

ПРОБЛЕМЫ В МЕХАНИЗМАХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ВНЕШНЕГО ДОЛГА И ИХ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ РЕШЕНИЯ: ФОКУС НА УЗБЕКИСТАНЕ

*Санакулова Барногул Ризакуловна
Доктор экономических наук, профессор
Alfraganus University, Ташкент
Жамолов Мирзабек Миржалил угли
Ведущий специалист
Институт макроэкономических и
региональных исследований*

*Sanakulova Barnogul Rizakulovna
Doctor of Economic Science, Professor
Alfraganus University, Tashkent
Jamolov Mirzabek Mirjalil ugli
Leading specialist
Institute of macroeconomic and
regional research*

Аннотация:

В данной статье рассматриваются проблемы механизма использования государственного внешнего долга Узбекистана и предлагаются институциональные решения для повышения эффективности его использования. Проанализированы динамика и структура государственного внешнего долга Республики Узбекистан, включая распределение задолженности по типам кредиторов, валютам и целевому назначению. Проблемными аспектами являются высокая доля внешнего долга в иностранной валюте, значительная зависимость от внешних кредиторов (международных финансовых институтов и отдельных стран-кредиторов) и риски, связанные с госгарантиями по долгам госкомпаний. В статье предлагаются институциональные меры для решения этих проблем: укрепление системы управления государственным долгом, внедрение фискальных правил и ограничений на заимствования, развитие внутреннего финансового рынка для замещения внешних заимствований, а также повышение прозрачности и эффективности использования привлеченных средств. Предложенные решения нацелены на обеспечение долговой устойчивости и снижение рисков, связанных с государственным внешним долгом, при одновременном поддержании экономического роста и инвестиционной активности.

***Ключевые слова:** государственный долг, кредиты, финансовые институты, долговая устойчивость, экономический рост, анализ стран.*

Annotation

This article considers the problems of the mechanism of utilisation of the public external debt of Uzbekistan and proposes institutional solutions to improve the efficiency of its use. The dynamics and structure of public external debt of the Republic of Uzbekistan, including debt distribution by types of creditors, currencies and purpose are analysed. Problematic aspects are the high share of external debt in foreign currency, significant dependence on external creditors (international financial institutions and individual creditor countries) and risks associated with state guarantees on debts of state-owned companies. The article proposes institutional measures to address these problems: strengthening of the public debt management system, introduction of fiscal rules and restrictions on borrowing, development of the domestic financial market to replace external borrowing, and increasing transparency and efficiency of the use of borrowed funds. The proposed solutions are aimed at ensuring debt sustainability and reducing risks associated with public external debt, while maintaining economic growth and investment activity.

Keywords: *public debt, loans, financial institutions, debt sustainability, economic growth, country analysis.*

Введение

Государственный внешний долг является важным инструментом финансирования развития, однако его неэффективное использование способно породить серьезные макроэкономические риски. С одной стороны, внешние заимствования позволяют финансировать структурные реформы, инвестиционные проекты и покрывать бюджетный дефицит, ускоряя экономический рост. С другой стороны, чрезмерное и бесконтрольное накопление долга при ограниченных возможностях обслуживания ведет к системным проблемам – росту долгового бремени, ухудшению платежного баланса и даже угрозе суверенного дефолта. Особенно актуально это для развивающихся и переходных экономик, где институты управления долгом находятся в стадии формирования. Узбекистан, активно привлекающий внешний долг в последние годы в ходе экономических реформ, сталкивается с типичными проблемами эффективности использования заемных средств и обеспечения долгосрочной устойчивости долга. Настоящая статья представляет критический обзор литературы по данной теме, анализирует практику Узбекистана – существующие механизмы распределения и использования внешнего долга, характерные проблемы и их институциональные причины – а также проводит сравнительный анализ с рядом сопоставимых стран (Казахстан, Грузия, Турция, Россия, Азербайджан, Китай). На основе выявленных закономерностей и успешного зарубежного опыта предлагаются научно обоснованные выводы и рекомендации.

Обзор литературы

Проблематика государственного долга и эффективности его использования широко исследуется экономистами. Ряд работ подчеркивает, что не существует универсального предельного уровня долга, приемлемого для всех стран – оптимальные параметры зависят от уровня развития экономики и иных условий. Так, А. Pienkowski показывает, что долговая нагрузка должна оцениваться с учетом структуры долга: для развитых стран могут применяться более высокие пороги, особенно при использовании инновационных инструментов (например, облигаций, привязанных к росту ВВП), тогда как для развивающихся стран важно смещать заимствования в национальную валюту¹. Другие исследователи фокусируются на смягчении негативных последствий высокого долга. Р. Леао отмечает необходимость фискальных механизмов, снижающих влияние высокой задолженности на рост налогового бремени, риск дефолта и инфляцию². Е. Веқирај и соавт. изучили реакцию правительств 21 страны ОЭСР на рост показателя долг/ВВП и выявили корреляцию между ускоренным накоплением долга и бюджетным дефицитом; они подчеркивают важность своевременных корректирующих мер при превышении долговых ориентиров³. В целом литература сходится во мнении, что высокая государственная задолженность может негативно сказаться на финансовой и экономической стабильности, если не подкреплена надлежащим управлением и «политической волей» для проведения необходимых мер оздоровления⁴.

Особое внимание в исследованиях уделяется институциональным аспектам управления внешним долгом. Исторический опыт развивающихся стран свидетельствует, что слабость институтов и несовершенство механизмов мониторинга долга часто приводят к нецелевому использованию заемных средств и росту рисков кризиса задолженности. Так, в странах Центральной Азии в постсоветский период остро стояла задача формирования системы управления внешним долгом; эксперты отмечали необходимость создания специализированных институтов мониторинга и стратегического планирования долга для обеспечения sound-биржевой политики заимствований⁵. Международные организации (МВФ, Всемирный банк) также разработали руководящие принципы по управлению государственным долгом, акцентируя прозрачность, подотчетность, координацию долговой политики с фискальной и монетарной политикой, а также разработку среднесрочных стратегий долга. Например, МВФ и ВБ рекомендуют странам разрабатывать Среднесрочную стратегию управления

¹ Pienkowski A. Debt Limits and the Structure of Public Debt // Journal of Globalization and Development, vol. 8, no. 2, 2018, pp. 20170018. <https://doi.org/10.1515/jgd-2017-0018>.

² Pedro L. Is a very high public debt a problem? // Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY. No. 843, 2015.

³ Elton B., Silvia F. Public debt sustainability: an empirical study on OECD countries // Journal of Macroeconomics, vol. 58 (2018) 238-248. www.ft.com data.

