 2009 г.) государственный долг сократился во всех исследуемых странах, несмотря на мировой финансовый кризис. Одна из важных особенностей данного периода, повлиявшая на долговую динамику, заключается в ускорении экономического роста стран после трансформационного спада. Наконец, период с 2010 по 2022 г. характеризовался новой волной увеличения долга в четырех из семи рассматриваемых стран Центральной Азии и Южного Кавказа. Основными факторами, повлиявшими в эти годы на динамику государственного долга, стали привлечение новых заимствований для реализации проектов развития, ухудшение экономических условий в регионе в 2014–2015 гг. и борьба с последствиями пандемии коронавируса с использованием инструментов фискальной политики.

В [Kose et al, 2021] отмечается, что мире с каждой новой волной долга происходила эволюция используемых долговых инструментов и их структуры. В характеристиках последней волны авторы исследования отмечают рост популярности региональных кредиторов и инструментов в национальных валютах. В странах Центральной Азии и Южного Кавказа в эти периоды происходили следующие изменения.

1) *Период 1992–2001 гг.* Основная часть задолженности в странах региона в это время была представлена внешними заимствованиями, в большинстве случаев в виде кредитов от Российской Федерации, а также международных организаций и банков развития, крупнейшими кредиторами среди которых выступили Всемирный банк и европейские финансовые институты (Европейский банк реконструкции и развития, Европейский инвестиционный банк). При этом уже в этот период для финансирования государственного долга в Казахстане использовались еврооблигации.

2) *Период 2002–2009 гг.* В условиях посткризисного восстановления экономик региона в большинстве стран государственный долг по-прежнему был представлен преимущественно внешними обязательствами, среди которых преобладали кредиты от международных организаций и банков развития (Всемирный банк и Азиатский банк развития). Исключением стал Казахстан, где в течение данного периода внутренний финансовый рынок динамично развивался, в результате чего более половины государственного долга составили заимствования на внутреннем рынке. Также во всех странах, кроме Кыргызской

Республики, произошло снижение задолженности группы кредиторов «развивающиеся страны, кроме Китая», которая в первую очередь была представлена Российской Федерацией и взаимными обязательствами стран региона.

3) *Период 2010–2022 гг.* Различия между странами в структуре суверенной задолженности заметно усилились. В Азербайджане, Армении, Грузии и Узбекистане основная часть долга по-прежнему формировалась кредитами от международных организаций и банков развития, при этом крупнейшим кредитором выступал Азиатский банк развития. Относительно быстрый рост государственного долга Узбекистана в данный период в значительной степени объяснялся происходящей в этой стране масштабной социально-экономической либерализацией, один из результатов которой — выход страны на международные финансовые рынки. В Кыргызской Республике и Республике Таджикистан существенно выросли обязательства перед Китаем, доля которых в структуре государственного долга теперь сопоставима с кредитами от международных организаций и банков развития. Этот процесс является одним из проявлений растущего экономического влияния Китая на эти страны. В Казахстане в структуре внешнего долга основным инструментом стали заимствования на рынке еврооблигаций, при этом основную часть государственного долга по-прежнему составляют внутренние обязательства.

Таким образом, структурные изменения государственного долга рассматриваемых стран Центральной Азии и Южного Кавказа в течение анализируемого периода происходили в значительной степени неоднородно относительно друг друга. Можно отметить следующие их особенности.

Во-первых, из рассматриваемых стран только Республике Казахстан удалось добиться перехода к преимущественному использованию внутренних заимствований, в остальных странах государственный долг с 1992 г. представлен в основном внешними обязательствами. Тем не менее стоит отметить увеличение доли рыночных источников заимствований (внутреннего долга и еврооблигаций) в Республике Армения. Одна из причин таких изменений заключается в том, что доступ к льготному финансированию международных организаций в этих государствах снизился по мере их перехода в группу экономик «с доходами выше среднего» по классификации Всемирного банка. Также в эту группу перешли Азербайджан и Грузия.

В целом все рассматриваемые страны, кроме Кыргызской Республики, вышли на рынки еврооблигаций, хотя их доля в государственном внешнем долге остается невысокой. Основные ограничения связаны с тем, что даже в периоды низких процентных ставок стоимость обслуживания рыночного долга выше, чем льготных заимствований от других групп кредиторов. Так, например, ставка по единственному на настоящее время размещению еврооблигаций Республикой Таджикистан в 2017 г. составила 7,625% годовых. При этом государственные облигации Республики Узбекистан в долларах США в 2019–2020 гг. были размещены с купонами от 3,7 до 5,375%.

