

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

**Иван Васильевич Петров**

E-mail: petrov@nifi.ru, ORCID: 0000-0000-7909-655X

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

**Елена Николаевна Сидорова**

E-mail: sidorova@nifi.ru, ORCID: 0009-0000-9577-0491

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

**Сергей Петрович Смирнов**

E-mail: smirnov@mail.ru, ORCID: 0000-0000-9673-1156

Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России, г. Москва, Российская Федерация; НИУ «Высшая школа экономики», 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 указанного региона 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 изучены изменения структуры основных групп кредиторов по каждой из стран в течение трех долгосрочных периодов и произведен анализ сходств и различий наблюдаемых структурных сдвигов. Также проведена декомпозиция показателя динамики государственного долга с оценкой вклада фактора экономического роста и эффектов от изменения задолженности стран перед отдельными группами кредиторов.

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

**JEL:** F34, H63

**Финансирование:** .....

**Для цитирования:** Петров И. В., Сидорова Е. Н., Смирнов С. П. Трансформация структуры государственного долга по составу кредиторов в странах Центральной Азии и Южного Кавказа // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № X. С. XX-XX.

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-X-XX-XX>.

© Петров И. В., Сидорова Е. Н., Смирнов С. П., 2025

---

## **Transformation of the public debt structure by creditors in the countries of the South Caucasus and Central Asia**

**Ivan V. Petrov** 1, **Elena N. Sidorova** 2, **Sergey P. Smirnov** 3, 4

1-3 Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation

4 HSE University, Moscow, Russian Federation

1 petrov@mail.ru, <https://orcid.org/0000-0000-7909-655X>

2 sidorova@nifi.ru, <https://orcid.org/0009-0000-9577-0491>

3, 4 smirnov@mail.ru @mail.ru, <https://orcid.org/0000-0000-9673-1156>

### **Abstract**

The rapid growth of public debt in developing countries in recent years and the increasing risks associated with this process highlight the importance of research in this area. This article examines one of the key aspects of public debt management - the structure of the debt portfolio by creditors. The object of the study is the public debt in 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 the implementation of joint projects is growing. Their role in the global and regional economy is also expanding, including participation in large transport and logistics projects designed to increase the connectivity of Eurasia.

The study is based on data from 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 the similarities and differences in the observed structural shifts. The decomposition of the public debt dynamics indicator was also carried out and estimated the

contribution of the economic growth factor and the effects of changes in countries' debt to individual groups of creditors.

The study identified the following key trends in public debt structural changes: 1) a decrease in the role of bilateral loans from developed and developing countries, starting in the 2000s; 2) continued strong influence of debt raised from international financial organizations and development banks in most countries throughout the entire study period; 3) in a number of countries - a gradual increase in market sources of debt financing (domestic and Eurobonds); an increase in the role of loans from China – in Kyrgyzstan and Tajikistan, etc. The study provides 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

**Funding:** .....

**For citation:** Petrov I.V., Sidorova E.N., Smirnov S.P. (2025). Transformation of the public debt structure by creditors in the countries of the South Caucasus and Central Asia. *Financial Journal*, 16 (X), XX-XX (in Russ).

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-X-XX-XX>.

© Petrov I.V., Sidorova E.N., Smirnov S.P., 2025

---

## 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 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

---

<sup>1</sup> International Monetary Fund (IMF). 2024. Fiscal Monitor: Fiscal Policy in the Great Election Year: IMF, 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 7 стран: Республики Азербайджан, Армения, Грузия, Казахстан, Таджикистан, Узбекистан и Кыргызскую Республику. 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 соответствующих данных [Horn et. al., 2022].

посвящена настоящая статья, государственный долг за последние пять лет увеличился на 67% и превысил отметку в 140 млрд долларов 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 регионов в значительной степени различаются по уровню валового душевого дохода, актуальной задачей для них остается 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 исходя из прогнозов ООН увеличится еще на 14 млн к 2036 г., превысив 105 млн. Соответственно, будет возрастать необходимость обеспечения растущего населения социальной инфраструктурой, увеличения объема предоставляемых 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, роста совокупной факторной производительности и определение новых драйверов 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]). Развитие указанных МТК приобретает важное значение как для самого региона, повышая его вовлеченность в мировую экономику, так и для обеспечения торговли 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 потенциала экономического роста. Особое значение в данном случае приобретает поиск способов и источников привлечения заемных средств, соответствующих долговой стратегии государств.