⁴ Shernayev A.A., Komolov O.S. Government debt management. Textbook-T., "Economics-Finance" 2019. – 108.

⁵ Bakhtior Islamov. Central asia: problems of external debt and its sustainability. (The Institute of Economic Research, Hitotsubashi University and Tashkent State Economic University). Discussion Paper Series A No.413

долгом (MTDS) и ежегодные планы заимствований, чтобы сбалансировать потребности в привлечении ресурсов с контролем рисков портфеля⁶.

Наконец, в литературе подчёркивается, что ключевым фактором успешного использования внешних займов является направление их в продуктивные проекты развития, а не на текущее потребление. Внешний долг оправдан, если привлеченные средства создают отдачу в виде экономического роста, увеличения экспортного потенциала или бюджетных поступлений, достаточных для обслуживания этого долга. В противном случае заемные ресурсы лишь временно затыкают бюджетные дыры, а обслуживание долга ложится растущим бременем на экономику. Таким образом, обзоры международного опыта нацеливают исследователей на анализ не только количественных параметров долга, но и качества институтов, механизма распределения средств и их эффективности.

Методология исследования

В статье были изучены теоретические и методологические основы государственного долга, а также использованы официальные данные Республики Узбекистан, Министерства экономики и финансов, данные Всемирного банка, Международного валютного фонда, а также различных других официальных сайтов для сравнительного, структурного и сопоставительного анализа. В исследовании использовался метод анализа, сравнения и сопоставления статистических данных. Были проанализированы долговая политика и данные по долгу зарубежных стран и данные по долгу нашей страны. В то же время в научном наблюдении использовались методы сравнительного анализа.

Анализ и результаты

В последние годы Узбекистан значительно нарастил объем государственного долга, особенно внешнего, для финансирования масштабных реформ и инвестпроектов. Государственный внешний долг страны вырос с относительного низкого уровня в середине 2010-х до \$25,9 млрд (36,4% ВВП) на начало 2023 г. и продолжил расти до \$31,5 млрд (~37% ВВП) к середине 2023 г. Узбекистан вышел на рынки капитала – были выпущены суверенные еврооблигации, что позволило диверсифицировать источники заимствований и установить бенчмарк на внешних рынках⁷. Традиционно же основными кредиторами являлись международные финансовые организации (Азиатский банк развития, Всемирный банк, Исламский банк развития и др.) и правительства других стран на основе двусторонних соглашений. Привлеченные извне средства поступают как

⁶ Marie S Kim, Lilia Razlog, Juan Carlos Vilanova, and Juan Lorenzo Maldonado. "Uzbekistan: Medium-Term Debt Management Strategy and Annual Borrowing Plan", *High-Level Summary Technical Assistance Reports* 2025, 009 (2025), accessed May 23, 2025.

⁷ Jasur Karshibaev. Improving debt management in uzbekistan. DMFAS Advisory Group Presentation. 12th DMFAS Advisory Group Meeting 21-22 November 2019. Geneva.

напрямую в государственный бюджет (в виде бюджетной поддержки), так и целевыми кредитами на инвестиционные проекты, реализуемые государственными предприятиями. В последнем случае Министерство экономики и финансов выступает заемщиком от имени правительства и перераспределяет средства конкретным госпредприятиям или отраслевым ведомствам под гарантии государства. До 2018 г. внутренний государственный долг Узбекистана отсутствовал вовсе, поэтому финансирование дефицита и проектов практически полностью опиралось на внешние займы. Лишь в 2019 г. начато формирование рынка государственных ценных бумаг в сумах, и доля внутреннего долга достигла ~29% от общего объема госдолга. В 2022–2023 гг. правительство также выпускало еврооблигации, номинированные в национальной валюте (сум), включая первый «зеленый» выпуск, что служит цели снижения валютных рисков. Таким образом, механизм распределения внешних заимствований в Узбекистане сочетает прямое бюджетное финансирование дефицита и развитие секторов через кредитование проектов (часто в инфраструктуре и энергетике) под государственные гарантии. Несмотря на активное использование внешних ресурсов, Узбекистан сталкивается с рядом проблем, снижающих эффективность внешних заимствований:

- В прошлые годы наблюдался дефицит институциональных механизмов отслеживания того, как привлеченные извне средства осваиваются внутри страны. Исследователи указывают, что отсутствие эффективной системы мониторинга внешних займов и контроля их целевого размещения серьезно угрожало экономической безопасности Узбекистана. На практике это означало, что государство брало кредиты, например, для проектов в регионах или для госпредприятий, но не имело достаточной прозрачности и учета по фактическому использованию денег на местах. Такой пробел создавал риски нецелевого использования и коррупции, снижая отдачу от заемных средств.

- Эксперты сходятся во мнении, что корень долговых проблем – общая низкая эффективность экономики, не позволяющая сформировать доходную базу бюджета без постоянно растущих заимствований. Внешние кредиты нередко идут на проекты с длительной окупаемостью или низкой рентабельностью, либо же на покрытие текущих расходов, не генерирующих будущие доходы. В результате страна вынуждена постоянно привлекать новые займы для рефинансирования или поддержки бюджета. По оценке З. Чориевой, основная проблема использования публичного долга Узбекистана имеет системный характер – экономика не генерирует достаточных внутренних ресурсов, чтобы обойтись без внешнего финансирования, что ведет к наращиванию долга. При сохранении низкой эффективности вложений внешние заимствования могут перейти из разряда стимулятора развития в разряд долгового бремени.