Во-вторых, неоднородны изменения структуры внешних кредиторов этих стран. В Азербайджане, Армении, Грузии и Узбекистане внешние заимствования по-прежнему представлены преимущественно кредитами от международных организаций и банков развития, при этом возросла роль региональных институтов. Крупнейшим иностранным кредитором этих стран стал Азиатский банк развития, предоставляющий как финансовые ресурсы, так и техническую помощь в реализации инфраструктурных проектов. В то же время вклад в бюджетное кредитование со стороны группы Всемирного банка и других международных организаций снизился (рис. 1).

В-третьих, большинство стран Центральной Азии и Южного Кавказа привлекало китайские кредиты в качестве источника финансирования. Однако только в структуре долга Кыргызской Республики и Таджикистана они стали играть существенную роль.

**Совокупный государственный долг  
стран Центральной Азии и Южного Кавказа  
перед международными организациями, % ВВП**



Источник: рисунок авторов по данным Всемирного банка и МВФ.

К 2022 г. в Кыргызской Республике объем китайских кредитов после некоторого снижения по сравнению с предыдущими годами находился примерно на одном уровне с совокупной задолженностью перед международными финансовыми организациями и составлял порядка 15% ВВП. Задолженность Республики Таджикистан перед Китаем в 2022 г. составляла 9,4% ВВП, в результате чего КНР также можно считать крупнейшим индивидуальным кредитором страны.

### **Декомпозиция динамики государственного долга Центральной Азии и Южного Кавказа**

Приведенные выше расчеты основываются на данных по накопленному уровню долга (остаткам привлеченных, но не погашенных по состоянию на определенный год обязательств). Иными словами, если в прошлом от какой-либо из групп кредиторов были привлечены заемные средства на долгий срок, они оказывают влияние на структуру долга в течение соответствующего временного периода, даже если этот кредитор не предоставляет новых заимствований. Для изучения актуальных изменений в составе кредиторов далее рассмотрена динамика уровня государственного долга в каждой из стран Центральной Азии и Южного Кавказа и оценен вклад в выбранный индикатор отдельных групп кредиторов. Динамика государственного долга в данном случае определена как разница между уровнем долга по отношению ВВП в двух следующих друг за другом годах.

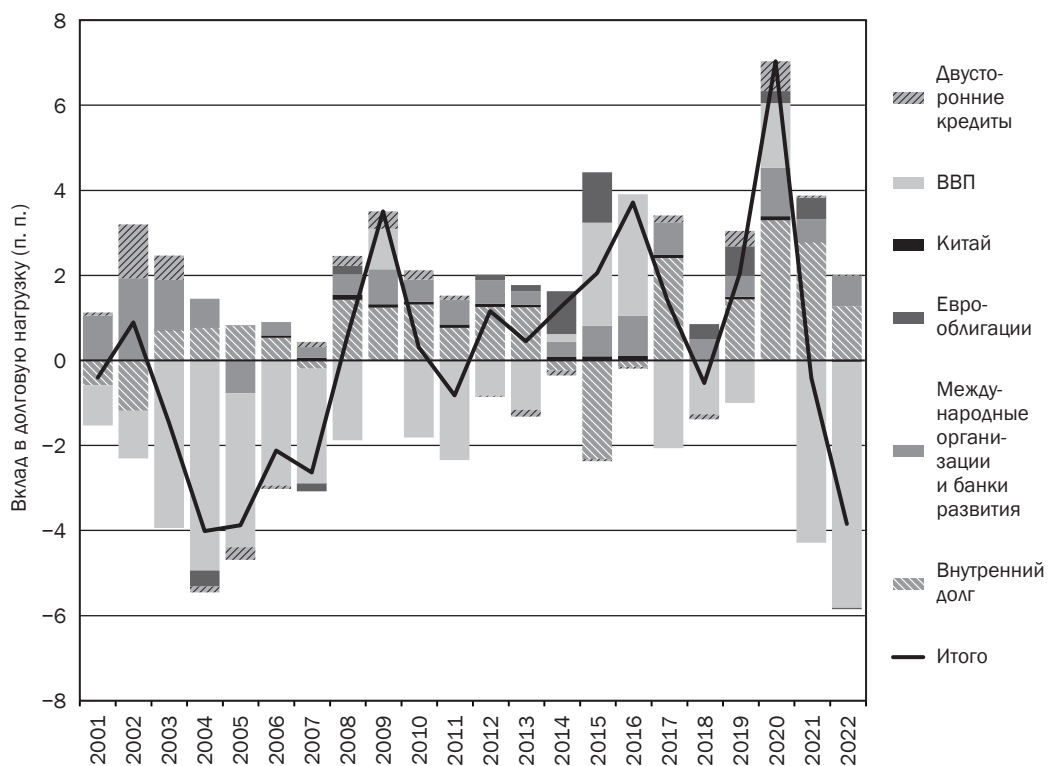
В соответствии с применяемым методологическим подходом выделены эффект изменения задолженности различным группам кредиторов и фактор экономического роста. Расчеты проведены по всем исследуемым странам в отдельности и по региону в целом (рис. 2). На агрегированные данные наибольшее влияние оказывают процессы, происходившие в странах с большими объемами экономики и номинального государственного долга. В первую очередь к ним относится Казахстан, активно использующий инструменты привлечения долга на внутреннем рынке.

