

**РАБОЧИЙ ДОКУМЕНТ ЕВРАЗИЙСКОГО
ФОНДА СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ
РД/20/2**

2020

Глобальная сеть финансовой
безопасности в Евразии:
доступность источников
стабилизационного
финансирования в Армении,
Беларуси, Кыргызстане
и Таджикистане

Винокуров Е., Левенков А., Васильев Г.

Ключевые слова: Глобальная сеть финансовой безопасности, финансовый кризис, региональный финансовый механизм, международные резервные активы, своп-соглашения, МВФ, макроэкономическая стабильность, многосторонние банки развития, двусторонняя помощь, Армения, Беларусь, Кыргызстан, Таджикистан, бюджетная поддержка, поддержка платежного баланса.

Коды JEL: F02, F33, F34, F36, G01, H63.

Контакты авторов:

Евгений Винокуров, главный экономист: vinokurov_ey@eabr.org

Артем Левенков, экономист отдела социально-экономического анализа и международных финансовых организаций группы главного экономиста: levenkov_as@eabr.org

Геннадий Васильев, начальник отдела по работе с институтами-партнерами: vasilyev_ga@eabr.org

Электронная версия документа находится в свободном доступе на <https://efsd.eabr.org/research/working-papers/>

Дисклеймер

Этот Рабочий документ был подготовлен до того, как COVID-19 стал глобальной пандемией и привел к резко негативным экономическим последствиям. Исследование основано на данных за 2009–2019-е годы. Таким образом, в Рабочем документе не в полной мере анализируется реакция институтов Глобальной сети финансовой безопасности и других доноров. Сотрудники ЕФСР планируют провести оценку последствий пандемии в последующих публикациях.

Рабочие документы ЕФСР представляют собой аналитические исследования сотрудников Фонда в области глобальных, региональных и страновых экономических тенденций, экономического моделирования, макроэкономического анализа, отраслевого анализа, мировой финансовой архитектуры и иных вопросов. Данный Рабочий документ подготовлен сотрудниками Проектного блока Евразийского фонда стабилизации и развития в Евразийском банке развития, действующем в качестве Управляющего средствами ЕФСР.

Выводы и интерпретация фактов в Рабочем документе не обязательно отражают официальную позицию ЕАБР, Экспертного совета ЕФСР, Совета ЕФСР или государств-учредителей ЕФСР.

Перепечатка текста в некоммерческих целях, целиком или по частям, включая крупные фрагменты, и размещение текста на внешних электронных ресурсах разрешены при обязательной ссылке на оригинальный текст.

АББРЕВИАТУРЫ	2
БЛАГОДАРНОСТЬ	3
РЕЗЮМЕ	4
1. ВВЕДЕНИЕ	7
2. ИСТОЧНИКИ СТАБИЛИЗАЦИОННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ	11
2.1. МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВНЫЕ АКТИВЫ	11
2.2. СВОП-СОГЛАШЕНИЯ	14
2.3. МВФ И ЕФСР	16
2.4. МНОГОСТОРОННИЕ БАНКИ РАЗВИТИЯ	17
2.5. ДВУСТОРОННЯЯ ФИНАНСОВАЯ ПОДДЕРЖКА	21
2.6. ВЫВОДЫ	23
3. ДОСТУПНОСТЬ СТАБИЛИЗАЦИОННЫХ СРЕДСТВ ДЛЯ СТРАН РЕГИОНА	25
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	31
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	32

АББРЕВИАТУРЫ

- АБИИ** – Азиатский банк инфраструктурных инвестиций
АФБР – Африканский банк развития
АБР – Азиатский банк развития
АВФ – Арабский валютный фонд
АМРО – Макроэкономический исследовательский офис АСЕАН+3
АСЕАН – Ассоциация государств Юго-Восточной Азии
ВБ – Всемирный банк
ГСФБ – Глобальная сеть финансовой безопасности
ГЭС – гидроэлектростанция
ЕАБР – Евразийский банк развития
ЕАЭС – Евразийский экономический союз
ЕСМ – Европейский стабилизационный механизм
ЕФСР – Евразийский фонд стабилизации и развития
ЕЦБ – Европейский центральный банк
КР – Кыргызская Республика
МаБР – Межамериканский банк развития
МВФ – Международный валютный фонд
МФО – международная финансовая организация
ПВР БРИКС – Соглашение о пуле условных валютных резервов БРИКС
РА – Республика Армения
РБ – Республика Беларусь
РК – Республика Казахстан
РТ – Республика Таджикистан
РФ – Российская Федерация
РФМ – региональный финансовый механизм
СМИИ – многосторонняя Чианг-Майская инициатива (Chiang Mai Initiative Multilateralization)
ФПР – финансирование на проведение реформ (Policy-Based Lending, PBL)
ПНР – программа, нацеленная на результат (Program-for-Results, PforR)
ФЛАР – Латиноамериканский резервный фонд (Fondo Latinoamericano de Reservas)
ССРТ – фонд защиты от катастроф (МВФ)
G-20 – Группа двадцати (Группа 20)
EFF – Механизм расширенного кредитования EFF (Extended Fund Facility)
ESF – Механизм экстренного кредитования в случае внешнего шока (Exogenous Shocks Facility)
PBL – финансирование, обусловленное мерами экономической политики (policy based lending)
PforR – программы, нацеленные на результат (Program for Results)
PRGT – трастовый фонд на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту (МВФ)
RFI – Инструмент для ускоренного финансирования (Rapid Financing Instrument)
RCF – Механизм ускоренного кредитования (Rapid Credit Facility)
SBA – Договоренности о кредите «стэнд-бай» (Stand-By Arrangement)

БЛАГОДАРНОСТЬ

Авторы выражают благодарность команде Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ, Сергею Потапову (Старший советник Исполнительного директора МВФ от России), Екатерине Романчук (Министерство финансов Российской Федерации), Барбаре Фритц и Ларисе Мюлих (Свободный университет Берлина), Питеру Розенкранцу (Департамент экономических исследований и региональной кооперации Азиатского банка развития) и сотрудникам Проектного Блока ЕФСР за ценные комментарии и замечания. Ответственность за любые ошибки и недочеты статьи остается на авторах.

РЕЗЮМЕ

Насколько Глобальная сеть финансовой безопасности и индивидуальные страны в состоянии противостоять различным экономическим шокам? Какие ресурсы имеются в их распоряжении, из каких источников они приходят? Данный Рабочий документ содержит **оценки имеющихся источников и объемов стабилизационного финансирования** для Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана (государств-получателей средств ЕФСР).

Глобальная сеть финансовой безопасности значительно эволюционировала за последнюю декаду – как по размеру и составу, так и по уровню координации между образующими ее институтами. Из компактной двухуровневой системы с национальными резервами и МВФ она быстро эволюционировала в многоуровневую и гораздо менее централизованную систему с дополнительными элементами на региональном и двустороннем уровнях. Возможности для дальнейшего укрепления координации между всеми уровнями ГСФБ остаются значительными, особенно в нынешних беспрецедентных условиях, связанных с пандемией COVID-19.

В академической литературе к Глобальной сети финансовой безопасности принято относить **международные резервные активы, своп-соглашения между центральными банками, региональные финансовые механизмы и МВФ**. Данные источники стабилизационного финансирования имеют свои отличительные характеристики, преимущества и недостатки. Помимо перечисленных источников, в качестве стабилизационного финансирования **мы дополнительно включаем в ГСФБ финансирование, обусловленное мерами экономической политики (policy-based lending) многосторонних банков развития и межгосударственную финансовую поддержку**.

Армения, Беларусь, Кыргызстан и Таджикистан на временном промежутке с 2009 по 2019 год использовали все инструменты стабилизационного финансирования из приведенного выше спектра возможностей. Применение стабилизационных источников финансирования носило циклический характер и было привязано к экономическим кризисам. За это десятилетие страны столкнулись с последствиями глобального финансового кризиса 2008–2009 годов, с внешнеэкономическим шоком и девальвацией российского рубля в конце 2014 года. Выстроенная многослойная система финансовой поддержки в целом помогла смягчить последствия упомянутых шоков.

Анализ периодов сокращений резервов, так же, как и статистика изменений по годам, демонстрирует **два пика, совпадающие с глобальным и региональным кризисами, – 2009–2010 и 2014–2015 годы**. Наиболее резкое снижение резервов характерно для конца 2014 – начала 2015 года, когда в условиях внешнеэкономического шока и девальвации российского рубля центральные банки региона принимали меры для поддержания курса своих национальных валют, проводя валютные интервенции.

Своп-соглашения между центральными банками предоставляют значительный объем ликвидности, в ряде случаев сопоставимый со значительными стабилизационными программами финансовой поддержки. Однако в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане **своп-соглашения используются преимущественно для обслуживания внешне-торгового оборота и не выполняют стабилизирующую функцию** как классический элемент ГСФБ. Народный банк Китая является крупнейшим партнером по своп-сделкам с государствами рассматриваемых государств. Объем соглашений варьируется от 100 млн до 4 млрд долл. При этом отсутствует статистика по использованию этих соглашений, что существенно затрудняет

оценку стабилизационного потенциала данного института. Вопрос о том, как учитывать своп-соглашения в ГСФБ, еще предстоит изучить в будущем.

МВФ и ЕФСР играют ведущую роль в регионе как источники стабилизационного финансирования. Данные институты обеспечили около 10 млрд долл., или $\frac{2}{3}$ финансовой поддержки государствам в период с 2009 по 2019 год.

С точки зрения межгосударственного финансирования специфика рассматриваемых нами стран состоит в том, что большое значение имеет поддержка со стороны Российской Федерации – крупнейшей экономики и крупнейшего двустороннего донора в регионе. Двустороннее финансирование по своим объемам сопоставимо с поддержкой, осуществляемой МВФ или ЕФСР. Оно может быть предоставлено в форме кредитов, списания долгов или безвозмездной финансовой помощи (грантов), что позволяет смягчить бюджетную и долговую уязвимость стран.

Многообразие источников стабилизационного финансирования имеет ряд преимуществ для государств, но требует разграничения по степени доступности. У государства появляется возможность выбора, к какому элементу обратиться – в зависимости от уровня экономических проблем и готовности реализовывать определенный пакет реформ, а также возможность использовать альтернативные источники макроэкономической экспертизы. При этом разнообразие источников не гарантирует быстрого и надежного доступа к ресурсам. В отдельных случаях их использование обусловлено выполнением комплексной программы реформ, инструменты имеют разные процедуры и сроки, а между собой они не всегда скоординированы. Международное сотрудничество здесь крайне важно во избежание выбора страной программы с наименьшей обусловленностью, тем самым откладывая пакет необходимых реформ.

Общий объем выданных средств из всех источников за период 2009–2019 годов в разрезе четырех стран составил не менее 16 млрд долл. При этом композиция данных ресурсов отличалась по странам и по годам. У Армении, наряду с наиболее масштабной поддержкой МВФ, весомую долю составляло финансирование, полученное от ЕФСР, МБР и России. У Кыргызстана основными источниками стабилизационного финансирования были МВФ и двусторонняя финансовая помощь РФ. В Таджикистане поддержка предоставлялась ЕФСР, МВФ и МБР. В Беларуси среди источников финансирования были наиболее выражены МВФ (2009), ЕФСР и двусторонние кредиты от России.