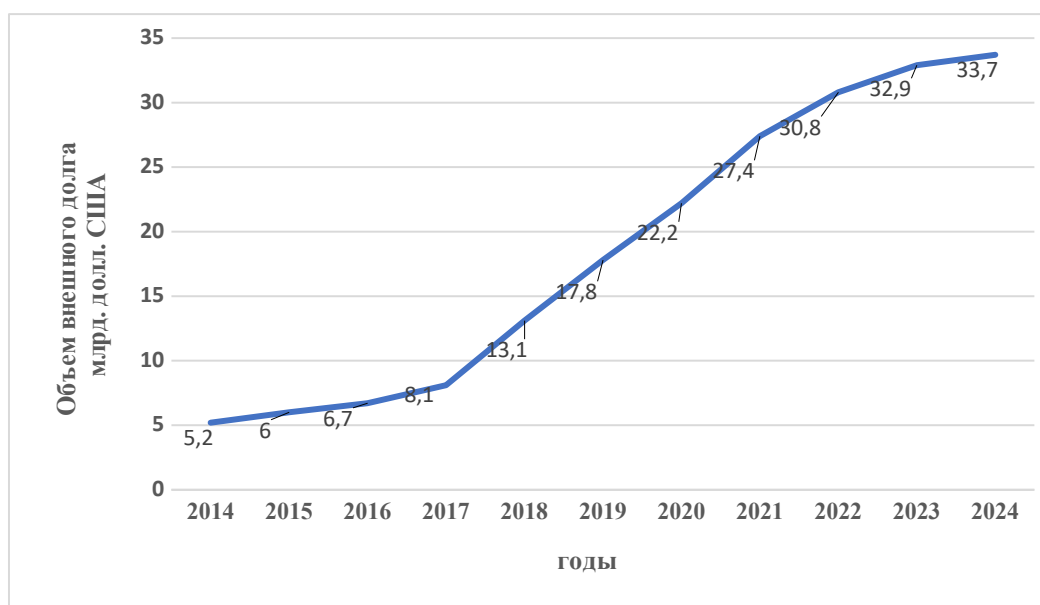
- Хотя совокупный объем долга пока умеренный, его структура пока далека от оптимальной. Большая часть внешнего долга номинирована в иностранной валюте (прежде всего в долларах США, а также в иенах, SDR, евро), что создает валютный риск: обесценение сума автоматически увеличивает бремя выплат. Кроме того, значительная доля кредитов поступает от международных институтов под относительно льготные проценты, но с сокращением донорского финансирования Узбекистан начал выходить на рыночные заимствования по менее выгодным ставкам. Уже сегодня обслуживание государственного долга требует крупных средств: по некоторым данным, расходы на обслуживание внешнего долга сопоставимы или даже превышают бюджетные расходы по ключевым секторам. Это сокращает инвестиционный потенциал бюджета, вытесняя возможности финансирования развития за счет собственных средств. Таким образом, обслуживание долга становится тяжелым бременем, ограничивая фискальное пространство.

- Отдельной проблемой является скрытая задолженность госсектора вне центрального правительства. В Узбекистане ряд крупных заемщиков внешних средств – это госпредприятия и банки с госучастием, которые привлекают кредиты либо под государственные гарантии, либо даже без прямых гарантий, но в случае их неплатежеспособности ответственность де-факто ляжет на бюджет. По оценке S&P, объем негарантированного долга организаций госсектора (GRE) и обязательств по ГЧП в 2023 г. составил около 8% ВВП; эти условные обязательства создают риск для бюджета, если проекты окажутся нежизнеспособными. Хотя официальная статистика госдолга учитывает только прямой и гарантированный долг правительства, реальное долговое бремя шире, включая квазисуверенные обязательства. Этот фактор связан с институциональными перегибами прошлого – невыделением единого учета всех рисков госсектора. Сейчас в Узбекистане признают эту проблему: аналитики рейтинговых агентств специально объединяют гарантированный долг госпредприятий с долгом правительства, учитывая тесные связи государства с этими компаниями.

- Отсутствие до недавнего времени единой стратегии и институциональной инфраструктуры управления долгом. Исторически управление государственным долгом Узбекистана носило разрозненный характер. В 1990-е – 2000-е годы за внешние займы отвечали различные ведомства, не было отдельного органа, фокусированного на долговой портфель. Лишь в 2018 г. в структуре Министерства финансов создано специализированное Агентство по управлению государственным долгом (Debt Management Office, DMO). При поддержке международных организаций внедрена современная система учета и анализа долга DMFAS (Debt Management and Financial Analysis System), начата разработка Среднесрочной стратегии управления госдолгом (MTDS). Тем не менее, эти институты еще молодые. К моменту их создания значительная часть

внешних заимствований уже была осуществлена без четкой стратегии. Отсутствие в прошлом продуманной долговой политики привело к тому, что заимствования совершались оппортунистически – когда предоставлялись кредитные линии, их старались освоить, не всегда увязывая с приоритетами развития и долговой устойчивостью. Кроме того, законодательная база управления долгом ранее была фрагментарной: лимиты заимствований утверждались ежегодно законом о бюджете (например, на 2023 г. был установлен предел внешних заимствований в \$4,5 млрд), но не было закреплено постоянных «правил игры». Лишь в 2021–2022 гг. принят Закон о государственном долге, устанавливающий долговые фискальные правила: предельный уровень государственного долга определен в 60% ВВП, а превышение 50% ВВП требует принятия мер по консолидации. Эта новация – важное институциональное решение, однако ее практическая эффективность еще предстоит проверить.

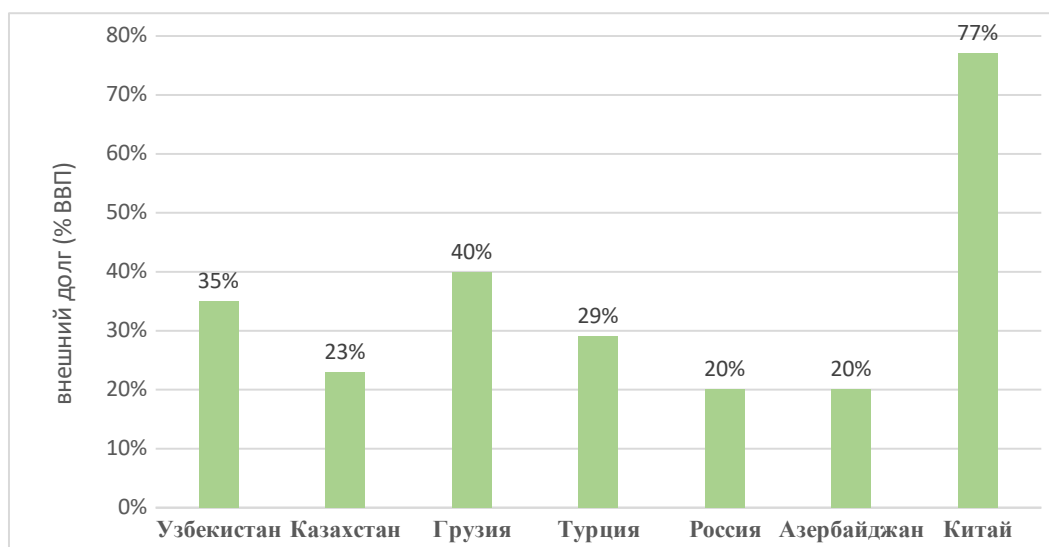
Динамика внешнего государственного долга Узбекистана за последние 10 лет (2014–2024 гг.), млрд долл. США.