Анализ агрегированных данных позволяет явно выделить роль экономического роста, который, согласно полученным результатам, в большинстве периодов оказывал ключевое

влияние на уровень государственного долга или был сопоставим по масштабу с фактором увеличения объема заимствований. Например, в период с 2003 по 2007 г. страны региона привлекали новые заимствования, а погашения обязательств были незначительными. При этом отношение государственного долга к ВВП сокращалось ввиду высоких темпов роста последнего. Также стоит отметить, что наиболее быстрое увеличение долговой нагрузки происходило в периоды глобальных и региональных кризисов (2008–2009, 2015–2016, 2020–2021 гг.) и было связано как с привлечением дополнительных новых заимствований, так и с сокращением объема выпуска в экономике.

Рисунок 2

**Агрегированная декомпозиция вкладов изменения заимствований и ВВП в динамику долговой нагрузки, в п. п.**



Источник: рисунок авторов по данным Всемирного банка и МВФ.

Отдельный интерес представляет оценка вклада групп кредиторов в изменение объема заимствований в каждой из стран. Например, в 2009 г. в Казахстане уровень государственного долга вырос на 3,4 процентного пункта ВВП по сравнению с предыдущим годом, из которых 2,4 п. п. было связано с увеличением новых заимствований и 1 п. п. — с сокращением ВВП. В свою очередь, основной вклад в рост заимствований внесло привлечение внутреннего долга: 1,9 из 2,4 п. п., или 78%. Аналогичным образом были рассчитаны вклады различных групп кредиторов по каждой из исследуемых стран. В табл. 2 приведены средние значения данных показателей по региону (странам присвоены равные веса) в разрезе следующих временных периодов: до мирового финансового кризиса (2001–2008 гг.), далее выделен кризисный 2009 г., затем период с 2010 по 2019 г. и, наконец, вновь кризисный период 2020–2022 гг.

**Вклад отдельных групп кредиторов в изменение объемов заимствований,  
в среднем по странам Центральной Азии и Южного Кавказа, %**

Кредиторы / виды обязательств	2001–2008	2009	2010–2019	2020–2022
Внутренний долг	9,0	20,4	27,9	23,9
Международные организации и банки развития	74,9	49,9	38,9	86,6
Еврооблигации	–1,4	0,0	16,4	5,5
Обязательства по двусторонним кредитам	10,1	16,7	–0,3	11,5
Китай	7,4	12,9	17,0	–27,5

Источник: составлено авторами по данным Всемирного банка и МВФ.

Приведенные данные позволяют сделать вывод, что на протяжении всего исследуемого периода в среднем на международные финансовые организации приходился наибольший вклад в изменение объемов заимствований, хотя их влияние на каждую из стран-заемщиков было разным. В период преодоления последствий пандемии (с 2020 по 2022 г.) Армения и Азербайджан даже сокращали свои обязательства перед МФО, однако значимый рост вклада международных организаций произошел в Таджикистане, увеличение их вклада в динамику заимствований по сравнению с предыдущими периодами наблюдалось в Грузии, Республике Узбекистан и Кыргызской Республике.

После мирового финансового кризиса заметно возросла роль внутреннего государственного долга. Помимо уже отмеченных лидеров в этом отношении, Армении и Казахстана, повышался вклад внутренних источников финансирования дефицита бюджета и в других странах. При этом, как было отмечено в методологической части, данные о внутреннем долге в настоящем исследовании получены в результате расчетов и могут иметь некоторые отличия от фактических значений.

Важным представляется период с 2010 по 2019 г., характеризовавшийся усилением влияния на динамику государственного долга новых групп кредиторов. Роль двусторонних кредиторов (как из развитых, так и из развивающихся стран) в этот период снижалась, в то время как большинство государств Центральной Азии и Южного Кавказа вышли на международные рынки капитала в период низких процентных ставок, разместив свои еврооблигации. При этом в 2020–2022 гг. вклад этого источника долгового финансирования оставался заметен только в Армении и Узбекистане.