Мы посчитали доступность источников стабилизационного финансирования для Армении, Беларуси, Кыргызской Республики и Таджикистана в рамках трех подходов. Согласно первому из них, объем доступных источников стабилизационного финансирования нами оценивается для Армении в диапазоне от 4.2 млрд до 5 млрд долл., для Беларуси – от 14.7 млрд до 16.7 млрд долл., для Кыргызстана – от 3.4 млрд до 3.9 млрд долл. и для Таджикистана – от 2.3 млрд до 2.4 млрд долл. Однако большее практическое значение имеют результаты, полученные с помощью двух других подходов, а именно: со снижением резервов на 25% в абсолютном выражении и без учета резервов (так как существенное сокращение резервов является экстремальным сценарием, который может привести к кризису платежного баланса). В рамках подхода со снижением уровня МРА на 25% объем доступных источников стабилизационного финансирования оценивается для Армении в размере от 2.1 млрд до 2.9 млрд долл., для Беларуси от 7.7 млрд до 9.7 млрд долл., для Кыргызстана от 1.7 млрд до 2.2 млрд долл. и для Таджикистана от 1.3 млрд до 1.4 млрд долл. При полностью исключенных резервах (то есть, включая только внешнее финансирование) получены следующие оценки: для Армении сумма находится в диапазоне от 1.4 млрд до 2.2 млрд долл., для Беларуси – от 5.3 млрд до 7.3 млрд долл., для Кыргызстана от 1.1 млрд до 1.6 млрд долл. и для Таджикистана от 0.9 млрд до 1 млрд долл. В наших расчетах фактически не учитываются данные по двусторонней поддержке, что делает финальную оценку консервативной (по нижнему порогу). Тем не менее, мы подтверждаем существенные объемы

двусторонней поддержки и ее важное место в «балансе» стабилизационного финансирования. Оценивая потенциальные суммы стабилизационной поддержки, следует принимать во внимание уровень координации между институтами, охват и предсказуемость источников финансирования и специфику инструментов, а также различать уровень поддержки в зависимости от глубины кризиса и характера шока.

В этом Рабочем документе мы дали ответ на вопрос об имеющихся источниках и объемах стабилизационного финансирования. В нашем анализе мы вышли за пределы устоявшегося понимания Глобальной сети финансовой безопасности (резервы, свопы, РФМ и МВФ), предложив учитывать также часть поддержки со стороны МБР и на двусторонней основе (в контексте Евразийского региона это Россия). В следующих работах мы представим ответ на вопрос о достаточности имеющихся ресурсов. Для этого проводятся расчеты по различным стресс-сценариям с целью определения необходимых финансовых ресурсов для поддержания макроэкономической стабильности в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане.

1. ВВЕДЕНИЕ

Глобальный финансовый кризис 2008–2009 годов еще раз продемонстрировал уязвимость национальных экономик – особенно небольших – к внешним шокам, а также важность наличия дополняющих международных резервных активов источников финансирования. В контексте постсоветской Евразии ценную информацию о внешней уязвимости экономик региона принес и кризис 2014–2015 годов, связанный с резким снижением цены на нефть и девальвацией национальных валют.

После глобального финансового кризиса степень взаимозависимости экономик продолжает расти как по линии торговли, так и по линии потоков капитала. Глобальная торговая сеть стала более взаимосвязанной благодаря увеличению количества связей между странами и более выраженной страновой кластеризации (IMF, 2016). Государства с низким уровнем дохода и небольшие открытые экономики особенно уязвимы к внешним шокам, исходящим из крупных региональных или глобальных экономик. Относительно небольшие размеры рынков и, соответственно, низкая способность поглощения шоков, зависимость экономик этих стран от внешних источников финансирования требуют доступа к дополнительным источникам поддержки при возникновении крупных региональных или глобальных экономических шоков.

В этой связи получила развитие концепция многоуровневой международной системы, призванной дать скоординированный ответ на глобальные, региональные и внутренние финансово-экономические шоки. Она представлена в форме Глобальной сети финансовой безопасности (Global Financial Safety Net, далее – ГСФБ). Значимость ГСФБ растет параллельно с увеличением ее размеров, расширением охвата и эволюцией ее элементов. Существуют различные политические, экономические и исторические факторы, лежащие в основе развития и характеристик элементов ГСФБ (подробнее см. Fernández-Arias and Levy-Yeyati, 2010 и Scheubel and Stracca, 2016). Традиционно ГСФБ состояла преимущественно из международных резервов стран и МВФ, играющего роль глобального кредитора (ЕСВ, 2016). По мере роста финансовой глобализации, усиления кризисов, связанных с внезапными изменениями направлений потоков капитала, а также по причине желания диверсифицировать источники финансовой поддержки в условиях затянувшегося обсуждения реформы управления в МВФ и Группе Всемирного банка ГСФБ была расширена дополнительными источниками стабилизационного финансирования: новыми региональными финансовыми механизмами (далее – РФМ) и своп-соглашениями между центральными банками. Таким образом, в литературе сформирован консенсус о том, что к элементам ГСФБ относятся следующие источники стабилизационного финансирования: ресурсы МВФ, средства региональных финансовых механизмов, международные резервные активы (далее – МРА), валютные своп-соглашения между центральными банками.

Причины кризисов разнообразны и сложны и могут быть вызваны внутренними и внешними факторами – или же и тем и другим. Независимо от того, является ли причина внутренней или внешней, кризисы могут быть связаны с чрезмерным дефицитом бюджета (страна имеет фискальный разрыв) или с проблемами платежного баланса (страна испытывает дефицит внешнего финансирования). Учитывая взаимосвязь макроэкономических показателей, важно отметить, что бюджетные и внешние разрывы также взаимосвязаны. Основными компонентами, объединяющими внешние и бюджетные сальдо, являются: (1) сальдо текущего счета и гранты, отраженные в бюджете, и (2) другие инвестиции в финансовый счет и внешние заимствования, отраженные в финансовом секторе. Взаимодействие этих показателей учитывается при оценке фискальных и внешних разрывов. В этой статье мы рассмотрим более широкую концепцию стабилизации, а не только ГСФБ, чье основное внимание сосредоточено на покрытии разрывов внешнего финансирования. Текущий

кризис COVID-19, когда государство вынуждено брать на себя большие обязательства, поддерживая систему здравоохранения и обеспечивая социальные расходы, подчеркивает важность более широкого взгляда на источники стабилизационного финансирования.

При этом, помимо приведенных выше элементов, в рамках ГСФБ существуют и иные – значимые как для сообщества доноров, так и для получателей средств – источники стабилизационного или схожего финансирования. Иногда их объем может превышать уровень фактической поддержки со стороны «классических» составляющих ГСФБ. К таким источникам мы относим обусловленное мерами экономической политики (policy based lending, PBL) финансирование, осуществляемое многосторонними банками развития (далее – МБР), а также двустороннюю финансовую поддержку. В этой работе мы стремимся показать, что как инструменты МБР, так и двусторонняя финансовая поддержка частично модифицируются в направлении стабилизационных задач (разумеется, сохраняя в качестве основного мандата задачи развития).

Поскольку рассматриваемые источники финансовой поддержки разнообразны, необходимо определиться с терминологией. Терминологический аппарат в целом соответствует подходу, предложенному в работе (Ulatov, Pisareva, Levenkov, 2019). Под стабилизационным финансированием мы понимаем поддержку бюджета или платежного баланса, направленную на предотвращение и/или смягчение шоков для экономики. Характерной особенностью такой поддержки является передача средств получающей стороне без определения их целевого характера, то есть средства зачисляются в бюджет получателя и их расходование осуществляется в соответствии с процедурами и решениями получателя. Стабилизационная поддержка может осуществляться посредством перечисления средств в государственный бюджет или на счет центрального банка. Поддержка может быть обусловлена выполнением согласованных с донором мер экономической политики или предоставляться без определения таких условий. Наконец, платность пользования и возвратность ресурсов являются предметом договоренности.

Так, например, предоставление кредита на строительство или реконструкцию объекта энергетической инфраструктуры не расценивается как стабилизационная поддержка, тогда как бюджетная поддержка, обусловленная реформированием регулирования энергетической отрасли, или двусторонний несвязанный финансовый кредит, рассматривается нами как стабилизационный инструмент.

В этой связи возникает вопрос, не смешивают ли авторы данной работы проекты финансирования развития (поддержка развитию) и проекты кризисной поддержки (макроэкономической стабилизации). Строго говоря, можно говорить о таком пересечении. Не все случаи использования рассматриваемых нами инструментов направлены непосредственно на балансировку бюджета или платежного баланса. Например, предоставленная в конце 2019 года Всемирным банком бюджетная поддержка Армении на операции финансирования политик развития (Armenia Governance Development Policy Operation) не является в явном виде стабилизационной программой, так как эта помощь была направлена на цели поддержки системы управления в государственном секторе. С другой стороны, в 2009 году операции АБР и Всемирного банка по финансированию политик развития в Армении и Кыргызстане со всей очевидностью были кризисными инструментами с соответствующими названиями или пояснениями (например, Crisis Recovery Support Program АБР в Армении в 2009 году).

Тем не менее даже программы финансирования политик развития МБР, которые в явном виде не содержат ссылок на стабилизационные цели, следует рассматривать в контексте стабилизационной повестки. Такое сопоставление особенно релевантно для небольших экономик с низким уровнем доходов на душу населения. Для таких государств поток финансирования, обусловленного выполнением мер на горизонте нескольких лет, оказывает существенную поддержку доходной части бюджета и устойчивости государственного долга. Наконец, как показывает практика, потенциальные получатели средств рассматривают бюджетную поддержку по линии МБР или двустороннего финансирования и стабилизационную поддержку (например, от МВФ) как дополняющие источники финансирования, делая выбор на основе наиболее приемлемых для государства условий его получения.

В этой связи в данной работе авторы позволили себе поставить программы макроэкономической стабилизации и программы политик развития, а также ряд других источников финансирования в один ряд – объединив их в категорию стабилизационной поддержки. Такой подход позволяет провести более точную стратегическую оценку «рынка» инструментов стабилизационного финансирования.

Многообразие источников стабилизационного финансирования имеет целый ряд плюсов. В их числе увеличение доступных ресурсов для стран, наличие у стран возможности выбора, к какому элементу обратиться, а также предоставление дополнительных источников макроэкономической экспертизы и надзора. Тем не менее доступность отдельных элементов стабилизационного финансирования может быть ограничена, а их использование – обусловлено выполнением комплексной программы реформ. При выборе источника стабилизационного финансирования ключевыми факторами с позиции государства-заемщика, как правило, являются стоимость ресурсов, скорость их получения, надежность и предсказуемость доступа, степень обусловленности их использования.

При этом разные источники стабилизационного финансирования не являются полностью взаимозаменяемыми. Они различаются в зависимости от вида и силы внешнего шока, условий и обусловленности (*conditionality*) и проектного цикла. Так, существует концепция последовательной взаимодополняемости в деятельности РФМ и МВФ. Например, в работе (Jeanne, 2010) приводится идея о двухуровневой системе безопасности, где РФМ выступает первым эшелонem для противодействия кризисным явлениям, который может быть дополнен программой МВФ с определенными условиями. Предполагается, что РФМ может в кратчайшие сроки предоставить странам финансовую поддержку с минимальной обусловленностью, давая им достаточно времени для обращения в МВФ с просьбой о разработке программы, которая в целом более масштабна с точки зрения обусловленности.

Между тем кризис COVID-19 показал, что МВФ может проявлять гибкость, сталкиваясь с резкими и «необычными» потрясениями. МВФ очень быстро вел переговоры по механизму быстрого кредитования и инструменту быстрого финансирования и выделял срочно необходимые средства, действуя де-факто быстрее, чем все РФМ. Два государства – заемщика ЕФСР уже воспользовались быстрой поддержкой МВФ, это Кыргызстан и Таджикистан. Следует также принять во внимание, что МВФ рассматривал запросы более чем от сотни стран – членом МВФ. После кризиса эта ситуация должна быть дополнительно изучена РФМ, чтобы проверить, нужно ли скорректировать их инструментарий и процедуры для более быстрого и гибкого реагирования.

Вопрос координации между разными каналами финансирования также важен ввиду риска ослабления и/или откладывания реформ, поддерживаемых программами реформ, если существует возможность выбора из нескольких альтернатив. Для получателя средств это дает возможность упрощения параметров обусловленности финансирования. С другой стороны, именно в кризисные моменты, когда появляются дополнительные политические возможности для проведения реформ (OECD, 2009), важно сосредоточиться на выборе наиболее значимых мер. В связи с этим в настоящее время особую актуальность приобретают вопросы взаимодействия разных инструментов и необходимого уровня многостороннего сотрудничества (подробнее см. Cheng, 2016 и RFA Joint staff, 2018).