На графике видно, что объем внешнего долга правительства увеличился с уровня около \$4–5 млрд в середине 2010-х годов до \$33,7 млрд к концу 2024 года. Отношение внешнего долга к ВВП за тот же период поднялось примерно с 8–10% (в 2014–2016 гг.) до ~30% и более после 2020 г. Столь резкий рост обусловлен несколькими факторами. Во-первых, в 2017 году после либерализации валютного курса узбекский сум значительно девальвировал, что привело к техническому повышению показателя долга к ВВП ~на 6 п.п. без эквивалентного увеличения заемных средств. Во-вторых, с началом экономических реформ и открытости Узбекистан стал активно привлекать внешние займы для финансирования крупных проектов развития. В 2017–2021 гг. правительство заняло миллиарды долларов на проекты в энергетике, транспортной и социальной инфраструктуре, а также для

покрытия бюджетных дефицитов во время пандемии. Например, только за 2020–2023 гг. чистый рост госдолга в среднем составлял около 6,3% ВВП ежегодно за счет финансирования инвестиционных проектов. В результате совокупный государственный долг увеличился с \$17,8 млрд (2019 г.) до \$40,2 млрд (2024 г.), из которых внешняя составляющая – \$33,7 млрд (84%). Темпы роста внешнего долга несколько замедлились к 2022–2024 гг. по мере ужесточения контроля за заимствованиями, однако прогнозируется дальнейший рост: согласно оценкам, к 2027 г. госдолг может достигнуть ~43% ВВП (против ~35% в 2023 г.) при сохранении текущих тенденций asiaterra.info. Эти данные указывают на необходимость усиления мониторинга и управления долгом, чтобы предотвратить накопление избыточной задолженности.

Сравнительные уровни государственного долга (% к ВВП) в Узбекистане и сопоставимых странах



Как видно из сравнительных данных, соотношение госдолга к ВВП Узбекистана (~35%) выше, чем в Казахстане (~23% ВВП), и примерно на уровне Грузии (~40% ВВП) и Турции (~29% ВВП). Россия и Азербайджан имеют более низкую долговую нагрузку (около 20% ВВП или менее) благодаря поступлениям от экспорта нефти и консервативной фискальной политике. В то же время Китай демонстрирует существенно более высокий уровень долга (~77% ВВП), однако большая часть его долга номинирована во внутренней валюте и удерживается внутри страны, что отличает его ситуацию. Следует отметить, что в структуре долга Казахстана, России и Азербайджана доля внешнего долга сравнительно невелика – эти страны финансируют бюджет в основном за счет внутренних ресурсов и доходов от экспорта сырья. Например, Казахстан имеет внешний госдолг около \$20 млрд (менее 10% к ВВП), при этом обладает большими резервами и активами Национального фонда, что делает его чистым кредитором миру. Россия до недавнего времени придерживалась политики минимального внешнего

заимствования, поддерживая очень низкое отношение долга к ВВП (~20%) и накапливая суверенные резервы. Азербайджан аналогично сдерживает уровень долга, используя доходы Государственного нефтяного фонда вместо займов. Грузия, напротив, существенно зависит от внешних заимствований: значительная часть ее госдолга приходится на кредиты МВФ, Всемирного банка и Евробонды, что делает ее уязвимой к внешним шокам, хотя текущий уровень (~40% ВВП) считается управляемым. Турция имеет относительно невысокий государственный долг (~30% ВВП), но сталкивается с высокими внешними обязательствами частного сектора и валютными рисками, поэтому правительство стремится по возможности занимать в национальной валюте. Политика управления долгом в рассматриваемых странах различается: Казахстан и Азербайджан придерживаются консервативной стратегии, ограничивая заимствования и накапливая фонды благосостояния; Россия до санкционных ограничений тоже имела правило о низком долге и Фонд национального благосостояния. Грузия и Узбекистан более активно привлекают внешние кредиты для развития, но Грузия внедрила меры хеджирования (фиксированные ставки ~50% долга) для снижения рисков, а Узбекистан разрабатывает среднесрочную стратегию управления долгом с лимитами на ежегодные заимствования. Турция фокусируется на управлении валютным риском и инфляцией, постепенно снижая долю внешнего госдолга. Китай, обладая значительным внутренним рынком, ориентируется на внутренние заимствования и стимулирование экономики, хотя рост долга создает долгосрочные вызовы. В целом, сравнительный анализ показывает, что при умеренном текущем уровне долга Узбекистану необходимо совершенствовать институциональные механизмы – перенимая лучшие практики (как фискальные правила и прозрачность) у аналогичных стран – чтобы обеспечить устойчивое управление госдолгом на фоне растущих потребностей в финансировании развития.

В совокупности, проблемы Узбекистана в сфере внешнего долга проистекают как из объективных экономических факторов (недостаточная внутренняя ресурсная база, большая потребность в инвестициях), так и из институциональных недоработок (слабый контроль, отсутствие долгосрочной стратегии в прошлом, неполный охват учета долга госсектора). Признанием этих проблем служат меры, которые власти уже предпринимают: укрепление институциональной структуры (создание DMO), повышение прозрачности и учета (внедрение DMFAS, публикация данных), ограничение новых займов и смещение акцента на внутренние заимствования в национальной валюте для снижения валютных рисков. Тем не менее, перед страной стоит задача повысить эффективность использования уже накопленного долга – обеспечить реализацию проектов, финансируемых заемными средствами, с максимальной отдачей. Международные рейтинговые агентства подчеркивают: потенциальный риск для Узбекистана возникнет, если быстрый рост долга продолжится без соответствующего

экономического эффекта от инвестиций. Поэтому институциональные реформы в управлении долгом должны сопровождаться улучшением качества госинвестиций и общим усилением экономической эффективности.

Для выявления возможных решений рассмотрим опыт управления государственным внешним долгом в странах, схожих по экономическим условиям или переживших аналогичные вызовы. В качестве примеров выбраны Казахстан, Грузия, Турция, Россия, Азербайджан и Китай – государства, которые, как и Узбекистан, в недавней истории проходили через этап активного заимствования и реформировали институты управления долгом.

Казахстан обладает особенностью, выгодно отличающей его долговую позицию: наличие крупных сырьевых доходов, аккумулируемых в суверенном фонде. Благодаря нефтегазовым поступлениям страна создала Национальный фонд Республики Казахстан, который накапливает сверхдоходы от экспорта. Это позволило Казахстану избежать чрезмерного наращивания госдолга. Объем государственного долга Казахстана остается низким – около 23% ВВП (на конец 2023 г.), при этом внешняя его часть составляет порядка \$20 млрд. Одновременно активы Национального фонда и золотовалютные резервы страны превышают \$100 млрд, что эквивалентно 30–35% ВВП. По словам представителей Минфина, Казахстан сегодня больше нетто-кредитор, чем должник миру: накопленные резервы значительно покрывают весь объем долга, благодаря чему “государственный долг не является проблемой для Казахстана”.