В настоящей статье будет изучен опыт стран Центральной Азии и Южного Кавказа в выборе структуры кредиторов и происходящих в ней долгосрочных сдвигов, а также предпринята попытка выявить основные причины наблюдаемых трендов. Для этого, в следующем разделе статьи будут представлены результаты исследований, посвященных ключевым современным тенденциям в государственном долговом финансировании. Далее будут рассмотрены 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 заключительном разделе приводятся выводы о наблюдаемых структурных сдвигах и их влиянии на профиль рисков долговой устойчивости в рассматриваемом регионе.

### **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»), выделяется 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 несколько возросшая устойчивость 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 возрос в 2022 г. на фоне глобального роста процентных ставок по сравнению с периодом мягкой денежно-кредитной политики, бывшей, в свою очередь, ответом на финансовый кризис 2008-2009 гг., когда в экспертных кругах было распространено мнение о допустимости политики бесконечной пролонгации государственного долга

(debt rollover), см. например [Blanchard, 2019]. Так, например, платежи по обслуживанию государственного и гарантированного государством долга странами с низким и средним уровнем в 2022 году 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 г. и последующих эпизодов ухудшения долговой устойчивости развитых стран, выявленными в работе [Mitchener, Trebesch, 2023], стали: возникновение проблем с рефинансированием долга и самореализующейся кризисной динамики, ухудшение долговой ситуации фирм и домохозяйств в странах с плохим состоянием государственного долга, отсутствие суверенных дефолтов, значительная зарубежная финансовая помощь, сложности в переговорах с кредиторами.

Об ухудшении 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 улучшения фискальной дисциплины в исследованных странах. В работе [Rogoff, 2022] в ответ на ухудшение долговой устойчивости многих развивающихся стран предлагается расширение использования 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 кредитования многосторонних кредиторов можно рассматривать как своего рода страховой механизм, который позволяет странам 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 году до 57% в 2021 году [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, нарушающие цепочки поставок энергии и всплески инфляции [Sablok, 2023]. Помимо этого, в Азии быстро возросла роль региональных многосторонних банков развития, таких как Азиатский Банк Развития (АБР) и Азиатский Банк Инфраструктурных инвестиций (АБИИ): данные организации 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, Reinhart, Trebesch, 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 Китая развивающимся странам не отражается в наиболее 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]. Ранее была заметна активная роль Китая в Африке: по оценкам [CABRI, 2021] с 2000 по 2018 год Китай предоставил африканским странам (правительствам и государственным предприятиям) кредиты на общую сумму 152 млрд долларов 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 зарубежного 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 уже перерос в кризисы 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 исследуемых странах 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 гг. 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 этой связи в качестве информационной базы исследования выступили данные Всемирного банка, а также отдельные показатели, публикуемые Международным валютным фондом (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 национальное правительство всех уровней и его подразделения (например, правительственные агентства). Данные доступны в разрезе по кредиторам (страны и международные организации) за период с 1992–1993 гг. по 2022 г. Далее были выделены

---

<sup>3</sup> International Debt Statistics (IDS). URL: <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/ids> (дата обращения: 15.09.2024).



основные категории внешних кредиторов и рассчитан объем приходящейся на них задолженности. Так, внешний долг был разделен на следующие группы кредиторов: держатели еврооблигаций, международные 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.

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 1994–2002 гг. (наиболее длинный ряд – по Азербайджану, наиболее короткий – по Казахстану). Для дальнейших расчетов объем государственного долга каждой страны был конвертирован в доллары США (таблица 1).

Таблица 1

### Данные 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: расчеты и оформление авторов на основании данных МВФ и Всемирного банка.*

Далее был рассчитан объем внутреннего долга как разница между общим государственным долгом и совокупными внешними обязательствами перед всеми кредиторами. Для расчета показателей относительно ВВП использовались данные о ВВП в текущих ценах в долларах США из базы World Economic Outlook МВФ. Отметим, что в настоящее время повышается доступность данных в национальных источниках об объемах внутреннего государственного долга, однако для сопоставимости данных на всем исследуемом временном периоде, в настоящей работе использованы оценки данного показателя. Также необходимо учитывать, что, согласно последним исследованиям, данные об объемах внешнего долга ранее не были доступны в полной мере [Horn et. Al., 2024]. В связи с этим, можно предположить, что совокупные данные о государственном долге в базе МВФ могут