За последнее десятилетие масштаб финансирования, доступного для решения проблем с краткосрочными потребностями в ликвидности, увеличился более чем в три раза, а масштабы финансирования развития примерно удвоились. Данные указывают на внушительный объем краткосрочной ликвидности, доступной в рамках ГСФБ, – 12.8 трлн долл. что составляет порядка 15% мирового ВВП. При этом и на уровне МБР сосредоточено дополнительно еще 1.2 трлн долл. (Kring and Gallagher, 2019).

Со временем изменилась структура ГСФБ. Например, во время глобального кризиса 2008–2009 годов существенно выросло количество и объем своп-соглашений между центральными банками,

а также был дан импульс развитию региональных антикризисных источников финансирования. COVID-19 также привел к росту своп-соглашений (FED, 2020).

Для Евразийского фонда стабилизации и развития (далее – ЕФСР) как регионального финансового механизма (подробнее см.: Винокуров, Ефимов, Левенков, 2019) оценка доступности финансовых ресурсов у государств – заемщиков ЕФСР¹ является важной практической задачей, позволяющей повысить готовность к противостоянию экономическим шокам. Кроме того, как для ЕФСР, так и для других институтов, формирующих программы финансовой поддержки, учет доступных для государства-заемщика альтернативных ресурсов и, соответственно, координация с партнерами по развитию являются значимыми факторами для обеспечения качества и устойчивости программ поддержки.

Государства – получатели финансирования из средств ЕФСР относятся к разным группам по уровню валового национального дохода на человека, что влияет на доступность и стоимость для них стабилизационного финансирования. Таджикистан – страна с низким уровнем дохода, Кыргызстан – с доходами ниже среднего уровня, Армения и Беларусь – с доходами выше среднего уровня. Это прямым и косвенным образом может влиять на стоимость и потенциальный объем доступных стабилизационных источников. Например, в 2009 году МВФ усилил поддержку, оказываемую странам с низкими доходами, с учетом меняющегося характера экономических условий в этих странах и их возросшей уязвимости из-за воздействия глобального финансового кризиса. Фонд пересмотрел свои инструменты кредитования – главным образом для более чуткого реагирования на потребности стран в краткосрочной и чрезвычайной поддержке. В 2015 году поддержка, оказываемая МВФ наименее развитым экономикам, была увеличена за счет расширения их доступа к льготным ресурсам. В 2019 году МВФ продолжил улучшать доступный инструментарий для стран с низким уровнем дохода (IMF, 2019).

Актуальность предлагаемого в работе анализа доступности источников стабилизационного финансирования для Армении, Беларуси, Кыргызстана (Vinokurov, Lavrova, Petrenko, 2020) и Таджикистана обусловлена повышенной бюджетной и долговой уязвимостью названных стран к масштабным внешним шокам. Экономические шоки, связанные с распространением вируса COVID-19 и резким падением цен на нефть, – явное тому подтверждение.

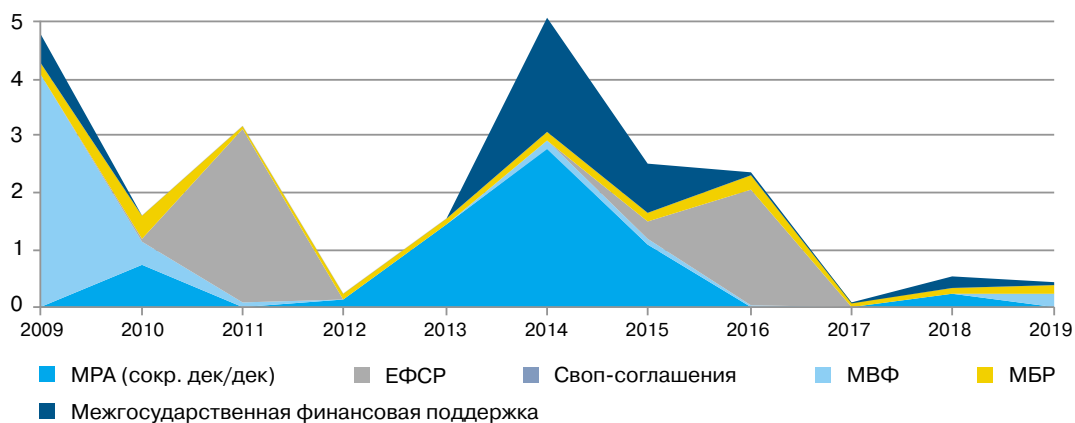
Рабочий документ имеет следующую структуру. В разделе 2 нами будет проведен ретроспективный анализ использования стабилизационной финансовой поддержки Арменией, Беларусью, Кыргызстаном и Таджикистаном. В частности, в подразделе 2.1 рассмотрена динамика МРА. В подразделе 2.2 на основе публичных данных выявлены своп-соглашения государств – заемщиков ЕФСР. В подразделе 2.3 показана роль ЕФСР и МВФ как важных источников стабилизационного финансирования для Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана. В подразделе 2.4 проанализирована деятельность МБР в контексте задач стабилизационного финансирования и объемы такой поддержки. В подразделе 2.5 показана роль России и ее двусторонних кредитов в стабилизационной поддержке данных стран. В разделе 3 описывается доступность финансовых ресурсов для Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана. В качестве доступных внутренних источников учитываются имеющиеся международные резервные активы в каждой отдельно взятой стране, в качестве внешних ресурсов рассматриваются средства РФМ и МВФ. В качестве дополнительного стабилизационного источника финансирования также будут рассматриваться своп-соглашения между центральными банками, информация о которых получена из публично доступных источников, потенциальные объемы бюджетной поддержки МБР на основе исторических данных, а также возможность получения двусторонней финансовой поддержки. В заключении результаты исследования увязаны с дальнейшей исследовательской повесткой по оценке достаточности имеющихся ресурсов для покрытия потенциального финансового разрыва в этих странах.

¹ Под государствами-получателями или заемщиками ЕФСР в настоящем документе понимаются Республика Армения, Республика Беларусь, Кыргызская Республика и Республика Таджикистан.

2. ИСТОЧНИКИ СТАБИЛИЗАЦИОННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

В настоящем разделе мы рассмотрим источники стабилизационного финансирования, использовавшиеся Арменией, Беларусью, Кыргызстаном и Таджикистаном на временном промежутке с 2009 по 2019 год. За десятилетие страны столкнулись с последствиями глобального финансового кризиса 2008–2009 годов, а также с внешнеэкономическим шоком и девальвацией российского рубля в конце 2014 – начале 2015 года и были вынуждены активно использовать стабилизационное финансирование (рисунок 1).

Рисунок 1. Динамика использования различных источников финансовой поддержки Арменией, Беларусью, Кыргызстаном и Таджикистаном, 2009–2019 годы, млрд долл.



Источник: расчеты авторов на основании статистики органов государственного управления четырех стран.

Авторами документа проведена большая работа по сбору и анализу данных. Однако собранные данные об объемах финансовой поддержки не являются исчерпывающими. Это связано с двумя факторами. Первый – ограниченный доступ к информации об операциях по своп-соглашениям между центральными банками. Второй – фрагментарный характер публичной информации об объемах межгосударственной финансовой поддержки.

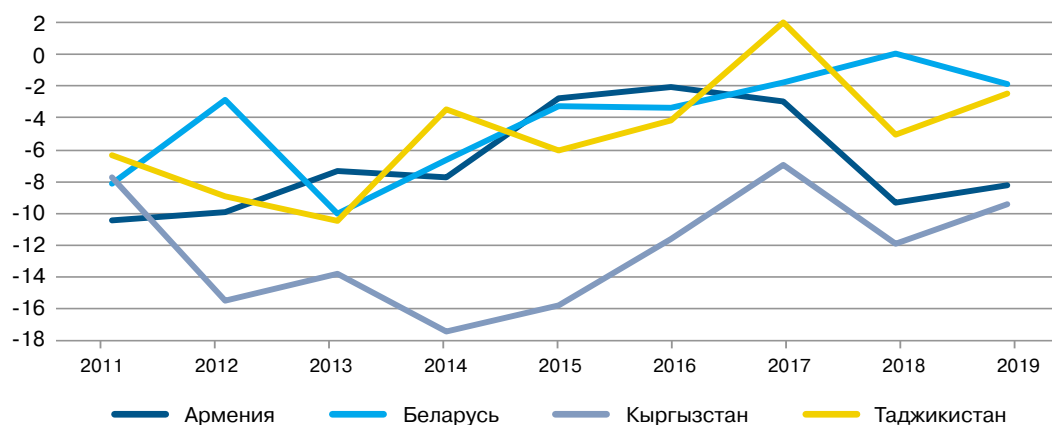
2.1. Международные резервные активы

Страны региона операций ЕФСР сталкиваются с похожими макроэкономическими проблемами и структурными ограничениями, включая высокую волатильность темпов роста, высокий уровень задолженности, хронический дефицит счета текущих операций и бюджета, низкий уровень резервов. Кроме того, страны по-прежнему сталкиваются с серьезными трудностями, обусловленными слабыми структурными основами долгосрочного стабильного роста, включая: (1) доминирование государственного сектора и неразвитость частного сектора, (2) высокую долю

неформальной занятости, (3) высокие регулятивные барьеры, (4) неразвитость банковского и финансового секторов, (5) диспропорции на рынке труда и (6) недоинвестирование в инфраструктуру (Ulatov, Pisareva, Levenkov, 2019).

Дефицит внешней торговли товарами и услугами вместе с хроническим дефицитом текущего счета (рисунок 2), среднее значение которого в Армении составило –6.8%, Беларуси –4.2%, в Кыргызстане –12.2%, в Таджикистане –5% за период 2011–2019 годов.

Рисунок 2. Счет текущих операций, в % ВВП



Источник: расчеты авторов на основании статистики Всемирного банка.

Дополнительно недостаточный приток иностранного капитала и значительный спрос населения на иностранную валюту (наличную и безналичную) в рассматриваемых странах обусловили низкий уровень МРА (рисунок 3). Улучшение макроэкономической и финансовой политики в Беларуси в последние годы, наряду с улучшением внешних условий, значительно сократило дефицит счета текущих операций по сравнению с уровнями 2014–2015 годов.

Рисунок 3. МРА в месяцах импорта и в млрд долл.



Источник: расчеты авторов на основе статистики государственных органов.

При расчете объемов предоставленной финансовой поддержки авторы в целях консолидации информации об общих объемах средств использовали упрощенный анализ – сокращение меж-

дународных резервов год к году. Такой подход применен с пониманием того, что изменение международных резервов может быть вызвано множеством факторов, не всегда связанных с расхождением их для стабилизации экономики.

Таблица 1. Анализ сокращения международных резервов, млрд долл. (в процентах год к году в скобках)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Армения	x	-0.14 (-6.9)	x	-0.13 (-6.9)	x	-0.76 (-33.9)	x	x	x	-0.05 (-2.4)	x
Беларусь	x	-0.61 (-10.9)	x	x	-1.44 (-17.8)	-1.59 (-23.8)	-0.89 (-17.7)	x	x	-0.16 (-2.2)	x
Кыргызстан	x	x	x	x	x	-0.28 (-12.5)	-0.18 (-9.2)	x	x	-0.02 (-0.9)	x
Таджикистан	x	x	x	x	x	-0.15 (-22.5)	-0.02 (-3.8)	x	x	-0.01 (-0.6)	x

Источник: расчеты авторов на основе данных международной финансовой статистики.

В таблице 1 приведены расчеты по сокращению международных резервов по годам (для наглядности периоды роста резервов исключены из таблицы). Наблюдается существенное сокращение международных резервов в 2010 году, в период после глобального финансово-экономического кризиса, в Армении и Беларуси – на 6.9% и 10.9% соответственно. Следующий пик использования резервов приходится на 2014–2015 годы. Самое последнее годовое сокращение резервов наблюдается в 2018 году. Таким образом, статистика показывает два пика использования резервов: в период сразу после глобального финансово-экономического кризиса и в годы, совпадающие с региональным экономическим шоком 2014 года. Также зафиксировано небольшое снижение в 2018 году, вызванное курсовыми колебаниями.