Институционально Казахстан также предпринимает меры для поддержания устойчивости долга. В 2022 г. правительство утвердило ограничение: совокупный госдолг не должен превышать ~53,5% ВВП, хотя фактические показатели гораздо ниже этого лимита. Более того, с 2024 г. планируется держать задолженность не выше ~32% ВВП, согласно заявленной стратегии. Публикуются среднесрочные обзоры долга; эксперты Всемирного банка рекомендовали Казахстану начать практику публичного выпуска Среднесрочной стратегии управления публичным долгом для повышения прозрачности и предсказуемости долговой политики. Важную роль играет и развитый рынок внутренних заимствований: Казахстан эмитирует государственные облигации в национальной валюте, что снижает зависимость от внешних кредиторов. Таким образом, казахстанский подход – сохранять умеренный уровень долга, опираясь на накопленные фондом ресурсы для финансирования расходов и поддержания ликвидности. Во время шоков (падения цен на нефть, кризисов) Казахстан использует средства фонда, избегая резкого наращивания внешних займов. Этот институциональный механизм – своего рода «стабилизатор» – уберек страну от долговых стрессов и обеспечил одну из самых комфортных ситуаций с долгом в регионе.

Грузия, не обладая большими сырьевыми резервами, тем не менее сумела выстроить систему ограничения государственного долга через жесткие законодательные рамки. Еще в 2011 г. был принят «Органический закон об экономической свободе», который ввел фискальные правила, в том числе ограничение госдолга на уровне не более 60% ВВП. Этот так называемый «долговой тормоз» был призван удерживать страну от перерастания долговой нагрузки. До пандемии COVID-19 правительству удавалось соблюдать ограничение – в 2012–2019 гг. госдолг Грузии находился ниже 60% ВВП. В 2020 г., в разгар ковидного кризиса, соотношение долга к ВВП временно поднялось примерно до 60% (внешний долг достиг ~50% ВВП, что на 23 процентных пункта выше уровня 2012 г. согласно оценкам), из-за необходимости финансирования антикризисных мер. Однако уже к 2022 г. показатель снизился благодаря экономическому восстановлению. Правительство декларирует приверженность возвращению в рамки фискального правила по мере нормализации обстановки.

Следует отметить, что структура грузинского госдолга характеризуется высокой долей внешних займов на льготных условиях. Грузия активно сотрудничает с международными финансовыми организациями, получая кредиты МВФ, Всемирного банка, ЕБРР и др. под относительно низкие проценты. В результате средневзвешенная ставка по портфелю госдолга составляет лишь ~4,92% годовых, а обслуживание долга поглощает небольшую долю бюджетных доходов. Это облегчает долговое бремя: ежегодные платежи невелики и не «вытесняют» социальные и инвестиционные расходы бюджета. Еще одно достоинство – управление процентным риском: по данным Минфина Грузии, половина всей внешней задолженности правительства имеет фиксированную процентную ставку, что защищает бюджет от роста расходов при изменении мировой конъюнктуры ставок. В совокупности эти меры – фискальное правило (долговой лимит), преобладание concessional loans и хеджирование процентных рисков – можно считать успешным опытом. Грузия демонстрирует, что даже страна без значительных резервов может поддерживать долговую устойчивость, если строго ограничивать заимствования законодательством и грамотно выстраивать портфель долгов (по валюте, ставкам и пр.).

Турция предоставляет поучительный пример институциональных реформ в ответ на долговой кризис. В начале 2000-х Турция пережила острую финансово-долговую кризисную ситуацию: после кризиса 2001 г. отношение госдолга к ВВП превышало 70%, национальная валюта обесценивалась, доверие инвесторов было подорвано. В ответ власти провели радикальное укрепление системы управления публичными финансами. Ключевым шагом стало принятие в 2002 г. Закона № 4749 «О регламентации государственной финансовой и долговой политики», который заложил современную правовую базу управления долгом. Данный закон: (1) централизовал функции по заимствованиям в руках казначейства – только

казначейство получило право брать займы от имени государства, что устранило практику некоординированных заимствований различными органами; установил лимиты на новые заимствования и выдачу госгарантий – тем самым ограничив неконтролируемый рост условных обязательств; определил процедурные правила для внутреннего и внешнего заимствования, реорганизовал структуру управления долгом – было создано специализированное подразделение по управлению рисками, внедрены современные методы оценки и контроля рисков долгового портфеля; обеспечил прозрачность и подотчетность: с этого момента правительство Турции обязалось регулярно раскрывать информацию о долге, его структуре, стратегии управления и связанных рисках. Результатом стало повышение доверия к турецкой долговой политике и существенное снижение долговой нагрузки в последующее десятилетие. Проведя приватизацию, фискальные реформы и строго придерживаясь рамок нового закона, Турция сократила отношение госдолга к ВВП с более 70% (в 2001) до около 30–40% в 2015 году.

Следует отметить, что Турция также диверсифицировала структуру долга: увеличила долю заемных средств в национальной валюте (лирах) и удлинила сроки заимствований. Хотя в последние годы внешние факторы (падение курса лиры, рост процентных ставок) вновь осложнили долговую ситуацию, основная уязвимость приходится на частный сектор и банковские внешние заимствования, тогда как государственный долг Турции остается умеренным по международным меркам (около 40% ВВП). Турецкий опыт показал, что институциональная перестройка (принятие всеобъемлющего закона о долге) способна быстро улучшить показатели: четкие ограничения и современные методы управления рисками защищают страну от многих потрясений. Для Узбекистана этот пример важен тем, что подчеркивает значение законодательного закрепления принципов долговой политики и создания профессиональной команды по управлению долгом.

Российская Федерация в 2000-е годы продемонстрировала решимость в снижении внешнего долга, используя благоприятную внешнеэкономическую конъюнктуру. После дефолта 1998 г. госдолг РФ превышал 100% ВВП, значительная его часть была внешней и досталась в наследство от СССР. Однако уже к середине 2000-х ситуация кардинально изменилась. Во многом это стало возможным благодаря учреждению в 2004 г. Стабилизационного фонда – механизма аккумулирования нефтегазовых сверхдоходов бюджета. Правительство направляло в этот фонд все нефтяные доходы от цен выше определенного порога (\$20 за баррель), создав тем самым резерв для «черного дня». Накопленные средства фонд практически не тратил на внутренние нужды (во избежание перегрева экономики и инфляции), а основным направлением их использования стало досрочное погашение внешнего долга. Так, из Стабфонда были выплачены практически все долги

Парижскому клубу кредиторов и погашена значительная часть иных обязательств – всего порядка \$80 млрд, преимущественно по советской задолженности. Это объявлялось одним из главных достижений правительства того периода. В результате уже к 2005–2006 гг. государственный внешний долг России сократился до минимальных величин, а общий госдолг опустился ниже 20% ВВП.