Обязательства Кыргызской Республики и Республики Таджикистан перед КНР начали формироваться еще с середины 1990-х — начала 2000-х гг., однако быстрый рост задолженности перед Китаем также пришелся именно на период 2010–2019 гг., в то время как задолженность перед другими странами-кредиторами в тот период снижалась. Китай остался важным кредитором и в 2020 г., но уже начиная с 2021 г. и Республика Таджикистан, и Кыргызская Республика начали сокращать свои обязательства перед КНР. В результате в 2021–2022 гг. вклад Китая в динамику государственного долга региона был отрицательным (–27,5%).

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Долгосрочные изменения структуры государственного долга в разрезе кредиторов в странах Центральной Азии и Южного Кавказа во многом соответствуют тенденциям, которые наблюдаются и в других развивающихся странах, о чем свидетельствуют результаты ряда исследований зарубежных авторов, приведенные в настоящей статье. Тем не менее подробное изучение эволюции состава кредиторов семи южнокавказских и центрально-азиатских государств указывает на различия в их подходах к формированию источников финансирования государственного долга.

К двум базовым долгосрочным факторам, оказывающим непосредственное влияние на разницу в структуре заимствований, следует отнести уровень экономического развития (в простой интерпретации — подушевой ВВП) и объем требуемого экономикой долга. Оба этих параметра — результат взаимодействия многих прочих условий и политических решений, изучение которых заслуживает отдельного исследования. Наглядный пример, иллюстрирующий воздействие накопленного объема долга на его структуру — это сравнение уровня внутренних заимствований в Казахстане и Армении. В настоящей работе оценка среднего уровня внутреннего долга за период с 2010 по 2022 г. составила 15,3% ВВП для Армении, что выше, чем для Казахстана (11,1% ВВП). При этом указанный объем привлеченных средств позволил профинансировать 64% государственного долга в Казахстане и только 30% — в Армении. Одновременно с этим обе страны перешли в группу экономик с доходами выше среднего и не могут рассчитывать на льготные заимствования, предоставляемые МФО, в прежнем объеме.

Так или иначе, в процессах изменения структуры государственного долга стран Центральной Азии и Южного Кавказа наблюдаются общие черты. На раннем этапе рыночной трансформации они во многом полагались на двусторонние заимствования от других стран, в немалой степени — на российские кредиты. Россия среди прочего предоставляла кредиты, необходимые для обслуживания взаимного торгового оборота с исследуемыми странами, которые были включены в состав государственного долга [Хейфец, 2017]. При этом погашение или урегулирование существенной части этой задолженности произошло в течение нескольких лет. Одновременно с этим важную роль в обеспечении долгового финансирования стали играть международные финансовые организации и банки развития, которые предоставляли заимствования на льготных условиях, что в ряде случаев было обусловлено реализацией социально-экономических реформ. Затем их влияние продолжало усиливаться во всех странах, кроме Казахстана, вплоть до мирового финансового кризиса. Далее с 2010 по 2022 г. в среднем роль МФО росла в странах Южного Кавказа и Узбекистане, хотя, как показал более подробный анализ, в конце указанного периода, а именно в 2020–2022 гг., влияние МФО на динамику долга было, напротив, более высоким в Кыргызской Республике и Республике Таджикистан.

Период после мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. стал развилкой в выборе стратегий привлечения долгового финансирования в странах региона и характеризовался диверсификацией их источников. Практически все страны воспользовались возможностями привлечения средств на международных рынках капитала, разместив еврооблигации. Грузия увеличила также заимствования от развитых стран, а Армения — как от развитых, так и от развивающихся. В то же время в Кыргызской Республике и Республике Таджикистан в рамках формирования новых заимствований основным источником были выбраны китайские кредиты. Однако в конце исследуемого периода обе страны стали стремиться к сокращению этой задолженности, в том числе с учетом сложных, близких к коммерческим, условий кредитования (см., например, заявления официальных лиц Кыргызской Республики<sup>5</sup>).