недооценивать его объем по сравнению с экспертными оценками, в том числе по исследованным нами странам, что также может снижать произведенную оценку внутреннего долга. Так, например, в отдельные годы совокупный внешний долг Республики Азербайджан по информации IDS был выше, чем общий долг за аналогичные периоды согласно 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 долга равен  $D_t$ , а его структура описывается факторами  $d_t^i$ :

$$D_t = \sum d_t^i. \quad (1)$$

Вычтем из  $D_t$  переменную  $D_{t-1}$ , после чего поделим на уровень ВВП  $GDP_t$ , чтобы получить уровень долговой нагрузки  $v_t^D$ :

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

где  $g_t = \frac{GDP_t}{GDP_{t-1}} - 1$  – темп изменения ВВП (в долларах 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 долларах США.

### **Изменения в структуре кредиторов государственного долга в странах Центральной Азии и Южного Кавказа**

#### *Долгосрочные изменения структуры кредиторов*

В исследовании [Kose et al, 2021] авторы выделили четыре волны накопления государственного долга в развивающихся странах. Первая из них относилась к 1980-м годам, 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 г. 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>.

Для изучения долгосрочных структурных сдвигов в странах Центральной Азии и Южного Кавказа были рассмотрены периоды,

---

<sup>4</sup> Пандемия коронавируса и ее экономические последствия остались за рамками описываемого исследования, однако акторы 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.

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 в Приложении.

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

Во второй рассматриваемый период (с 2002 г. по 2009 г.) уровень государственного долга сократился по всем исследуемым странам 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 гг. характеризовался новой волной увеличения долга в четырех из семи рассматриваемых стран Центральной Азии и Южного Кавказа. Основными факторами, повлиявшими в данном периоде на уровень 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 произошло значительное развитие внутреннего финансового рынка, и 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 в структуре суверенной задолженности заметно усилились между странами. В Азербайджане, Армении, Грузии и Узбекистане основная часть долга по-прежнему формировалась кредитами от международных организаций и банков развития, при этом крупнейшим кредитором выступил Азиатский банк развития. Относительно быстрый рост государственного долга Узбекистана в данный период в значительной степени объяснялся происходящей в этой стране масштабной социально-экономической либерализацией, одним из аспектов которой стал выход страны на международные финансовые рынки. В Кыргызской Республики и Таджикистане существенно выросли обязательства перед Китаем, доля которых в структуре государственного долга стала сопоставимой 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 продолжили составлять внутренние обязательства.

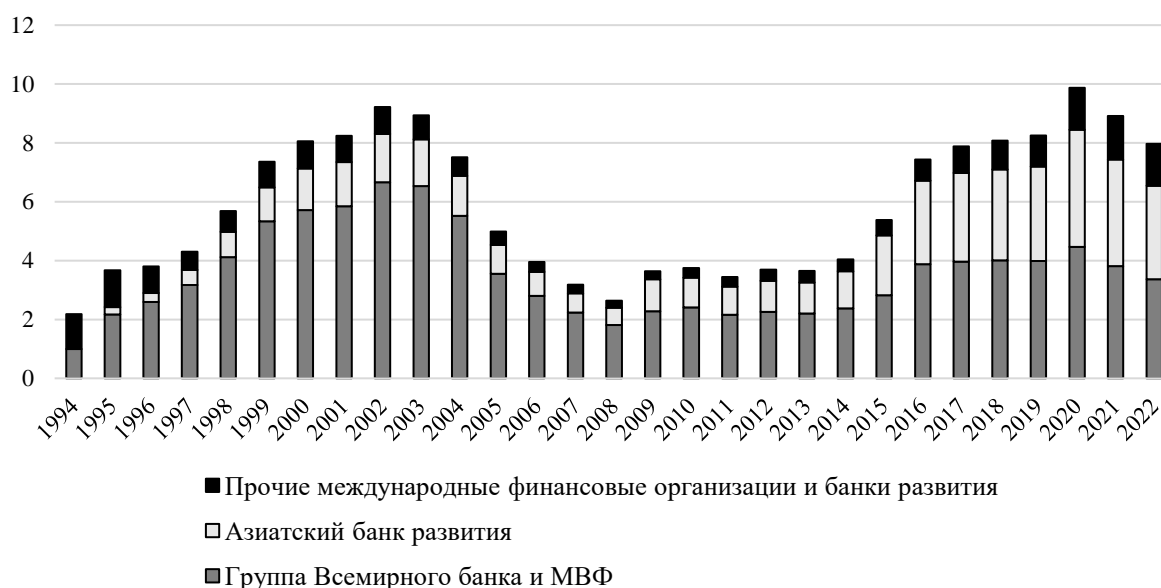
Таким образом, структурные изменения государственного долга рассматриваемых стран Южного Кавказа и Центральной Азии в течение рассматриваемого периода происходили в значительной степени неоднородно. Можно отметить их следующие особенности.