Помимо погашения долга, в 2008 г. Стабилизационный фонд был преобразован в два фонда – Резервный фонд и Фонд национального благосостояния – что институционально закрепило деление накоплений на резерв для бюджетных выпадов и инвестиционный фонд. Россия ввела бюджетное правило, ограничивавшее траты нефтедолларов и связавшее их с наполнением фондов, поддерживая тем самым низкий уровень долга. В итоге до недавнего времени у России был один из самых низких показателей госдолга в мире (около 12–17% ВВП в 2011–2019 гг.), а объем международных резервов многократно превышал объем внешнего долга правительства. Такой консервативный подход – использовать сверхдоходы для выплаты долгов и создания «подушки безопасности» – помог России войти в периоды кризисов (2008–2009, 2014–2015) без угрозы долгового кризиса. Даже в условиях санкций и ограничения доступа на рынки в 2014–2018 гг. страна опиралась на внутренние источники и резервы, а внешний долг оставался контролируемым. Российский опыт наглядно демонстрирует эффективность досрочного снижения долгового бремени в благоприятные годы: это уменьшает расходы на обслуживание, повышает устойчивость к шокам и улучшает суверенные рейтинги. Для Узбекистана, имеющего пока умеренный долг, урок состоит в целесообразности ограничения аппетитов в периоды роста – при возможности лучше погашать наиболее дорогие и короткие займы, чем накапливать избыточные резервы в виде долга на счетах.

Азербайджан, как и Казахстан, обладает значительными нефтегазовыми ресурсами и создал собственный суверенный фонд – Государственный нефтяной фонд (SOFAZ) в 1999 г. – для аккумуляции экспортных доходов. Это позволило стране длительное время финансировать развитие без крупномасштабных заимствований. В середине 2010-х государственный долг Азербайджана был одним из самых низких: около 12% ВВП в 2015 г.. Одновременно нефтяные доходы дали возможность накопить большие валютные резервы – к 2014 г. совокупные резервы (ЦБ + SOFAZ) превышали 70% ВВП, что обеспечивало прочную гарантию от внешних потрясений. Однако падение цен на нефть в 2014–2015 гг. и последовавшая девальвация маната изменили картину: к 2016–2017 гг. госдолг Азербайджана вырос (в относительном выражении) и доходил до ~50% доходов бюджета, а отношение долга к ВВП, по некоторым оценкам, достигало порядка 20–25%. Тем не менее, благодаря жесткой фискальной политике и восстановлению экономики ситуация была быстро взята под

контроль. Уже к концу 2021 г. совокупный государственный и гарантированный долг сократился до 42% ВВП, а к концу 2022 г. – резкое снижение до ~27% ВВП вследствие высоких темпов номинального роста (частично благодаря подъему цен на энергоносители). Рейтинговые прогнозы предполагают стабилизацию долга Азербайджана на низком уровне около 20% ВВП в среднесрочной перспективе.

Из институциональных мер Азербайджана следует отметить осторожный подход к заимствованиям: правительство устанавливает лимиты внешнего долга при утверждении среднесрочных бюджетных планов, а значительная часть дефицита покрывается трансфертами из нефтяного фонда, а не долгом. В периоды высоких нефтяных цен SOFAZ напрямую финансирует бюджетные инвестиционные проекты, сокращая потребность в кредитах. Кроме того, Азербайджан стремится привлекать внешние кредиты на льготных условиях для ключевых проектов (например, инфраструктура, транзит), нередко сочетая их с софинансированием из нефтяного фонда. Таким образом, азербайджанская модель управления долгом во многом сходна с казахстанской: накопление резервов в хорошие времена, минимизация заимствований и использование суверенного фонда как источника развития. Это обеспечивает стране высокий кредитный рейтинг и устойчивость к внешним шокам, хотя и делает зависимой от волатильности нефтяных рынков. Для Узбекистана, не имеющего таких обильных ресурсных поступлений, прямое копирование модели затруднительно, однако принцип предельной осторожности в долговой политике и создание резервов на будущее остаются релевантными.

Китайская Народная Республика представляет особый случай: экономика Китая крупнее остальных рассматриваемых стран на порядки, и страна является скорее глобальным кредитором, чем заемщиком. Тем не менее, у Китая тоже имеется государственный внешний долг, и управление им строится на интересных институциональных началах. Подход Китая к внешним заимствованиям можно охарактеризовать как крайне консервативный и централизованный. С момента начала политики реформ и открытости (конец 1970-х) Китай активно привлекал внешние ресурсы для внутреннего развития, используя их преимущественно для финансирования инфраструктуры и промышленности. При этом власти строго контролировали масштабы и структуру такого долга. В результате, несмотря на колоссальный объем экономики, соотношение внешнего долга к ВВП у Китая остается умеренным (порядка 14–15% ВВП в последние годы), а основные показатели риска находятся в безопасных пределах по международным критериям. Китай традиционно поддерживает огромные золотовалютные резервы (около \$3 трлн, ~20% ВВП), которые многократно покрывают его внешний долг, благодаря чему официально внешний долговой риск считается контролируемым.

Институциональная сторона китайской модели управления долгом включает строгие государственные регуляции. За различные аспекты внешнего заимствования отвечают несколько ведомств – Министерство финансов, Народный банк Китая, Государственное управление валютного контроля (SAFE) и комитет по развитию и реформам. Однако такая раздробленность породила проблему: отсутствие единого, консолидированного механизма управления внешним долгом и единого закона, регулирующего внешние заимствования. Китайские эксперты отмечают, что действующие правила фрагментированы по ведомствам, порой противоречивы и не обеспечивают целостного контроля рисков. В связи с этим выдвигается предложение о реформе: создать унифицированную систему регулирования внешнего долга, которая охватывала бы всех заемщиков (центральное правительство, местные власти, госпредприятия), все виды валют и сроки кредитов, и регулировала бы полный цикл – от привлечения до погашения. Цель – повысить эффективность использования внешних средств и предотвратить избыточные риски. Пока такая реформа не реализована, но сам факт постановки вопроса свидетельствует: даже при относительно благополучных показателях (Китай не сталкивался с кризисом задолженности), совершенствование институтов управления долгом рассматривается как приоритет. Из практических мер Китай традиционно ограничивает внешний долг местных органов власти, поощряя их занимать на внутреннем рынке, а также стимулирует привлечения инвестиций (FDI) вместо займов. Китайский опыт показывает, что крупная экономика может использовать внешние кредиты в своих интересах (особенно когда есть потребность в технологиях и капитале), но при условии жесткого государственного контроля и наличия “подушки безопасности” в виде резервов. Для Узбекистана Китай интересен тем, что иллюстрирует важность координации политики долга с общей финансовой системой и необходимости законодательного упорядочения всех долговых процессов, чтобы повысить прозрачность и управляемость.