Как упоминалось ранее, анализ годового изменения международных резервов является упрощением. В этой связи мы рассмотрели изменение резервных активов по месяцам, чтобы не упустить из внимания внутригодовые колебания показателя.

При таком рассмотрении наибольшие изменения резервов наблюдаются в 2009–2010 и 2013–2015 годах, как в Беларуси, так и в Армении – с повышенной волатильностью в последующие годы вплоть до 2019-го. В динамике сокращения международных резервов Кыргызстана явно выражен только один период – это 2014–2016 годы. Тем не менее глобальный финансовый экономический кризис и здесь оставил след в виде несколько большего расходования резервов, чем в другие непиковые периоды. В Таджикистане выделяется период 2013–2014 годов, когда за пять месяцев резервы упали на 300 млн долл., или примерно на 45%.

Таким образом, анализ периодов сокращений резервов, так же как и статистика изменений по годам, демонстрирует два пика, совпадающие с глобальным и региональным кризисами: 2009–2010 и 2014–2015.

Наиболее резкое снижение МРА характерно для конца 2014 – начала 2015 года, когда в условиях внешнеэкономического шока и девальвации российского рубля центральные банки региона предпринимали меры для поддержания курса своих национальных валют, проводя валютные интервенции. Позднее в целом во всех странах была осуществлена корректировка обменного курса и ужесточена денежно-кредитная политика, что позволило остановить сокращение МРА.

В дальнейшем уменьшение дефицита счета текущих операций, выход государств на внешние рынки заимствований и финансирование от МФО внесли свой положительный вклад в восстановление резервов. Например, Беларусь перешла на более гибкий режим обменного курса в начале 2015 года, резервы стабилизировались и начали расти. Тем не менее в Беларуси, несмотря на постоянный рост резервов с начала 2016 года, они продолжают оставаться ниже оптимального уровня, определяемого метрикой достаточности резервов МВФ.

По сравнению с другими источниками стабилизационного финансирования, самострахование через накопление МРА имеет существенное преимущество, а именно высокую предсказуемость и скорость получения: страна может получить доступ и использовать соответствующие ресурсы по своему усмотрению. Обращение к МРА также не несет в себе обусловленности – в отличие от использования средств финансовых ресурсов, таких как РФМ, МВФ или МБР. Однако для сохранения функции достаточной «страховки» от кризисов и их последствий объем МРА должен быть достаточным для действенного реагирования на кризисные ситуации.

Впрочем, мировая практика свидетельствует о том, что национальные регуляторы в условиях экономических шоков, как правило, не допускают существенного падения своих валютных резервов. Aizenman and Sun (2009) отмечают, что даже в период острых экономических шоков (таких как, например, глобальный финансовый кризис) далеко не все регуляторы идут на существенное сокращение резервов. Так, с июля 2008 года по февраль 2009 года в двенадцати крупнейших развивающихся экономиках отмечено незначительное сокращение резервов либо оно вовсе отсутствовало. Большинство развивающихся экономик не идут на сокращение уровня своих МРА ниже 100% метрики МВФ по достаточности резервов, используя, например, валютный курс для поглощения шока или двусторонние своп-соглашения между центральными банками.

Значение АРА-метрики² для Беларуси (61%) намного ниже рекомендуемого значения в 100–150%, а в Армении в рамках нормы – 124% (по данным МВФ на апрель 2020 г). Для Кыргызской Республики в соответствии с отчетом по статье IV за 2019 г. валютные резервы, составляющие 4 месяца импорта на конец 2018 года, превышают стандартную метрику в 3 месяца импорта, а также уровни достаточности резервов МВФ для стран с ограниченными кредитными возможностями. Для Таджикистана в настоящее время отсутствует общедоступная информация о соответствии их резервов метрикам МВФ.

Однако, как показывает предыдущий опыт этих стран, МРА в них могут рассматриваться скорее для проведения интервенций на валютном рынке с целью сглаживания колебаний валютного курса и поддержания доверия к национальной валюте.

Таким образом, государства – заемщики ЕФСР использовали МРА в 2009–2014 годах скорее для целей сглаживания колебаний валютного курса. С 2015 года, по мере либерализации валютного курса, МРА начали выполнять сигнальную функцию для экономических агентов о внешней позиции страны. То есть МРА в этих странах не были использованы напрямую как стабилизационный инструмент.

2.2. Свop-соглашения

С точки зрения эволюции ГСФБ особенностью глобального финансового кризиса 2008 года стал рост количества своп-соглашений между центральными банками (Dominguez, et al., 2012).

² АРА-метрика – комбинированная оценка достаточности резервов на базе формализованной модели МВФ. Она характеризует достаточность резервов по различным индикаторам, включая покрытие импорта, широкой денежной массы резервами и так далее. Более подробная информация по ссылке <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/060316.pdf>

Федеральная резервная система значительно увеличила их количество. Однако у рассматриваемых четырех стран таких соглашений нет.

В 2009 году Народный банк Китая начал предпринимать активные действия по интернационализации юаня. Одной из мер стало заключение большого числа своп-соглашений с рядом стран – как развивающихся, так и развитых. Основным назначением своп-соглашений, создаваемых в результате таких договоренностей, должно было стать содействие развитию торговли с другими странами и привлечению инвестиций. Китай традиционно активно действовал в регионе операций ЕФСР путем заключения своп-соглашений с Арменией, Беларусью и Таджикистаном (таблица 2). С точки зрения стран-получателей, интерес в получении финансовых средств в рамках юаневых свопов заключается в расширении торгового оборота, обслуживании китайских кредитов и пополнении национальных резервов.

Таблица 2. Свop-соглашения с Китаем

Страна	Размер, юани	Дата соглашения	Статус
Армения	1 млрд	2015*	Истекло
Республика Беларусь	20 млрд	2009 + пролонгация в 2011	Истекло
	7 млрд	2015 + пролонгация в 2018 **	Действует
Кыргызская Республика		Нет	
Таджикистан	3 млрд	2015***	Истекло
Справочно:			
Россия	150 млрд	2014 + пролонгация в 2017	Действует
Казахстан	7 млрд	2011 + пролонгация в 2014**** + пролонгация в 2018*****	Действует

Источники: * <http://www.armbanks.am/2015/03/25/85890/>

** <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688353/3688362/3711354/index.html>

*** <http://russian.cri.cn/881/2015/12/14/1s568746.htm>

**** <https://kapital.kz/finance/35919/rk-i-kitay-zaklyuchili-soglasheniye-o-valyutnom-svope.html>

***** <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688353/3688362/3711354/index.html>

Справочно: курс на начало 2020 года, 1 доллар США = 7 юаней.

Стандартный срок заключения своп-соглашений в случае КНР составлял три года с правом продления по обоюдному согласию сторон.

Лидером по объему полученных ресурсов стала Беларусь. В целом размеры своп-соглашений связаны с объемами двустороннего товарооборота. Однако своп-соглашение с Республикой Беларусь в 2009 году покрывало трехлетний товарооборот (по статистике КНР, за 2007 год отношение своп-сделки к двустороннему годовому товарообороту составляет 345%, а к китайскому экспорту – 1277%). Это наибольшее на тот момент среди всех стран отношение размера валютного свопа к товарообороту и экспорту КНР. При этом Беларусь не является для Китая приоритетным торговым партнером (доля двустороннего товарооборота Беларуси и Китая не превышает 0.04% от товарооборота Китая с остальным миром), поэтому белорусско-китайское своп-соглашение можно рассматривать как форму финансовой поддержки Китаем Беларуси в условиях мирового финансово-экономического кризиса (Рудый, 2010). Такое соглашение имеет важное сигнальное значение, а ресурсы в случае необходимости могут быть направлены на рефинансирование привлеченных кредитов.

В свою очередь, своп-соглашения с Арменией и Таджикистаном были преимущественно направлены на обслуживание взаимного торгового оборота и финансирование китайского импорта. Таким образом, мы видим достаточно существенное различие функций своп-соглашений. Для развитых стран в период глобального финансового кризиса свопы ФРС и обеспечение через них долларовой ликвидностью центробанков развитых и развивающихся стран (особенно в Азиатско-Тихоокеанском регионе) сыграли важную антикризисную роль. В рассматриваемых же нами четырех странах основной целью свопов стало обслуживание внешнеторгового оборота и связанного китайского кредитования, за исключением, пожалуй, случая РБ 2009 года.

2.3. МВФ и ЕФСР

Для преодоления последствий кризисов государства – заемщики ЕФСР активно обращались за поддержкой к ЕФСР и МВФ.

Финансирование бюджетной поддержки и поддержки платежного баланса являлись у ЕФСР и МВФ основными инструментами урегулирования кризисов. Условие выделения таких кредитов является согласование матрицы мер с системно значимыми реформами, направленными на обеспечение макроэкономической стабильности и достижение устойчивого долгосрочного экономического роста.

За период с 2008 по 2019 год в странах региона операций ЕФСР были осуществлены 10 кредитных программ с МВФ и 5 кредитных программ с ЕФСР (таблица 3).

Таблица 3. Перечень программ ЕФСР и МВФ в регионе в 2009–2019 годах

Страна	ЕФСР, долл. США	МВФ, долл. США
Армения	(Макростабилизация и структурные реформы) 2015 год: 300 млн	(SBA) 2009 год: 736.3 млн (EFF) 2010 год: 184.1 млн (ECF) 2010 год: 184.1 млн (EFF) 2014 год: 113.4 млн (SBA) 2019 год: 248.4 млн
Республика Беларусь	(Макростабилизация) 2011 год: 3 млрд (Макростабилизация и структурные реформы) 2016 год: 2 млрд	(SBA) 2009 год: 3.2 млрд
Кыргызская Республика	не было	(ESF) 2008 год: 91.9 млн (RCF) 2010 год: 34.2 млн. (ECF) 2011 год: 91.9 млн (ECF) 2015 год: 91.9 млн
Таджикистан	(Макростабилизация) 2010 год: 70 млн (Макростабилизация и структурные реформы) 2016 год: 40 млн	(ECF) 2009 год: 144 млн
Итого	5410 млн	5120.2 млн

При расчете суммы кредитов МВФ перерасчет сделан исходя из курса 1 SDR = 1.38 долл.

Источник: официальные сайты МВФ и ЕФСР.

За период с 2009 по 2019 год объем предоставленных финансовых ресурсов в рамках программ бюджетной поддержки / поддержки платежного баланса у ЕФСР и МВФ практически

сопоставим – 5.4 млрд долл. и 5 млрд долл. соответственно. При этом у МВФ было больше реализованных программ. Из таблицы 3 видно, что МВФ (вставка 1) и ЕФСР использовали разные по целям и срокам кредитные программы. В случае ЕФСР существует только один инструмент, направленный на поддержку антикризисных и стабилизационных программ – финансовый кредит.

Вставка 1. Программы МВФ в регионе операций ЕФСР

Договоренности о кредите «стэнд-бай» (Stand-By Arrangement) предназначены для помощи странам в преодолении краткосрочных проблем с платежным балансом. Цели программ предусматривают решение этих проблем, а выплаты средств обусловлены достижением этих целей («предъявляемые условия»). Срок действия соглашений SBA составляет обычно 12–24 месяцев, кредит погашается в течение 3–5 лет с момента фактического предоставления.

Механизм расширенного кредитования EFF (Extended Fund Facility) предназначен для содействия странам в преодолении среднесрочных и более долгосрочных проблем, связанных с платежным балансом, которые требуют фундаментальных экономических реформ. Как правило, срок договоренностей в рамках EFF больше, чем при SBA. Обычно он не превышает 3 лет в момент утверждения, однако допускается также максимальный срок до 4 лет, обусловленный наличием потребности в финансировании платежного баланса, выходящей за рамки трехлетнего периода, продолжительным характером корректировки, необходимой для восстановления макроэкономической стабильности, и наличием достаточных гарантий относительно возможности и желания государства-члена провести глубокие и последовательные структурные реформы. Срок погашения: 4.5–10 лет со дня фактического предоставления средств.