Во-первых, из рассматриваемых стран только Республике Казахстан удалось добиться перехода к преимущественному использованию внутренних заимствований, для остальных стран государственный долг с 1992 г. остается представлен преимущественно 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 странах снизился по мере их перехода в группу экономик «с доходами выше среднего» по классификации Всемирного Банка. Также в эту группу из рассматриваемых стран 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 рассматриваемых стран региона. В Азербайджане, Армении, Грузии и Узбекистане внешние заимствования остаются представленными 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 снизилась (Рисунок 1).

### Государственный долг стран Центральной Азии и Южного Кавказа перед международными организациями, % ВВП



Источник: рисунок авторов.

В-третьих, большинство стран Центральной Азии и Южного Кавказа привлекали китайские кредиты в качестве источника финансирования. Однако, только в структуре долга Кыргызской Республики и Таджикистана они стали играть существенную роль. К 2022 г. в Кыргызской Республике их объем 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 его также можно считать крупнейшим индивидуальным кредитором страны.

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

Приведенные выше расчеты основываются на данных о накопленном уровне 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 структуре кредиторов далее рассмотрена динамика уровня государственного долга в каждой из стран

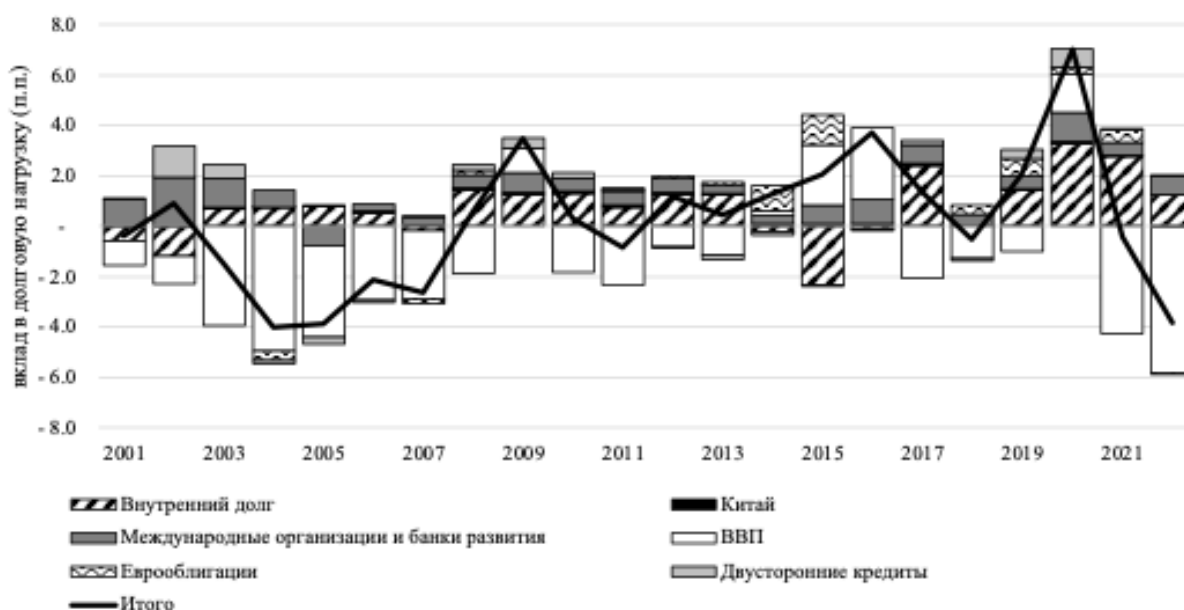
Центральной Азии и Южного Кавказа и оценен вклад в выбранный индикатор отдельных групп кредиторов. Динамика государственного долга в данном случае определена как разница между уровнем долга по отношению ВВП в двух следующих друг за другом годах.