Выводы и предложения

Проведенный анализ показал, что государственный внешний долг Узбекистана хотя и остается на умеренном уровне по международным меркам, однако быстро растет и несет в себе ряд рисков, связанных с валютной структурой и зависимостью от внешних кредиторов. Существующие проблемы в механизмах использования внешнего долга – такие как фрагментированное управление, недостаточная эффективность инвестирования привлеченных средств и потенциальные квазифискальные риски от долгов госкомпаний – требуют институциональных решений. К таким решениям относятся: создание единого долгого офиса (агентства) для профессионального управления госдолгом, внедрение фискальных правил (например, ограничение уровня долга к ВВП или дефицита бюджета), повышение прозрачности отчетности по заимствованиям и использование

стратегического подхода к отбору проектов, финансируемых за счет внешних займов. Важно усилить координацию между Министерством финансов, Центральным банком и другими институтами для выработки оптимальной долговой стратегии, включая развитие внутреннего рынка государственных ценных бумаг, чтобы постепенно снижать долю внешних заимствований. Международный опыт сопоставимых стран свидетельствует о пользе поддержания умеренного долга и создании страховых буферов (резервов, фондов благосостояния) на случай внешних шоков. Реализация указанных институциональных мер позволит Узбекистану более эффективно использовать заемные средства для экономического роста и развития, сохраняя при этом долг на устойчивом и контролируемом уровне.

Сопоставление практики Узбекистана с опытом других стран позволяет сформулировать ряд выводов и рекомендаций в части совершенствования механизмов использования государственного внешнего долга и укрепления институциональной базы.

1. Институционализация управления долгом. Ключевой предпосылкой успешной долговой политики является наличие специализированных институтов и четких правил. Узбекистан сделал важные шаги в этом направлении – создал Агентство по управлению госдолгом, внедрил системы учета (DMFAS), законодательно ввел лимиты долговой нагрузки (порог 60% ВВП). Однако дальнейшая институционализация должна включать разработку и публикацию Среднесрочной стратегии управления долгом (MTDS) на регулярной основе, где будут описаны цели и целевые показатели структуры долга (доля фиксированных ставок, валютная композиция, срок погашения и пр.). Такой документ, как показывают рекомендации МВФ и опыт Казахстана, повышает прозрачность и дисциплину. Кроме того, важно обеспечить координацию между Минэкономфином, Центральным банком и секторальными ведомствами при планировании заимствований, чтобы решения принимались в русле общей макроэкономической стратегии. Международный опыт (Китай) предупреждает о рисках фрагментации управления долгом – поэтому единый регуляторный режим для всех внешних заимствований (правительства, регионов, госкомпаний) необходим. Следует рассмотреть интеграцию учета долговых обязательств госпредприятий и ГЧП-проектов в общенациональную систему мониторинга с тем, чтобы правительство имело полную картину потенциальных рисков.

2. Прозрачность и контроль эффективности использования займов. Решение проблемы нецелевого или неэффективного использования внешних кредитов – в повышении прозрачности проектов и последующем мониторинге. Рекомендуется ввести практику публичной отчетности по крупным проектам, финансируемым за счет внешних заимствований. Например, ежегодно публиковать перечень таких проектов с указанием освоенных сумм, стадий реализации и ожидаемых результатов. Это позволит

обществу и экспертному сообществу отслеживать, приносят ли внешние займы заявленный эффект. Механизмы аудита должны быть усилены: привлеченные средства должны проходить контроль Счетной палаты или независимых аудиторов на предмет соответствия целям. Международные кредиторы (ВБ, АБР) часто требуют подобной отчетности по своим линиям, и национальные органы могли бы перенять эти практики. Кроме того, необходимо усилить контроль за заемными средствами на местном уровне – отсутствие мониторинга «на местах» было обозначено как слабое звено. Возможно, стоит создать при Минфине подразделение по ex-post оценке эффективности проектов, которое будет анализировать выполненные за счет внешних кредитов программы и извлекать уроки (lessons learned) для будущего отбора проектов.

3. Фискальные правила и долговые лимиты. Узбекистану важно не отступать от недавно внедренных ограничений госдолга и при необходимости даже ужесточить их временно, пока экономика не окрепнет. Опыт Грузии с ее «долговым правилом» 60% ВВП показывает, что наличие формального лимита дисциплинирует политику. Однако одного ограничения недостаточно – нужен механизм корректировки бюджета при приближении к лимиту. В грузинском законодательстве, например, предусмотрено, что если правило нарушено, правительство обязано представить парламенту программу возвращения показателя в допустимые рамки. В узбекском контексте уже установлено, что превышение 50% ВВП долга требует действий. Эти корректирующие механизмы следует задействовать на практике: при росте долга правительство должно либо сокращать дефицит, либо замещать внешний долг внутренними источниками, либо ускорять рост ВВП (через структурные реформы), чтобы стабилизировать коэффициент долг/ВВП. Возможно, стоит рассмотреть введение и дефицитного правила (например, предельный размер бюджетного дефицита не более 3% ВВП, аналогично правилам ЕС и грузинскому закону), что ограничит потребность в новом долге.

4. Снижение валютных и процентных рисков. Структура долга Узбекистана пока уязвима к курсовым колебаниям, так как большая часть обязательств – в иностранной валюте. Необходимо продолжать политику развития внутреннего рынка заимствований в сумах. Увеличение доли суверенного долга, номинированного в нацвалюте, снизит зависимость от курса и внешней ликвидности. В этой связи позитивным шагом стали выпуски узбекистанских облигаций в сумах на внешнем и внутреннем рынке. Кроме того, стоит активно использовать возможности фиксирования процентных ставок: по возможности привлекать кредиты с фиксированной ставкой или конвертировать часть плавающих ставок через деривативы (interest rate swaps) при благоприятных условиях. Грузия, как отмечалось, смогла зафиксировать половину своего долга под стабильные ставки, что уберегает ее бюджет от мировых циклов ужесточения монетарной политики.