Расширенный кредитный механизм ECF (Extended credit facility) является главным инструментом МВФ для среднесрочной поддержки стран с низкими доходами, испытывающих длительные трудности с урегулированием платежного баланса. Финансирование в рамках ECF в настоящее время осуществляется под нулевую процентную ставку, с льготным периодом в 5.5 лет и полным сроком погашения в 10 лет.

В первых после глобального финансового кризиса программах МВФ и ЕФСР преобладала стабилизационная повестка. Так, ЕФСР предоставил Таджикистану в 2010 году первый кредит на поддержку социальных расходов бюджета. МВФ оказал поддержку Армении в 2009 году для целей макростабилизации. В 2011 году ЕФСР оказывал Беларуси оперативную поддержку, способствуя смягчению последствий кризиса платежного баланса и восстановлению макроэкономической стабильности (Винокуров, Ефимов, Левенков, 2019).

Со временем роль предоставляемых кредитных программ ЕФСР и МВФ в регионе изменилась. Более поздние по времени программы, помимо основных стабилизационных задач (в основном денежно-кредитных и бюджетных), включали широкий комплекс структурных мер и реформ, направленных на достижение долгосрочных целей развития. Это в значительной степени было связано с основными структурными и институциональными ограничениями, которые усиливают макроэкономические дисбалансы и делают страны уязвимыми к различным шокам.

2.4. Многосторонние банки развития

Стабилизационная функция для многосторонних банков развития не является основной и даже не зафиксирована в мандатах. Тем не менее, поскольку задачи макроэкономической стабилизации и развития тесно взаимосвязаны (Ulatov, Pisareva, Levenkov, 2019), МБР не остаются

в стороне в периоды, требующие финансовой поддержки для стран. В настоящее время бюджетную поддержку оказывают четыре МБР: Азиатский банк развития, Африканский банк развития, Межамериканский банк развития и Всемирный банк.

Экономические шоки могут существенно влиять на эффективность и результаты политик развития. Именно в этом контексте поддержание финансово-экономической стабильности входит в сферу внимания МБР. При этом, хотя их мандат не включает обеспечение макроэкономической стабильности, эти институты развития, как показывает наше исследование программ МБР, используют в ряде случаев схожие по сути инструменты.

Движение МБР в направлении повестки МВФ и ГСФБ отмечено в докладе Межамериканского банка развития. В нем показано, как влияние внешних шоков побудило многосторонние банки развития предоставлять государствам-заемщикам антикризисные инструменты, чтобы избежать падения темпов развития, вызванного кризисом. Предоставляя такие кредиты, МБР дополняют другие превентивные меры и меры реагирования, а именно: накопление МРА, сокращение избыточной закредитованности, а также поддержку со стороны МВФ (IADB, 2016).

В исследовании Азиатского банка развития (ADB, 2019) отмечается, что, помимо РФМ на региональном уровне, МБР могут быть значимым источником финансовой поддержки странам во время кризиса, фактором смягчения негативных социальных и экономических последствий финансовых кризисов и повышения финансовой устойчивости в регионе. Например, в Азии АБР предоставлял существенную финансовую поддержку странам в рамках своих стабилизационных инструментов. Особенно активно такая поддержка осуществлялась в 2009–2010 годах – на сумму 7.7 млрд долл.

Инструментом МБР, самым близким по форме и содержанию к инструментам МВФ и РФМ, мы считаем бюджетную поддержку в форме финансирования, обусловленного мерами экономической политики (Policy-Based Lending), и программ, нацеленных на результат (Program for Results, PfR). Бюджетная поддержка предоставляется на широкий диапазон целей: реформирование институтов, улучшение инвестиционного климата, снижение операционных издержек, повышение эффективности и результативности государственных расходов. PfR также предоставляется под осуществление мер политик, однако в этом случае донор перечисляет средства по результатам выполнения конкретных мероприятий правительства и помощь является чем-то средним между инвестиционными кредитами и бюджетной поддержкой.

Особое место в ряду форм бюджетной поддержки занимает стабилизационное финансирование. От традиционной бюджетной поддержки оно отличается прямой отсылкой к стабилизационному характеру (например, Контрциклический механизм АБР, Антикризисная бюджетная поддержка АфБР), возможностью отложенной выдачи средств. Отдельным видом стабилизационного финансирования является поддержка в случае стихийных бедствий (в данной работе не рассматривается). Некоторые инструменты кризисного реагирования создавались МБР на ограниченный период времени. Пример – Контрциклический механизм поддержки Азиатского банка развития. Стоит отметить, что из анализируемых в этом исследовании стран, только Армения может получить финансирование через этот инструмент.

Обусловленное финансирование МБР можно рассматривать как дополнительный канал стабилизационной поддержки – как превентивной, так и антикризисной. С одной стороны, наличие таких источников ликвидности создает дополнительные каналы для противостояния экономическим потрясениям. С другой стороны, существует риск того, что необходимые реформы могут быть отложены из-за отказа от договоренностей с МВФ и/или другими элементами ГСФБ, когда условия финансирования могут потребовать более решительных мер, чем бюджетная поддержка МБР. Вместе с тем, существуют наработанные механизмы координации МБР с МВФ,

в частности, практика принятия решений о бюджетной поддержке рядом крупнейших МБР с опорой на макроэкономическую оценку МВФ и использование формата так называемых оценочных писем МВФ (assessment letters).

При этом заметно и движение МВФ в направлении работы МБР. Так, МВФ стал больше внимания уделять структурным проблемам, в частности в странах с низким уровнем дохода и переходных экономиках, где структурные вызовы (традиционная сфера работы МБР) являются значимым препятствием для экономической стабильности и роста. Параметры обусловленности программ МВФ продолжают эволюционировать. В последние годы МВФ включает в сферу своего внимания вопросы коррупции и гендерного неравенства. Такие качественные сдвиги в работе МВФ показывают, что институт все более приближается к направлениям работы многосторонних банков развития в рамках деятельности последних по финансированию, обусловленному мерами политик (Винокуров, Левенков, 2020).

В регионе операций ЕФСР наиболее активными среди МБР являются Всемирный банк и Азиатский банк развития. Авторы проанализировали представленную на сайтах ВБ и АБР информацию за 2009–2019 годы.

В рамках всего расширенного финансирования авторы отобрали подмножество проектов со определенными характеристиками.

Прежде всего, проекты не связаны ни со строительством физической инфраструктуры (объектов), ни с предоставлением только технической помощи (ТП).

Как правило, инвестиции МБР в физическую инфраструктуру (объекты) не должны рассматриваться как функция стабилизации или антикризисной поддержки. Можно утверждать, что государственные расходы на инфраструктуру являются источником стимулирования предложения. Однако это не относится к стабилизационному финансированию, а должно рассматриваться как помощь в целях развития. Инфраструктурные проекты – это относительно длительный цикл итераций (инициирование и планирование проектов, закупки, которые распределяются на несколько лет), которые не позволяют быстро расходовать средства. Более того, цель расходов такова, что правительство не может распределять средства по своему усмотрению. Говоря «как правило» в этом параграфе, авторы признают, что есть случаи, когда инфраструктурные проекты являются частью кризисного реагирования (к примеру, стихийные бедствия и технологические аварии). В таком случае экстренное финансирование МБР восстановления физических объектов представляет собой стабилизационное финансирование, которое напрямую реагирует на кризисные события и поддерживает государственный бюджет, предоставляя больше пространства для реагирования на кризис, а не на непредвиденные расходы (однако в данной статье авторы не включили эту категорию в подмножество стабилизационного финансирования). В регионе операций ЕФСР примером является проект реконструкции Нурекской ГЭС в Таджикистане.

После исключения инфраструктурных проектов и проектов технической помощи авторы сосредоточились на анализе мероприятий по программам бюджетной поддержки. На этом этапе было довольно легко определить группу проектов с четким указанием цели стабилизации в описании проекта (чрезвычайная бюджетная поддержка, контрциклический инструмент и т.д.). Более сложной задачей было рассмотреть поддержку бюджета, которая не имеет четкой ссылки на антикризисные меры. В этом анализе авторы опирались (в дополнение к анализу каждой программы) на две особенности: бюджетную поддержку вне эпизодов кризиса и бюджетную поддержку, нацеленную на укрепление макроэкономических основ.

Этот анализ данных дал нам группы проектов: «общая» бюджетная поддержка и стабилизационная поддержка как ее подмножество.

За период с 2009 по 2019 год ВБ и АБР предоставили Армении, Беларуси, Кыргызстану и Таджикистану финансовые ресурсы в объеме 1.8 млрд долл. Для сравнения, ЕФСР и МВФ реализовали программ на сумму около 10 млрд за тот же период. Хотя уровень финансирования со стороны МБР значительно уступает упомянутым институтам, все же он является значимым (около 20%). Помощь более равномерно распределена по годам, что позволяет почти на постоянной основе взаимодействовать с государствами в программном формате, то есть диалог по политикам сопровождать финансовой поддержкой.

Средства АБР в Кыргызстане и Таджикистане направлялись на улучшение инвестиционного климата, в Армении – на улучшение процессов планирования и управления инфраструктурой. ВБ реализовал за рассматриваемый отрезок времени программы отраслевой бюджетной поддержки в Армении и Кыргызстане в сфере энергетики.

Из 1.8 млрд долл. предоставленных АБР и ВБ средств к стабилизационной поддержке можно отнести порядка 780 млн долл. Это программы, содержащие очевидную отсылку к макроэкономической устойчивости и противодействию кризису или его последствиям (таблица 4). В нашей сводной таблице по всем источникам финансирования (таблица 7) мы собрали «общие» цифры бюджетной поддержки, предполагая, что при анализе доступности ресурсов это даст нам более полную картину усилий МБР по поддержке макроэкономической стабильности как во время экономических потрясений, так и за их пределами.

Таблица 4. Объемы стабилизационного финансирования в разрезе стран ВБ и АБР, млн долл.

Страна	2009	2010	2011	2012	2015	2016–2019	Итого
Армения	140	–	25	80	50	–	295
Беларусь	200	–	–	–	–	–	200
Кыргызстан	–	170	30	–	–	–	200
Таджикистан	40	25.4	–	20	–	–	85.4
ИТОГО	380	195.4	55	100	50	–	780.4

Источник: расчеты авторов на основе данных Всемирного банка и Азиатского банка развития.

Наиболее активным периодом операций были годы после глобального финансового кризиса – 2009–2010. За два года ВБ и АБР обеспечили финансирование на сумму около 570 млн долл. Программы ВБ шли в тесной связке с программами МВФ. Так, антикризисная программа МВФ в Армении и Беларуси в 2009 году была дополнена ресурсами ВБ для преодоления последствий глобального финансового кризиса.

Следует обратить внимание, что 2014–2016 годы, когда наблюдались новые программы ЕФСР и МВФ, также являются периодом активных программ ВБ и АБР в рассматриваемых государствах.

2.5. Двусторонняя финансовая поддержка

Двусторонняя финансовая поддержка также может рассматриваться как дополнительный источник стабилизационного финансирования. Она может быть оказана в форме предоставления кредитов, рефинансирования, списания задолженности, отсрочки платежей по долгу. На структуру и объем такой поддержки влияют мотивы ее предоставления, а также то, к какой группе по уровню дохода на душу населения принадлежит страна-реципиент. В частности, в исследованиях, посвященных распределению помощи, выделены альтруистичные, коммерческие и политические мотивы страны-донора. Основными характеристиками страны-реципиента являются острота потребности в помощи, то есть уровень социально-экономического развития, и доступ на международные рынки капитала. Разделение получателей помощи на группы по уровню ВНД на душу населения на основе критерия Всемирного банка позволяет учесть различия между странами по указанным характеристикам.