Наконец, важно отметить, что при определении структуры кредитного портфеля оцениваются как потенциальные возможности привлечь финансирование из того или иного источника, так и связанные с ними долговые риски. В работе [Никонов, Радионов, Мухаметов, 2023] было выявлено, что основным фактором увеличения долговой нагрузки в Кыргызстане, Таджикистане и Узбекистане была валютная переоценка внешних обязательств, особенно в периоды быстрой девальвации национальной валюты. Можно предположить, что с аналогичными рисками сталкивались и страны Южного Кавказа,

---

<sup>5</sup> *Российская газета. Президент Киргизии допустил передачу Китаю некоторых объектов в стране. URL: <https://rg.ru/2021/03/16/prezident-kirgizii-dopustil-peredachu-kitaiu-nekotoryh-obektov-v-strane.html>.*



опирающиеся преимущественно на внешний долг. Необходимость сокращения валютных рисков стимулирует страны развивать внутренние источники долгового финансирования. При этом надо заметить, что в настоящее время они ограничены не только глубиной национальных финансовых рынков, но и уровнем процентных ставок. Так, например, в Кыргызской Республике стали увеличиваться выпуски внутренних облигаций в национальной валюте. При этом, несмотря на то что их размещенный объем пока еще заметно ниже уровня внешнего долга, уплаченные в 2023 г. проценты по внутреннему долгу превысили аналогичные платежи по внешнему. Также ряд стран региона в ближайшие несколько лет должен будет погасить выпуски еврооблигаций (в частности, Армения, Казахстан, Таджикистан, Узбекистан). Из-за возросших мировых процентных ставок их рефинансирование за счет новых выпусков еврооблигаций будет затруднено.

В связи с перечисленными выше тенденциями и факторами можно прогнозировать дальнейшие изменения в структуре кредиторов стран Центральной Азии и Южного Кавказа. Долговая политика стран региона должна быть направлена на поиск оптимальных, в том числе с учетом валютных рисков и стоимости обслуживания, источников финансирования; можно ожидать, что страны этого региона больше внимания станут уделять развитию внутренних рынков (так, в Республике Таджикистан в 2024 г. были размещены первые государственные облигации в национальной валюте<sup>6</sup>).

Важный вклад в совершенствование долговой политики в части выбора структуры кредиторов может внести повышение структурной бюджетной сбалансированности с опорой на финансирование текущих обязательств за счет внутренних поступлений, что позволит направить долговые ресурсы на инвестиционные проекты, расширяющие потенциал экономики. Также странам Центральной Азии и Южного Кавказа в условиях повышенных долговых рисков следует придерживаться потолков госдолга, закреплённых в бюджетных правилах и стратегиях управления государственным долгом. Таким образом, сохранение контроля над объемами заимствований позволит оптимизировать их структуру и снизить стоимость обслуживания государственного долга в дальнейшем.

### Список источников

1. Международный транспортный коридор «Север — Юг»: инвестиционные решения и мягкая инфраструктура. Алматы, Москва: Евразийский банк развития, 2022. URL: [https://eabr.org/upload/iblock/a2b/EDB\\_2022\\_Report-2\\_INSTC\\_rus.pdf](https://eabr.org/upload/iblock/a2b/EDB_2022_Report-2_INSTC_rus.pdf).
2. Никонов И. В., Радионов С. А., Мухаметов О. Р. Государственный долг в странах Центральной Азии: риски и подходы к управлению // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2023. Т. 27. № 4. С. 550–673. <https://doi.org/10.17323/1813-8691-2023-27-4-550-573>.
3. Хейфец Б. А. Международная кредитная политика России // Российский внешнеэкономический вестник. 2017. № 7. С. 95–107. URL: <https://journal.vavt.ru/rfej/article/view/2144/2006>.
4. Bank for International Settlements. Annual Report. 2024. URL: <https://www.bis.org/about/areport/areport2024.pdf>.
5. Blanchard O. Public debt and low interest rates // American Economic Review. 2019. Vol. 109. № 4. P. 1197–1229. DOI: 10.1257/aer.109.4.1197.
6. CABRI. China's approach to sovereign lending and debt restructuring: a primer for African public debt managers. 2021. URL: [China-approach-to-sovereign-lending-and-debt-restructuring-A-primer-for-African-public-debt-managers.pdf](https://www.cabri-sbo.org/en/publications/chinas-approach-to-sovereign-lending-and-debt-restructuring-a-primer-for-african-public-debt-managers) (cabri-sbo.org) <https://www.cabri-sbo.org/en/publications/chinas-approach-to-sovereign-lending-and-debt-restructuring-a-primer-for-african-public-debt-managers>.
7. Creutz K. Multilateral Development Banks as Agents of Connectivity: the Asian Development Bank (ADB) and the Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) // East Asia. 2023. Vol. 40. P. 335–356. <https://doi.org/10.1007/s12140-023-09408-6>

<sup>6</sup> Asia-Plus. В Таджикистане запустили дебютные торги ценными бумагами на организованном рынке. URL: <https://asiaplustj.info/ru/news/tajikistan/economic/20240117/v-tadzhikistane-zapustili-debyutnie-torgi-tsennimi-bumagami-na-organizovannom-rinke>.

8. Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC). Public debt and development distress in Latin America and the Caribbean. United Nations, Santiago, 2023.
9. Eurasian Development Bank. Efficient Irrigation and Water Conservation in Central Asia. 2023. URL: [https://eabr.org/upload/iblock/632/EDB\\_2023\\_Report-4\\_Irrigation\\_eng.pdf](https://eabr.org/upload/iblock/632/EDB_2023_Report-4_Irrigation_eng.pdf).
10. Gelpern A. et al. How China lends: a rare look into 100 debt contracts with foreign governments // Economic Policy. 2023. Vol. 38. Iss. 114. P. 345–416. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiac054>.
11. Horn S., Mihalyi D., Nickol P. Systematic underreporting of public debt statistics: 50 years of evidence and recent progress / World Bank blogs. 2022. URL: <https://blogs.worldbank.org/en/developmenttalk/systematic-underreporting-public-debt-statistics-50-years-evidence-and-recent>.
12. Horn S. et al. Hidden debt revelations // World Bank. Policy Research Working Paper № 10907. 2024.
13. Horn S., Reinhart C., Trebesch C. China's overseas lending // Journal of International Economics. 2021. Vol. 133. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103539>.
14. World Economic Outlook – Steady but Slow: Resilience amid Divergence. Washington, DC: IMF, 2024. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2024/04/17/fiscal-monitor-april-2024>.
15. Kose M. A. et al. Global Waves of Debt: Causes and Consequences // World Bank. Washington, DC. 2021. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1544-7>.
16. Lau E., de Alba J. M., Liew K. H. Debt and economic growth in Asian developing countries // Economic Analysis and Policy. 2022. Vol. 76. P. 599–612. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2022.09.011>.
17. Mitchener K. J., Trebesch C. Sovereign Debt in the Twenty-first Century // Journal of Economic Literature. 2023. Vol. 61. Iss. 2. P. 565–623. <https://doi.org/10.1257/jel.20211362>.
18. Muñoz M. B. The forgotten lender: the role of multilateral lenders in sovereign debt and default. Banco de España. 2023. № 2301. 61 p.
19. Rogoff K. Emerging market sovereign debt in the aftermath of the pandemic // Journal of Economic Perspectives. 2022. Vol. 36. № 4. P. 147–166. <https://doi.org/10.1257/jep.36.4.147>.
20. Sablok A. The Growing Debt of Developing Countries – concerns and Approach. Indian Council of World Affairs. New Dehli, 2023. URL: [https://www.icwa.in/show\\_content.php?lang=1&level=3&ls\\_id=10201&lid=6506](https://www.icwa.in/show_content.php?lang=1&level=3&ls_id=10201&lid=6506).
21. Samad G., Abbas Q. Infrastructure in Central Asia and Caucasia // ADBI Working Paper Series. 2020. № 1202. URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/660631/adbi-wp1202.pdf>.
22. Son H., Djalilov B. How Central Asia and the Caucasus can cut debt and foster inclusive growth. Asian Development Bank (ADB), 2023. URL: <https://blogs.adb.org/blog/how-central-asia-and-caucasus-can-cut-debt-and-foster-inclusive-growth>.
23. Taube G., Zettelmeyer J. Output decline and recovery in Uzbekistan: past performance and future prospects // IMF Working paper WP/98/132. September 1998.
24. International Debt Report 2023. Washington, DC: World Bank Group, 2023. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-2032-8>.

## References

1. Eurasian Development Bank (2022). International transport corridor «North-South»: investment solutions and soft infrastructure (in Russ.). Available at: [https://eabr.org/upload/iblock/a2b/EDB\\_2022\\_Report-2\\_INSTC\\_rus.pdf](https://eabr.org/upload/iblock/a2b/EDB_2022_Report-2_INSTC_rus.pdf).
2. Nikonov I.V., Radionov S.A., Mukhametov O.R. (2023). National Debt in Central Asia: Risks and Management Approaches. *HSE Economic Journal*, 27 (4), 550–573 (in Russ.). <https://doi.org/10.17323/1813-8691-2023-27-4-550-573>. Available at: <https://ej.hse.ru/data/2023/12/11/2112897895/Радионон.pdf>.
3. Kheyfets B.A. (2017). International Credit Policy of Russia. *Russian Foreign Economic Journal*, 7, 95–107 (in Russ.). Available at: <https://journal.vavt.ru/rfej/article/view/2144/2006>.
4. Bank for International Settlements (2024). Annual Report. Available at: <https://www.bis.org/about/areport/areport2024.pdf>.
5. Blanchard O. (2019). Public debt and low interest rates. *American Economic Review*, 109 (4), 1197–1229. <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>.
6. CABRI (2021). China's approach to sovereign lending and debt restructuring: a primer for African public debt managers. Available at: [China-approach-to-sovereign-lending-and-debt-restructuring-A-primer-for-African-public-debt-managers.pdf](https://www.cabri-sbo.org/China-approach-to-sovereign-lending-and-debt-restructuring-A-primer-for-African-public-debt-managers.pdf) (cabri-sbo.org).
7. Creutz K. (2023). Multilateral Development Banks as Agents of Connectivity: the Asian Development Bank (ADB) and the Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB). *East Asia*, 40, 335–356. <https://doi.org/10.1007/s12140-023-09408-6>.
8. Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) (2023). Public debt and development distress in Latin America and the Caribbean. United Nations, Santiago.
9. Eurasian Development Bank (2023). Efficient Irrigation and Water Conservation in Central Asia. Available at: [https://eabr.org/upload/iblock/632/EDB\\_2023\\_Report-4\\_Irrigation\\_eng.pdf](https://eabr.org/upload/iblock/632/EDB_2023_Report-4_Irrigation_eng.pdf).