Узбекистану имеет смысл перенимать этот опыт, тем более что сейчас фаза глобального роста ставок – разумно зафиксировать расходы по уже набранным долгам, если это возможно путём переговоров с кредиторами или через хеджирование.

5. Повышение эффективности экономики и отдачи от инвестиций. Самое фундаментальное решение проблем внешнего долга лежит за пределами узко понятого управления долгом – это ускорение экономического роста и повышение эффективности инвестиций. Как верно отмечалось, низкая эффективность экономики вынуждает постоянно занимать. Поэтому институциональные реформы (борьба с коррупцией, улучшение инвестклимата, реформа госпредприятий) непосредственно влияют на долговую устойчивость. Если заимствования будут сопровождаться ростом ВВП более высокими темпами, коэффициент долг/ВВП стабилизируется или даже снизится. Здесь полезно вспомнить оценку рейтинговых агентств: они готовы позитивно пересмотреть прогнозы по долгу Узбекистана в случае, если реформы приведут к более высоким темпам роста и проекты, профинансированные за счет долга, дадут отдачу, улучшающую фискальные и внешние показатели страны. Значит, каждый привлеченный внешний доллар должен работать на экономику – создавать экспортную выручку, налоговую базу или импортозамещение. Власти Узбекистана уже делают шаги в этом направлении, привлекая инвесторов и МФИ в сектора энергетики, инфраструктуры, направляя займы на ключевые узкие места (энергоснабжение, газовая отрасль, транспорт). Следует продолжать фокусировку внешних заимствований на приоритетных проектах с высокой экономической отдачей и тщательно оценивать их окупаемость перед привлечением кредита.

6. Использование лучших практик сопоставимых стран. Обзор показал ряд успешных подходов, которые могут быть адаптированы: (а) Создание резервных фондов на случай ухудшения условий – понятно, что Узбекистан не экспортёр нефти, но можно, например, направлять часть сверхплановых бюджетных доходов или средств от приватизации в фонд погашения долга, тем самым формируя резерв для будущих выплат по внешнему долгу (по аналогии с ФНБ в России или нефтяными фондами). Такой фонд послужит страховкой и повысит доверие инвесторов. (б) Приватизация и привлечение прямых инвестиций вместо долгов – Турция после 2001 г. значительно снизила долг за счет масштабной приватизации и привлечения инвесторов в банковский сектор, энергетику и др. Узбекистан также проводит программу приватизации, и вырученные средства можно направлять на снижение потребности в кредитах. (в) Развитие внутренних финансовых рынков – опыт Казахстана и других показывает, что заимствования на внутреннем рынке в национальной валюте уменьшают внешние риски. Узбекистану нужно укреплять доверие к суверенным облигациям в сумах, расширять круг инвесторов (например, поощрять участие пенсионных фондов, страховых

компаний, банков в покупке госбондов). Это позволит часть будущих заимствований перевести во внутренний долг и уменьшить давление на валютный баланс. (d) Совершенствование управления долгом на уровне госпредприятий – по примеру Китая, следует установить строгие правила для внешних заимствований компаний с госучастием: все они должны проходить согласование с Минфином или правительственной комиссией, вписываться в общенациональные лимиты, а их платежеспособность должна тщательно оцениваться. Необходимо также повышать прозрачность отчетности самих госкомпаний по их долговым обязательствам, чтобы инвесторы учитывали эти риски, а правительство своевременно принимало меры (например, реструктуризацию неэффективных предприятий) до того, как их долги станут проблемой бюджета.

В заключение, следует подчеркнуть, что устойчивость государственного внешнего долга – это во многом отражение качества институтов и экономической политики страны. Узбекистан, находящийся на этапе больших преобразований, имеет шанс избежать ловушек долговой неустойчивости, если будет последовательно укреплять институты управления долгом (как это сделали Турция и Грузия), использовать внешние займы только на продуктивные цели (как стремятся делать Казахстан и Азербайджан, опираясь на фонды благосостояния), сохранять прозрачность и подотчетность (как практикуют Грузия и Казахстан), а также неуклонно улучшать макроэкономическую ситуацию. Международный опыт предоставляет богатый арсенал инструментов – от фискальных правил до специальных фондов – и показывают, что при грамотном применении внешний долг способен стать поддержкой для развития, а не угрозой для стабильности. Для этого необходимы политическая воля и дальновидность: инвестиции за счет внешних займов должны планироваться с учетом долгосрочных последствий, а механизмы их использования – исключать бесхозяйственность. Научно обоснованный подход к управлению внешним долгом, опирающийся на выявленные закономерности и лучшие мировые практики, позволит Узбекистану успешно решить имеющиеся проблемы и обеспечить долговую устойчивость на пути экономического роста.

Список использованной литературы:

1. Pienkowski A. Debt Limits and the Structure of Public Debt // Journal of Globalization and Development, vol. 8, no. 2, 2018, pp. 20170018. <https://doi.org/10.1515/jgd-2017-0018>.
2. Pedro L. Is a very high public debt a problem? // Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY. No. 843, 2015.
3. Elton B., Silvia F. Public debt sustainability: an empirical study on OECD countries // Journal of Macroeconomics, vol. 58 (2018) 238-248. www.ft.com data.

4. Shernayev A.A., Komolov O.S. Government debt management. Textbook-T., "Economics-Finance " 2019. – 108.
5. Bakhtior Islamov. Central asia: problems of external debt and its sustainability. (The Institute of Economic Research, Hitotsubashi University and Tashkent State Economic University). Discussion Paper Series A No.413
6. Marie S Kim, Lilia Razlog, Juan Carlos Vilanova, and Juan Lorenzo Maldonado. "Uzbekistan: Medium-Term Debt Management Strategy and Annual Borrowing Plan", High-Level Summary Technical Assistance Reports 2025, 009 (2025), accessed May 23, 2025.
7. Jasur Karshibaev. Improving debt management in uzbekistan. DMFAS Advisory Group Presentation. 12th DMFAS Advisory Group Meeting 21-22 November 2019. Geneva.

Интернет источники:

<https://www.imf.org/en/home>

<https://www.worldbank.org/ext/en/home>

<https://www.imv.uz/>

<https://www.mof.ge/>

<https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3293140>

<https://www.adb.org/sites/default/files/linked-documents/55039-001-ssa.pdf#:~:text=the%20development%20of%20a%20proper,government%20securities%20market%2C%20so>