Специфика рассматриваемых нами стран (Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана) состоит в том, что большое значение имеет поддержка со стороны Российской Федерации. Это связано с целым набором разноплановых причин, в числе которых поддержка стратегического влияния в регионе, военно-политическое сотрудничество, обеспечение мягкой безопасности (например, борьба с наркотрафиком), стимулирование интеграционных процессов, а также содействие устойчивому экономическому развитию региона в целом.

Вторым важным региональным донором является Китай. В исследовании Кильского института мировой экономики (Horn, Reinhart, Trebesch, 2019) авторы попробовали собрать и посчитать разрозненные данные по зарубежным кредитам Китая, пытаясь установить объемы, назначение и характеристики его зарубежного кредитования. Для многих из стран-должников, включая Кыргызстан и Таджикистан, задолженность перед Китаем в настоящее время составляет 40 и более процентов от внешнего долга.

Финансовая помощь может оказываться как по линии официальной помощи развитию, так и в рамках антикризисной поддержки (Морозкина, 2019).

При оказании официальной помощи развитию принимают во внимание упомянутую выше классификацию стран по уровню ВНД на душу населения, разработанную Всемирным банком. Из рассматриваемых нами государств в группу с уровнем дохода ниже среднего входят Кыргызстан и Таджикистан. Армения в 2018 году присоединилась к Беларуси как страна с уровнем дохода выше среднего. В рамках официальной помощи развитию Россия с 2009 по 2018 год оказала финансовую поддержку Армении на сумму 132.1 млн долл., Беларуси – 15 млн долл., Кыргызстану – 1.04 млрд долл. и Таджикистану – 121 млн долл. (по данным статистики ОЭСР). Таким образом, Россия сыграла весьма важную роль в формировании международной повестки дня в плане содействия международному развитию. Однако при этом дальнейшее масштабное увеличение потоков официальной помощи развитию маловероятно, а появление новых доноров принципиального влияния на ситуацию не окажет (Бокарев, Марков, 2016).

Стабилизационная поддержка со стороны России в отношении Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана оказывалась в форме двусторонних кредитов, списания долгов или безвозмездной помощи. Как правило, такого рода помощь позволяет смягчить бюджетную и долговую уязвимость стран, а также рефинансировать имеющиеся долги перед Российской Федерацией. В случае Кыргызстана объем двусторонней поддержки со стороны России превышал объем полученных финансовых ресурсов от МВФ и ЕФСР (вставка 2).

Вставка 2. Двусторонняя антикризисная поддержка Россией стран региона

Беларусь

В ноябре 2008 года Россия предоставила Беларуси 15-летнюю кредитную линию на сумму 1 млрд долл., которая в марте 2009 года была увеличена еще на 500 млн долл. В рамках кредитной линии Беларусь получила от Правительства России два займа на общую сумму 2 млрд долл. в 2014 году и два займа на сумму 870 млн долл. в 2015 году. Данная поддержка носила ярко выраженный антикризисный характер на фоне экономического кризиса, девальвации национальной валюты, сокращения доходов бюджета и сокращения международных резервов до критически низких значений.

Армения

Россия предоставила Армении в 2009 году стабилизационный кредит в размере 500 млн долл. для преодоления последствий глобального экономического кризиса*.

Кыргызская Республика

В 2016–2017 годах Россия списала 60 млн долл. задолженности Кыргызстана. В рамках межправительственного соглашения между странами Россия в 2018 году списала оставшиеся 240 млн долл. по ранее предоставленным Кыргызстану кредитам. Списание задолженности проводится Россией в рамках «официальной помощи развитию Кыргызской Республики». Ранее, в 2005 году, в рамках Парижского клуба были реструктурированы и списаны 184.3 млн долл., в период с 2005 по 2015 год – 488.9 млн долл.**.

В марте 2019 года Правительство России приняло решение о предоставлении Кыргызстану 30 млн долл. безвозмездной финансовой помощи на поддержку госбюджета***.

Источник: публичные данные и проспекты еврооблигаций.

* <https://iz.ru/news/444206>

** <https://www.interfax.ru/business/567392>

*** <https://ria.ru/20190327/1552161492.html>

Кроме того, Россия предоставляет помощь указанным странам в формах, которые не учитываются статистикой помощи развития. В качестве примера можно привести условия поставки энергоносителей.

При этом у Кыргызстана, как страны с низким уровнем дохода, преобладали отличные от Беларуси и Армении формы получения от России двусторонней финансовой поддержки. Если Беларуси и Армении Россия выдавала двусторонние антикризисные кредиты, то поддержка Кыргызстану была в виде списания долгов и безвозмездной помощи.

Беларусь, являясь самой крупной экономикой среди стран-заемщиц региона, для устранения дефицита платежного баланса и поддержания МРА, помимо двусторонней поддержки от Российской Федерации, получала финансовую помощь от Китая в виде кредитных линий. В 2015 году для Беларуси была открыта межправительственная льготная кредитная линия в 3 млрд долл., а также фактически неограниченная кредитная линия в юанях, из которой привлечено 618 млн долл. в эквиваленте (Рудый, 2019).

2.6. Выводы

Источники стабилизационного финансирования в регионе носят диверсифицированный характер. Вместе с тем у отдельных государств наблюдается концентрация на одном или нескольких каналах поддержки. У Армении и Кыргызстана имелись ярко выраженные основные источники стабилизационного финансирования – МВФ и двусторонняя финансовая помощь от России соответственно. У Таджикистана, напротив, не зафиксировано случаев оказания двусторонней финансовой поддержки со стороны России. Беларусь при этом является единственной страной, которая использовала все вышеперечисленные источники стабилизационного финансирования. При этом важно отметить, что, помимо ЕФСР и МВФ как элементов глобальной сети финансовой безопасности, страны активно использовали антикризисное финансирование от МБР и получали значительные объемы двусторонней поддержки от РФ. Винокуров, Левенков (2020, готовится к публикации) в своем исследовании обнаружили, что такая ситуация является не только евразийским, но и общим явлением. МБР своими программами бюджетной поддержки дополняют существующие РФМ в регионе, например, в случае АБР, который дополняет СМИМ в Азии. В случае Африканского банка развития – РФМ, который отсутствует в регионе, фактически замещается. На глобальном уровне Всемирный банк дополняет МВФ. Это подтверждает важность данных источников стабилизационного финансирования и возможность их рассмотрения и учета в будущем при наступлении неблагоприятных внешних шоков (рисунки 4–7).

Рисунок 4. Источники стабилизационного финансирования, Армения, 2009–2019 годы

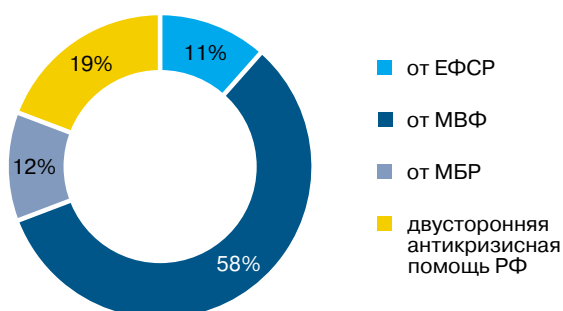


Рисунок 5. Источники стабилизационного финансирования, Беларусь, 2009–2019 годы

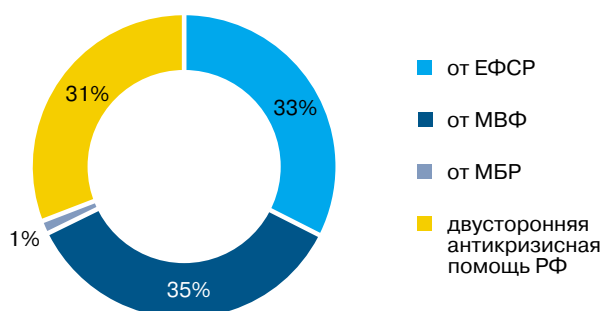


Рисунок 6. Источники стабилизационного финансирования, Кыргызстан, 2009–2019 годы

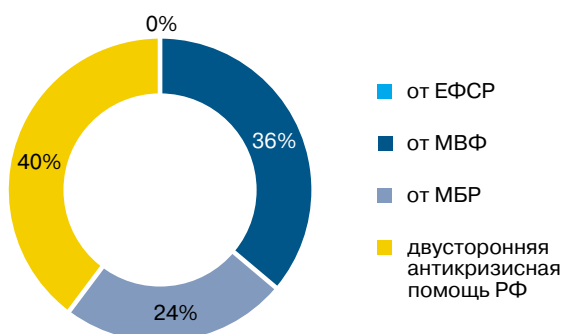
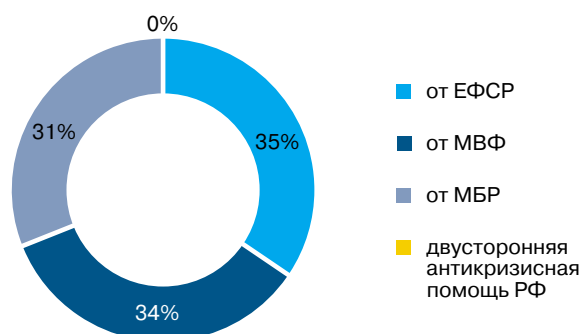


Рисунок 7. Источники стабилизационного финансирования, Таджикистан, 2009–2019 годы



Что касается периода использования финансовых источников, наглядно видны два ярко выраженных временных отрезка для МВФ и ЕФСР – 2009–2011 и 2014–2016 годы, что полностью соответствует их антикризисному характеру.

Иначе обстоит ситуация с ресурсами в форме бюджетной поддержки, предоставляемыми по линии многосторонних банков развития. Одной из отличительных черт поддержки МБР является то, что их поток финансирования невелик по сравнению с другими источниками, но более равномерно распределен по годам. Уровень поддержки МБР по всем государствам-участникам колеблется от 40 млн до 400 млн долл. в год. За период с 2009 по 2011 год АБР и ВБ предоставили 700 млн долл., в 2014–2016 – те же 700 млн долл. В целом за период с 2009 по 2019 год государства получили от рассматриваемых МБР 1.8 млрд долл. бюджетной поддержки. Для сравнения, ЕФСР реализовал программ на 5.4 млрд долл., а МВФ – на 5 млрд долл. Хотя по уровню финансирования МБР значительно уступает упомянутым институтам, все же его помощь является значимой. В то же время МБР могут мобилизовать существенные дополнительные ресурсы в случае значительного шока в стране в дополнение к усилиям по стабилизации и финансированию основных элементов ГСФБ, включая МВФ и ЕФСР.

Что касается двусторонней антикризисной поддержки, то разрозненные доступные данные, которые можно использовать только в качестве индикатива, показывают, что общий объем за рассматриваемый период составляет около 4 млрд долл. Это сопоставимо с крупнейшими антикризисными институтами. При этом объемы и динамика межгосударственной поддержки существенно различаются по государствам. Наибольший объем средств по двусторонней линии получили Беларусь и Кыргызстан. На них приходится 3.5 млрд долл. Беларуси предоставлялись средства двумя относительно крупными суммами, в 2014–2016 годах, тогда как Кыргызстану помощь оказывается небольшими суммами, но стабильно каждый год, то есть для него этот источник является более предсказуемым.

Следует учитывать, что двусторонняя финансовая поддержка может быть оказана и на конфиденциальной основе. В этой связи рассматриваем указанные объемы финансирования как консервативную оценку.

3. ДОСТУПНОСТЬ СТАБИЛИЗАЦИОННЫХ СРЕДСТВ ДЛЯ СТРАН РЕГИОНА

В целях количественной оценки доступности стабилизационных финансовых ресурсов для Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана мы рассматриваем финансовые источники в каждой отдельно взятой стране:

- (1) МРА,
- (2) своп-соглашения,
- (3) средства ЕФСР – регионального финансового механизма – в объеме остатка кредитного лимита для каждой страны,
- (4) средства МВФ в объеме остатка кредитного лимита для каждой страны,
- (5) оценки финансовой поддержки со стороны МБР,
- (6) и двусторонние кредиты России, рассчитанные исходя из исторических данных.