В соответствии с применяемым методологическим подходом выделены эффект изменения задолженности различным группам кредиторов и фактор экономического роста. Расчеты проведены по всем исследуемым странам по отдельности и по региону в целом (рисунок 2). На агрегированные данные наибольшее влияние оказывают процессы, происходившие в странах с большими объемами экономики и номинального государственного долга. В первую очередь к ним относимся 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 или был сопоставим по масштабу с фактором увеличения объема заимствований. Например, в период с 2003 г. по 2007 г. страны региона привлекали новые заимствования, а погашение обязательств были незначительны. 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 г., 2015-2016 г., 2020-2021 г.) и было связано, как с привлечением дополнительных новых заимствований, так сокращения объема выпуска в экономике.



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



*Источник: рисунок авторов.*

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 процентных 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 увеличение заимствований внесло привлечение внутреннего долга: 1,9 п.п. из 2,4 п.п., или 78%. Аналогичным образом были рассчитаны вклады различных групп кредиторов по каждой из исследуемых стран. В таблице 2 приведены средние значения данных показателей по региону (странам присвоены равные веса) в разрезе следующих временных периодов: до мирового финансового кризиса (2001-2008 гг.), отдельно выделен кризисный 2009 г., затем период с 2010 г. 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**

Группа кредиторов	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: расчеты и оформление авторов.*

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 и не было однородным в зависимости от страны-заемщика. В период преодоления последствий пандемии (с 2020 г. по 2022 г.) Армения и Азербайджан даже сокращали свои обязательства перед МВО, однако значимый рост вклада международных организаций произошел в Таджикистане, увеличение их вклада в динамику заимствований по сравнению с предыдущими периодами наблюдалось в Грузии, Кыргызстане и Узбекистане.

После мирового финансового кризиса заметно увеличилась роль внутреннего государственного долга. Помимо уже отмеченных лидеров в этом отношении, Армении и Казахстана, повышался вклад внутренних источников финансирования 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 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 со середины 1990-х – начала 2000-х гг., однако быстрый рост задолженности перед Китаем также пришелся именно на период 2010–2019 г., в то время как задолженность перед другими странами-кредиторами в этот период снижалась. Китай остался важным кредитором и в 2020 г., но уже начиная с 2021 года и Таджикистан, и Кыргызстан начали сокращать свои обязательства перед КНР. В результате в 2020-2022 г. вклад Китая в динамику государственного долга региона был отрицательным и составил (-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, приведенных в настоящей статье. Тем не менее, подробное изучение эволюции структуры кредиторов семи южнокавказских и центральноазиатских государств указывают на формирование различающихся подходов к формированию источников финансирования государственного долга.

К двум базовым долгосрочным факторам, оказывающим непосредственное влияние на различия в структуре заимствований, следует отнести уровень экономического развития (в простой интерпретации как подушевого ВВП) и объем требуемого экономике долга. Оба этих параметра – результат взаимодействия многих прочих условий и политических решений, изучение которых заслуживает отдельных исследований. 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 г. по 2022 г. составила 15,3% ВВП в Армении, что было выше, чем в Казахстане (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 могут в меньшем объеме, чем раньше, рассчитывать на льготный долг, предоставляемый МФО.

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 достаточно быстро. Одновременно с этим важную роль в обеспечении долгового финансирования стали играть международные финансовые организации и банки развития, которые предоставляли долг на льготных условиях, что в ряде случаев было обусловлено выполнением программ социально-экономических реформ. Затем их влияние продолжало усиливаться во всех странах кроме Казахстана вплоть до мирового финансового кризиса. Далее с 2010 г. 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 г., влияние МФО на динамику долга было, напротив, более высоким в Кыргызстане и Таджикистане.

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 также увеличила заимствования от развитых стран, а Армения как от развитых, так и развивающихся. В то же время в Кыргызстане и Таджикистане 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, условиям кредитования (см., например, заявления официальных лиц Кыргызской Республики<sup>5</sup>).