10. Gelpern A. et al. (2023). How China lends: a rare look into 100 debt contracts with foreign governments. *Economic Policy*, 38 (114), 345–416. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiac054>.
11. Horn S., Mihalyi D., Nickol P. (2022). Systematic underreporting of public debt statistics: 50 years of evidence and recent progress. World Bank blogs. Available at: <https://blogs.worldbank.org/en/developmenttalk/systematic-underreporting-public-debt-statistics-50-years-evidence-and-recent>.
12. Horn S., Mihalyi D., Nickol P., Sosa-Padilla C. (2024). Hidden debt revelations. World Bank, Policy Research Working Paper № 10907.
13. Horn S., Reinhart C., Trebesch C. (2021). China's overseas lending. *Journal of International Economics*, 133. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103539>.
14. IMF (2024). World Economic Outlook — Steady but Slow: Resilience amid Divergence. Washington, DC. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2024/04/17/fiscal-monitor-april-2024>.
15. Kose M.A., Nagle P., Ohnsorge F., Sugawara N. (2021). Global Waves of Debt: Causes and Consequences. World Bank. Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1544-7>.
16. Lau E., de Alba J.M., Liew K.H. (2022). Debt and economic growth in Asian developing countries. *Economic Analysis and Policy*, 76, 599–612. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2022.09.011>.
17. Mitchener K.J., Trebesch C. (2023). Sovereign Debt in the Twenty-first Century. *Journal of Economic Literature*, 61 (2), 565–623. <https://doi.org/10.1257/jel.20211362>.
18. Muñoz M.B. (2023). The forgotten lender: the role of multilateral lenders in sovereign debt and default. Banco de España. № 2301. 61 p.
19. Rogoff K. (2022). Emerging market sovereign debt in the aftermath of the pandemic. *Journal of Economic Perspectives*, 36 (4), 147–166. <https://doi.org/10.1257/jep.36.4.147>.
20. Sablok A. (2023). The Growing Debt of Developing Countries — concerns and Approach. New Delhi: Indian Council of World Affairs. Available at: [https://www.icwa.in/show\\_content.php?lang=1&level=3&ls\\_id=10201&lid=6506](https://www.icwa.in/show_content.php?lang=1&level=3&ls_id=10201&lid=6506).
21. Samad G., Abbas Q. (2020). Infrastructure in Central Asia and Caucasus. ADBI Working Paper Series, № 1202. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/660631/adbi-wp1202.pdf>.
22. Son H., Djallilov B. (2023). How Central Asia and the Caucasus can cut debt and foster inclusive growth. Asian Development Bank (ADB). Available at: <https://blogs.adb.org/blog/how-central-asia-and-caucasus-can-cut-debt-and-foster-inclusive-growth>.
23. Taube G., Zettelmeyer J. (1998). Output decline and recovery in Uzbekistan: past performance and future prospects. IMF Working paper WP/98/132, September 1998.
24. World Bank Group (2023). International Debt Report 2023. Washington, DC. 2023. DOI: <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-2032-8>.