Как утверждалось ранее, МРА являются для государств надежным источником стабилизационной поддержки («кредитором последней инстанции»). Однако (а может быть, именно по этой причине) государства не склонны исчерпывать международные резервы для стабилизационной поддержки в первую очередь, так как это может привести к серьезному кризису платежного баланса. Тем не менее очередность использования источников финансирования не является значимым фактором для исключения МРА из общей доступности ресурсов.

Ряд авторов считает, что своп-соглашения способны снизить потребность в накоплении МРА и стать альтернативой таким инструментам кредитования на международном уровне – в частности кредитным линиям МВФ (Moreno, 2010, Aizenman, Jinjara, and Park, 2011, Destais, 2013). Например, своп-соглашения можно рассматривать как альтернативу накоплению МРА в том смысле, что оба инструмента служат одной базовой цели – в случае непредвиденного дефицита той или иной иностранной валюты они могут стать ее источником. Другими словами, очевидна их близость по экономическому содержанию к образованию МРА. При этом заключение своп-соглашений, даже без последующей их активации, способно содействовать повышению финансовой стабильности за счет сигнального эффекта, снижая уровень неопределенности по поводу перспектив развития экономики для экономических агентов. В отличие от накопления МРА, центральные банки не несут никаких издержек до момента активации своп-соглашения, имея при этом уверенность в возможности получения иностранной валюты. Таким образом, своп-соглашения могут частично снизить необходимость накопления избыточных МРА, обусловленных мотивом предосторожности.

Однако для наших стран, являющихся малыми экономиками, своп-соглашения не выполняют стабилизирующую функцию по причине отсутствия таких своп-соглашений с центральными банками развитых стран и слабой степени интеграции в мировые финансовые рынки. То есть, по сути, мы наблюдаем ситуацию, в которой стабилизационная поддержка МБР и двусторонняя кредитная помощь России играют большую роль для стран, чем признанный элемент ГСФБ.

Преимуществом своп-соглашений для страны является то, что они не содержат макроэкономических условий, выполнение которых требовалось бы для их активации. Благодаря отсутствию макроэкономической обусловленности предоставление средств от одного центрального банка другому может происходить быстрее, чем в случае с МВФ или РФМ.

Действующие своп-соглашения среди государств – заемщиков ЕФСР имеются только у Беларуси с КНР на сумму примерно 1 млрд долл. Своп-соглашения с Арменией и Таджикистаном, впервые заключенные в 2015 году, на данный момент истекли.

На многостороннем уровне для получения стабилизационного финансирования государства могут рассчитывать на помощь от ЕФСР и МВФ. Для расчета доступных средств ЕФСР и МВФ необходимо учитывать как лимиты стран в этих организациях, так и фактический остаток средств. При этом нужно иметь в виду возможность перераспределения лимитов от одних стран другим, что допускается и неоднократно происходило в практике ЕФСР. Так, у ЕФСР остаточный лимит на Казахстан и Россию составляет 5.3 млрд долл., что может составить значительный объем резервного финансирования для государств-реципиентов: Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана. С этой точки зрения мы предлагаем оценивать доступность как диапазон значений между фактическим остатком и лимитом доступа согласно квоте страны.

В случае МВФ объем финансирования, который может получить страна-член («лимит доступа»), определяется на основе ее квоты. Однако расчет кредитоспособности МВФ не так уж прост. Несколько факторов должны быть приняты во внимание.

Во-первых, разные кредитные инструменты МВФ адаптированы для удовлетворения разных нужд, а также для реагирования на конкретные ситуации многообразного состава его государств-членов. GRA и PRGT являются двумя основными каналами финансирования МВФ, но также существует (CCRT), который является дополнительным источником для стран, которым доступны ресурсы PRGT. В определенный период времени страна, в зависимости от ее лимита доступа и ситуации с долгом, может запросить ресурсы GRA, средства PRGT (если применяются ограничения на льготных условиях) или смешанное финансирование (GRA и PRGT). Каждый канал имеет определенный лимит доступа. В случае инструментов PRGT нормальный доступ ниже по сравнению с инструментами GRA, за исключением механизмов ускоренного финансирования (RFI/RCF).

Во-вторых, и это самое главное, при рассмотрении запроса от государства-члена МВФ в первую очередь исходит из потребностей государства в финансировании платежного баланса. Ресурсы МВФ в данном случае обеспечивают резервные возможности, облегчающие проведение мер стабилизации и реформ, которые страна должна осуществить, чтобы исправить проблему платежного баланса и способствовать восстановлению условий для активного экономического роста. В то же время МВФ может мобилизовать чрезвычайные суммы на основе исключительного доступа при условии соблюдения дополнительных гарантий, связанных с ним. Исключительный доступ может быть в несколько раз выше обычного и теоретически не ограничен. Естественные ограничения могут возникнуть в случае большого количества запросов из-за глобальных потрясений, однако члены МВФ доказали свою способность реагировать на каждый глобальный шок, мобилизуя дополнительные ресурсы, насколько это возможно.

Существует еще одна общая (для всех источников ГСФБ) оговорка, которую следует учитывать при реализации нашего подхода к суммированию количества доступных ресурсов, особенно МВФ, ЕФСР и МБР. Это относится к срокам утверждения финансирования, срокам кредитных соглашений и графикам погашения. Например, ресурсы МВФ в рамках инструментов RCF/RFI (как правило) быстро доступны как с точки зрения переговорного процесса, так и с точки зрения утверждения Советом директоров и графика выплат. Ситуация более сложная для соглашений МВФ SBA / SCF / EFF / ECF, финансовых кредитов ЕФСР, где доступность ресурсов может быть отсрочена из-за необходимости согласования матрицы политики, введения более сложного графика выплат (траншей), связанных с программными действиями. Для двусторонней финансовой поддержки доступность ресурсов зависит от решений страны-донора и ратификации соглашения с обеих сторон. МБР могут также быть ограничены утверждением дополнительных ассигнований, пополнением специальных фондов (таких как Азиатский фонд развития для АБР, MAP для

ВБ), если требуется иной капитал, чем акционерный. Все эти факторы создают очень большие вариации сроков получения средств – от недель до месяцев. В случае неотложных потребностей (средства нужны в кратчайшие сроки) это ограничивает доступное финансирование.

В целом авторы признают комплексную задачу сопоставления разных источников ГСФБ. В этой статье мы попытались применить более простой подход, чтобы увидеть общую картину во время «нормального» кризиса. То есть мы предполагаем, что страна может использовать оставшийся лимит в МВФ и ЕФСР на основе нормального доступа, исходя из того, что сумма может быть выплачена в течение достаточно короткого периода времени. Однако на практике может все происходить иначе, с задержками финансирования. Этот аргумент может привести к снижению лимита доступа. С другой стороны, авторы не включают инструменты ускоренной поддержки МВФ, которые могут частично компенсировать вышеупомянутое упрощение.

Мы также предполагаем, что для Таджикистана лимит доступа МВФ должен быть рассчитан на основе доступа к PRGT из-за требований льготности. Для Кыргызстана мы рассчитали доступ на основе GRA, подразумевая, что страна имеет смешанный доступ, ограниченный доступом по GRA (в то же время понимая, что это может являться упрощением и может не быть связи между GRA и PRGT доступом). Для Беларуси и Армении наши ориентировочные цифры основаны на лимитах доступа МВФ GRA.

С нашей точки зрения, эти источники финансирования можно рассматривать как наиболее предсказуемые, так как институты ведут системный и регулярный диалог с государством, а это значит, что правительство может достаточно точно спрогнозировать условия (финансовые и обусловленность) предоставления средств.

В таблице 5 приведены данные о доступности ресурсов ЕФСР и МВФ для стран.

Таблица 5. Доступность средств ЕФСР и МВФ на 31.12.2019

Страны	ЕФСР				МВФ			
	Лимит доступа (% от общей суммы средств)	Лимит доступа (млн долл. США)	Остаток лимита на 31.12.2019 (млн долл. США)	Оценка доступности (диапазон)	Лимит доступа (млн долл.)	Лимит нормального доступа (млн долл. США) 435 процентов	Остаток лимита на 31.12.2019 (млн долл. США)	Оценка доступности (диапазон)
Армения	13	1211	721	721–1211	177.7	773	520.2	520.2–773
Республика Беларусь	21	1956.4	0	0–1956.4	940.5	4091	4091	4091
Кыргызская Республика	3	279.5	0	0–279.5	245	1065.8	925.7	925.7–1065.8
Таджикистан	2	186.3	75	75–186.3	240	720	689.8	689.8–720

Источник: расчеты авторов. Для Таджикистана лимиты доступа рассчитываются на основе доступа к PRGT. Для Кыргызстана цифры МВФ рассчитываются на основе доступа к GRA, исходя из предположения, что смешанный нормальный доступ страны ограничен нормальным доступом к GRA.

Примечание: у ЕФСР остаточный лимит на Казахстан и Россию составляет 5.3 млрд долл.

Чтобы понять доступность ресурсов МВФ, также интересно взглянуть на деятельность МВФ как с точки зрения распределения сроков (см. выше), так и распределения выплат (см. таблицу 6). Такой подход показывает, что в конкретный 10-летний период фактическое финансирование

(транши) МВФ плавно распределяется по времени для Армении и Кыргызстана, что сопоставимо с динамикой финансирования МБР. Беларусь и Таджикистан расходятся по этой схеме с одним всплеском для первого случая и прекращают тенденцию поддержки для второго.

Таблица 6. Выдачи МВФ по стране и источнику, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Всего
SDR/USD курс	0.65	0.63	0.65	0.66	0.63	0.65	0.66	0.66	0.72	0.72	0.72	n/a
Армения	10	7	466	185	114	103	84	36	16	44	22	1 086
GRA	0	0	466	127	55	54	43	36	16	44	22	863
PRGT	10	7	0	57	59	49	40	0	0	0	0	223
Беларусь	0	0	2827	669	0	0	0	0	0	0	0	3 495
GRA	0	0	2827	669	0	0	0	0	0	0	0	3 495
Кыргызстан	4	42	26	34	30	29	29	14	27	26	26	288
PRGT	4	42	26	34	30	29	29	14	27	26	26	288
Таджикистан	0	0	40	60	21	40	0	0	0	0	0	161
PRGT	0	0	40	60	21	40	0	0	0	0	0	161
Всего	14	50	3 358	947	165	172	113	50	43	70	48	5 029

Источник: расчеты авторов на основе статистики МВФ. (<https://www.imf.org/external/np/fin/tad/query.aspx>).

Примечание: из-за округления числа могут не суммироваться с итогами.

В зависимости от масштаба негативного шока текущий набор источников стабилизационного финансирования потенциально может быть дополнен бюджетной поддержкой МБР, что имело место в 2009–2011 годы, и двусторонней финансовой поддержкой со стороны России. Имея представление об изменении объемов поддержки со стороны МБР, мы можем приблизительно оценить возможные объемы финансирования. Так, Таджикистану за 2009–2011 годы было предоставлено 65.4 млн долл., Армении – 165 млн долл., Беларуси – 200 млн долл., а Кыргызстану – 200 млн долл.

В текущей композиции стабилизационных ресурсов у стран преобладают МРА. При этом сам объем МРА является недостаточным для Армении и Беларуси по трехмесячному покрытию импорта. Как показывает мировая практика, страны не готовы расходовать большую часть МРА. Данное утверждение подкрепляется статистикой использования МРА Арменией, Беларусью, Кыргызстаном и Таджикистаном за 2009–2019 годы. Таким образом, при оценке доступности источников стабилизационного финансирования мы исходим из того, что страны могут потратить не более 25% от общего объема валютных резервов на поддержку своей экономики во время кризиса. На этом же выстроена методология, предложенная в работе (Denbee E, C Jung and F Paternò, 2016), авторы которой предполагают, что потенциально использоваться могут валютные резервы, превышающие 100% метрики достаточности резервов МВФ. При этом страна не допускает падения резервов более чем на четверть. В нашем случае у нас есть показатели достаточности резервов МВФ только для Армении и Беларуси, в Беларуси показатели намного ниже, чем 100%. Вот почему мы решили использовать общее предположение о возможном максимальном сокращении валютных резервов на 25% в Армении, Беларуси, Кыргызской Республике и Таджикистане.