Наконец, важно отметить, что при определении структуры портфеля оцениваются как потенциальные возможности привлечь финансирование из того или иного источника, так связанные с ними долговые риски. В работе

---

<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>

[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 быстрых девальваций. Можно предположить, что с аналогичными рисками сталкивались и страны Южного Кавказа, 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 году проценты по внутреннему долгу превысили аналогичные платежи по внешнему. Также ряд стран региона в ближайшие несколько лет должны будут 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 будут происходить 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 больше внимания страны будут уделять дальнейшему 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 в условиях повышенных долговых рисков следует придерживаться потолков госдолга, закрепленных в бюджетных правилах и стратегиях управления государственным долгом, либо предусмотреть их в случае отсутствия.

---

<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>

## 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. URL: <https://ej.hse.ru/data/2023/12/11/2112897895/Радионов.pdf>
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.
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 \(cabri-sbo.org\)](https://www.cabri-sbo.org/China-approach-to-sovereign-lending-and-debt-restructuring-A-primer-for-African-public-debt-managers.pdf)
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>
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., Horn S., Morris S., Parks B., Trebesch C. 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., Mihalyi D., Nickol P., Sosa-Padilla C. 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. International Monetary Fund. World Economic Outlook – Steady but Slow: Resilience amid Divergence. Washington, DC. 2024. URL: <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. Global Waves of Debt: Causes and Consequences // World Bank. Washington, DC. 2021. Doi: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. Doi: 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. Doi: 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. World Bank Group. International Debt Report 2023 // World Bank. Washington, DC. 2023. Doi: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.). 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.
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 \(cabri-sbo.org\)](https://cabri-sbo.org/China-approach-to-sovereign-lending-and-debt-restructuring-A-primer-for-African-public-debt-managers.pdf)
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., Horn S., Morris S., Parks B., Trebesch C. (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.International Monetary Fund (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. Doi: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. Doi: 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. Doi: 10.1257/jep.36.4.147
  - 20.Sablok A (2023). The Growing Debt of Developing Countries – concerns and Approach. Indian Council of World Affairs. New Dehli. 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 Caucasia. ADBI Working Paper Series, № 1202. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/660631/adbi-wp1202.pdf>
  - 22.Son H., Djalilov 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.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

### Средний объем государственного долга перед группами кредиторов (% ВВП)

	1992– 2001 гг.	2002– 2009 гг.	2010– 2022 гг.
<b>Азербайджан</b>			
<i>Внешний долг</i>	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
<i>Внутренний долг (оценка)*</i>	-	-	2,0
<i>Общий долг</i>	14,2	7,1	14,2
<b>Армения</b>			
<i>Внешний долг</i>	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
<i>Внутренний долг (оценка)</i>	-	4,9	15,3
<i>Общий долг</i>	35,4	27,4	50,6
<b>Грузия</b>			
<i>Внешний долг</i>	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
<i>Внутренний долг (оценка)</i>	-	9,9	4,1
<i>Общий долг</i>	62,0	37,7	36,7
<b>Казахстан</b>			
<i>Внешний долг</i>	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
<i>Внутренний долг (оценка)</i>	-	5,2	11,1
<i>Общий долг</i>	15,0	9,9	17,3
<b>Кыргызская Республика</b>			
<i>Внешний долг</i>	41,4	62,7	44,8
еврооблигации	0,0	0,0	0,0

	1992– 2001 гг.	2002– 2009 гг.	2010– 2022 гг.
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
<i>Внутренний долг (оценка)</i>	-	16,9	8,6
<i>Общий долг</i>	83,9	79,6	53,5
<b>Таджикистан</b>			
<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
<b>Узбекистан</b>			
<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.*

## **Информация об авторах**

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

**Елена Николаевна Сидорова**, младший научный сотрудник Центра международных финансов Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва

**Сергей Петрович Смирнов**, кандидат экономических наук, научный сотрудник Центра макроэкономических исследований Научно-исследовательского финансового института Минфина России; научный сотрудник НИУ «Высшая школа экономики», г. Москва

## **Information about the authors**

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

**Elena N. Sidorova**, Junior Researcher, Center International Finance, Financial Research Institute, Moscow

**Sergey P. Smirnov**, Candidate of Economic Sciences, Researcher, Macroeconomic Research Centre, Financial Research Institute, Moscow; Researcher, HSE University, Moscow