### Информация об авторах

**Никонов Иван Валерьевич**, научный сотрудник Центра макроэкономических исследований Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва

**Арустамян Моника Грачиговна**, аналитик Центра макроэкономических исследований Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва

**Мухаметов Оскар Рустямович**, аналитик Центра макроэкономических исследований Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва

**Вотинов Антон Игоревич**, научный сотрудник Центра макроэкономических исследований Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва

**Радионон Станислав Андреевич**, кандидат экономических наук, научный сотрудник Центра макроэкономических исследований Научно-исследовательского финансового института Минфина России; научный сотрудник Физического института им. П. Н. Лебедева, г. Москва

### Information about the authors

**Ivan V. Nikonov**, Researcher, Macroeconomic Research Centre, Financial Research Institute, Moscow

**Monika G. Arustamyan**, Analyst, Macroeconomic Research Centre, Financial Research Institute, Moscow

**Oskar R. Mukhametov**, Analyst, Macroeconomic Research Centre, Financial Research Institute, Moscow

**Anton I. Votinov**, Researcher, Macroeconomic Research Centre, Financial Research Institute, Moscow

**Stanislav A. Radionov**, Candidate of Economic Sciences, Researcher, Macroeconomic Research Centre, Financial Research Institute, Moscow; Researcher, Lebedev Physical Institute, Moscow

Статья поступила в редакцию 12.09.2024  
Одобрена после рецензирования 02.10.2024  
Принята к публикации 14.10.2024

The article submitted September 12, 2024  
Approved after reviewing October 2, 2024  
Accepted for publication October 14, 2024

Средний объем государственного долга  
перед группами кредиторов (% ВВП)

	1992–2001 гг.	2002–2009 гг.	2010–2022 гг.
Азербайджан			
Внешний долг	6,7	8,5	12,2
еврооблигации	0,0	0,0	2,4
международные организации и банки развития	3,5	4,5	7,9
развитые страны	0,9	3,5	1,8
развивающиеся страны, кроме Китая	2,3	0,4	0,0
Китай	0,0	0,0	0,0
Внутренний долг (оценка)*	-	-	2,0
Общий долг	14,2	7,1	14,2
Армения			
Внешний долг	25,2	22,5	35,3
еврооблигации	0,0	0,0	6,6
международные организации и банки развития	17,1	17,9	21,4
развитые страны	1,7	3,3	4,9
развивающиеся страны, кроме Китая	6,3	1,4	2,4
Китай	0,2	0,0	0,1
Внутренний долг (оценка)	-	4,9	15,3
Общий долг	35,4	27,4	50,6
Грузия			
Внешний долг	45,9	27,8	32,6
еврооблигации	0,0	1,0	3,0
международные организации и банки развития	13,5	15,2	23,6
развитые страны	3,6	4,4	4,8
развивающиеся страны, кроме Китая	28,6	7,1	1,1
Китай	0,2	0,0	0,0
Внутренний долг (оценка)	-	9,9	4,1
Общий долг	62,0	37,7	36,7
Казахстан			
Внешний долг	15,0	4,7	6,2
еврооблигации	2,0	0,8	2,9
международные организации и банки развития	4,0	2,5	2,9
развитые страны	4,4	1,4	0,3
развивающиеся страны, кроме Китая	4,7	0,1	0,0
Китай	0,0	0,0	0,0
Внутренний долг (оценка)	-	5,2	11,1
Общий долг	15,0	9,9	17,3
Кыргызская Республика			
Внешний долг	41,4	62,7	44,8
еврооблигации	0,0	0,0	0,0
международные организации и банки развития	25,2	41,1	19,5
развитые страны	8,0	11,8	5,1
развивающиеся страны, кроме Китая	8,1	9,0	4,9
Китай	0,0	0,8	15,4
Внутренний долг (оценка)	-	16,9	8,6
Общий долг	83,9	79,6	53,5

	1992–2001 гг.	2002–2009 гг.	2010–2022 гг.
Таджикистан			
<i>Внешний долг</i>	61,9	38,8	30,9
еврооблигации	0,0	0,0	2,7
международные организации и банки развития	7,3	20,3	13,2
развитые страны	7,9	1,2	0,6
развивающиеся страны, кроме Китая	46,4	13,6	1,4
Китай	0,3	3,7	13,0
<i>Внутренний долг (оценка)</i>	-	9,9	6,8
<i>Общий долг</i>	83,5	48,7	37,7
Узбекистан			
<i>Внешний долг</i>	6,5	9,6	11,4
еврооблигации	0,0	0,0	0,9
международные организации и банки развития	1,0	3,4	7,1
развитые страны	1,4	3,6	2,8
развивающиеся страны, кроме Китая	4,1	2,6	0,4
Китай	0,0	0,0	0,2
<i>Внутренний долг (оценка)</i>	-	0,0	5,5
<i>Общий долг</i>	17,8	9,6	16,9

Примечание: \* внутренний долг рассчитан как разница между общим и внешним долгом; в отдельных случаях оценочные значения не приводятся.

Источник: расчеты и оформление авторов.