В таблице 7 систематизированы данные по доступным стабилизационным источникам.

Таблица 7. Аналитическая оценка доступности источников стабилизационного финансирования по странам, в млрд долл. на 31.12.2019 (в скобках в % к ВВП)

Источник	Армения		Беларусь		Кыргызстан		Таджикистан	
МРА	2.8	0.7 (25% снижение)	9.4	2.4 (25% снижение)	2.3	0.6 (25% снижение)	1.4	0.4 (25% снижение)
Своп-соглашения действующие	0		1		0		0	
ЕФСР диапазон	0.7–1.2		0–2		0–0.3		0.08–0.2	
МВФ диапазон	0.5–0.8		4.1		0.9–1.1		1	
МБР	0.2		0.2		0.2		0.1	
Двусторонняя поддержка	н/д		н/д		н/д		н/д	
Итого	4.2–5 (30.8–36.7% ВВП)		14.7–16.7 (23.5–26.7% ВВП)		3.4–3.9 (40.2–46.1% ВВП)		2.3–2.4 (28.3–29.6% ВВП)	
Итого со снижением МРА на 25%	2.1–2.9 (15.4–21.2% ВВП)		7.7–9.7 (12.3–15.5% ВВП)		1.7–2.2 (20.1–26% ВВП)		1.3–1.4 (16–17.2% ВВП)	
Итого без учета МРА	1.4–2.2 (10.3–16.2% ВВП)		5.3–7.3 (8.5–11.7% ВВП)		1.1–1.6 (13–18.9% ВВП)		0.9–1 (11–12.3% ВВП)	

Источник: расчеты авторов.

Примечание: как указано в тексте, это консервативная оценка (основанная на нижнем пороге) из-за фактического исключения двусторонней поддержки, для которой доступны только ограниченные данные.

В сводной таблице фактически не учитываются данные по двусторонней поддержке, что делает финальную оценку консервативной (по нижнему порогу). Тем не менее мы подтверждаем существенные объемы двусторонней поддержки и ее важное место в «балансе» стабилизационного финансирования. Объем доступных источников стабилизационного финансирования нами оценивается для Армении в диапазоне от 4.2 млрд до 5 млрд долл., для Беларуси от 14.7 млрд до 16.7 млрд долл., для Кыргызстана от 3.4 млрд до 3.9 млрд долл. и для Таджикистана от 2.3 млрд до 2.6 млрд долл. Однако большее практическое значение имеют два других подхода, а именно рассматривающие варианты со снижением резервов на 25% и без учета резервов. В текущей композиции стабилизационных ресурсов у стран преобладают МРА. При этом, как показывает опыт рассматриваемых нами стран, МРА используются ими преимущественно для снижения волатильности обменного курса через проведение валютных интервенций. Данное утверждение подкрепляется статистикой использования МРА Арменией, Беларусью, Кыргызстаном и Таджикистаном за 2009–2019 годы – максимальное их сокращение составило 33.9% (Армения, 2014 год). Сильное сокращение МРА дает отрицательный сигнал, приводит к потере доверия экономических агентов и лишь усугубляет кризисную ситуацию. Учитывая высокий удельный вес МРА в общем объеме доступных ресурсов, новые полученные оценки существенно ниже. В рамках подхода со снижением уровня МРА на 25% мы получили объем доступных источников стабилизационного финансирования для Армении в размере от 2.1 млрд до 2.9 млрд долл., для Беларуси от 7.7 млрд до 9.7 млрд долл., для Кыргызстана от 1.7 млрд до 2.2 млрд долл. и для Таджикистана от 1.3 млрд до 1.4 млрд долл. При полностью исключенных резервах получены следующие оценки: для Армении диапазон составляет сумму от 1.4 млрд до 2.2 млрд долл., для Беларуси от 5.3 млрд до 7.3 млрд долл., для Кыргызстана от 1.1 млрд до 1.6 млрд долл. и для Таджикистана от 0.9 млрд до 1 млрд долл.

Текущая конфигурация источников стабилизационного финансирования также несет определенные риски. Поскольку эти страны являются малыми открытыми развивающимися экономиками, для них своп-соглашения имеют низкую предсказуемость и надежность, накопление МРА несет в себе высокие издержки, запрос финансовой поддержки от РФМ и МВФ требует принятия обязательств по выполнению чувствительной матрицы структурных реформ (таблица 8).

Таблица 8. Характеристика доступности источников стабилизационного финансирования для государств – заемщиков ЕФСР

Элемент	Обусловленность	Доступность и факторы, ее определяющие
МРА	Нет	Преимущественно низкий уровень резервов, режим обмена курса и стратегия управления международными резервами
Своп-соглашения	Нет	Своп-соглашения с Китаем преимущественно направлены на обслуживание внешнеторгового оборота, отсутствует ярко выраженная стабилизирующая функция
ЕФСР	Да	Обязательства по выполнению матрицы реформ
МБР	Да	Обязательства по выполнению матрицы реформ, неопределенность лимитов поддержки, как правило, согласование макроэкономических условий с МВФ
МВФ	Да	Квота в МВФ, обязательства по выполнению матрицы реформ
Двусторонняя финансовая поддержка	Нет	Неопределенность в получении, связанная с политической конъюнктурой и приоритетами государства-донора. В отдельных случаях может иметь место обусловленность

Источник: разработка авторов на основе (IMF, 2016).

Оценивая потенциальные суммы стабилизационной поддержки, следует учитывать уровень координации между институтами, охват и предсказуемость источников финансирования, специфику инструментов, а также зависимость уровня поддержки от глубины кризиса и характера шока.

Набор доступных инструментов может быть дополнительно ограничен проводимой в стране макроэкономической политикой и природой негативных внешних шоков. Характер шока также важен, например, своп-соглашения не в полной мере эффективны в финансировании затяжных кризисов.

Также следует принимать во внимание дифференциацию по глубине кризисов. В зависимости от глубины кризиса, с одной стороны, государству может быть доступен больший объем финансирования и набор инструментов. С другой стороны, правительство может пойти на более существенные реформы для получения критически необходимого объема ресурсов. Например, в случае неглубокого кризиса (или угрозы кризиса) государство будет искать возможности безусловной грантовой поддержки или своп-соглашений, тогда как при сильном экономическом шоке будет вынуждено обращаться к институтам, предоставляющим возвратное финансирование в обмен на реформы. Многосторонние и двусторонние доноры, как показывает практика, в случае более глубокого кризиса могут мобилизовать большие объемы финансирования.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В исследовании была проанализирована динамика использования и доступность основных стабилизационных источников в государствах – заемщиках ЕФСР: Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане – в период функционирования Фонда, с 2009 года. Источники финансирования рассматривались в контексте концепции Глобальной системы финансовой безопасности, включающей международные резервы, валютные свопы между центральными банками, Международный валютный фонд и региональные финансовые механизмы.

Авторы включили в охват исследования многосторонние банки развития и двустороннюю финансовую поддержку в качестве значимых участников стабилизационной поддержки. На наш взгляд, хотя они и не являются стабилизационными механизмами в строгом смысле, де-факто они играют такую роль в регионе операций ЕФСР.

В рассматриваемый период времени – 2009–2019 годы – государства использовали весь доступный спектр стабилизационного финансирования. Полученные на основе анализа исторических данных результаты помогли обозначить диапазон объемов возможной финансовой поддержки, расширили представление о синхронизации программ и концентрации источников по получателям. Наконец, исследование еще раз подчеркнуло важность координации доноров для своевременной и эффективной поддержки в ситуации неоднородности их инструментов и требований.

При работе над исследованием авторы столкнулись с определенными сложностями при сборе статистических данных по действующим своп-соглашениям и их использованию. Поскольку данный инструмент становится все более распространенным, полагаем необходимым вынести на серьезный экспертный уровень вопрос повышения доступности данных и необходимости большей прозрачности при заключении и сопровождении своп-соглашений между центральными банками. Это позволит более точно оценивать доступные финансовые ресурсы страны, которые могут быть направлены на противодействие кризисным явлениям.

Дополнительного сравнительного анализа требуют параметры обусловленности различных институтов и рекомендации по мерам политик за рассмотренный период времени. Это позволит лучше оценить возможности координации институтов, а также степень доступности ресурсов для реципиента с учетом «сложности» предлагаемых донорами реформ.

В этом Рабочем документе мы ответили на вопрос об имеющихся источниках и объемах стабилизационного финансирования. Мы предложили выйти за пределы «классического» понимания Глобальной сети финансовой безопасности (резервы, свопы, РФМ и МВФ), предложив учитывать также часть поддержки со стороны МБР и на двусторонней основе (в контексте Евразийского региона это Россия). В следующих работах мы представим частичный ответ на вопрос о достаточности имеющихся ресурсов. Для этого проводятся расчеты по различным стресс-сценариям с целью определения необходимых финансовых ресурсов для поддержания макроэкономической стабильности в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Бокарев А. А., Марков А. Р. (2016) *Укрепление партнерства в интересах устойчивого развития: роль России*. В: Доклад о человеческом развитии в Российской Федерации / Под ред. С. Н. Бобылева и Л. М. Григорьева. М.: Аналитический центр при Правительстве РФ. С. 222–242.

Винокуров Е., Ефимов А., Левенков А. (2019) *Рабочий документ ЕФСР № 1 «Евразийский фонд стабилизации и развития: региональный финансовый механизм и его место в Глобальной сети финансовой безопасности»* ЕФСР: Москва. Режим доступа: https://efsd.eabr.org/upload/iblock/a28/EABR_EFSR_RD_19_1_RU_A4_web.pdf [11 февраля, 2020]

Винокуров Е., Левенков А. (2020) *Глобальная сеть финансовой безопасности: эволюция антикризисной функции в глобальной финансовой архитектуре*. Готовится к публикации

Морозкина А. К. (2019) Страны ЕАЭС в системе содействия международному развитию. *Международные финансы*, 1:88–100.

Рудый, К.В. (2010) Валютный своп как механизм внешнеэкономической стабилизации *Банкаўскі веснік*, 16:14–19.

Рудый, К.В. (2019) Беларусь – Китай: сдвиги в экономическом сотрудничестве. *Белорусский экономический журнал*, 2:38–51.

Aizenman, J., Jinjara, Y., and Park, D. (2011) *International reserves and swap lines: Substitutes or complements?* *International Review of Economics and Finance*, vol. 20, issue 1, 5–18.

Aizenman, J. and Sun, Y. (2009) *The financial crisis and sizable international reserves depletion: From 'fear of floating' to the 'fear of losing international reserves?* NBER Working Paper No. 15308.

African Development Bank (2012) *Bank Group Policy on Program-Based Operations*. Available at: <https://www.afdb.org/en/documents/document/bank-group-policy-on-program-based-operations-pbos-26627> [Accessed March 16, 2020]

Asian Development Bank (2011) *Review of ADB's Policy-Based Lending*. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/institutional-document/32632/files/review-policy-based-lending.pdf> [Accessed January 22, 2020]

Asian Development Bank (2019) *Strengthening Asia's Financial Safety Net*. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/545021/strengthening-asia-financial-safety-net.pdf> [Accessed February 20, 2020]

Denbee E., Jung C. and Paternò F. (2016) *Stitching together the global financial safety net*, Bank of England Financial Stability Paper 36.

Destais, C. (2013) *The international monetary system as a swap nexus*. Think 20 Contribution, p.1–10

Dominguez, et al., (2012) *International Reserves and the Global Financial Crisis*. Kathryn M. E. Dominguez, Yuko Hashimoto, and Takatoshi Ito NBER Working Paper No. 17362 August 2011, Revised July 2012. Available at: <https://www.nber.org/papers/w17362.pdf> [Accessed February 20, 2020]

ECB (2016) *The Layers of the Global Financial Safety Net: Taking Stock*. Economic Bulletin, 5.

Federal Reserve System (2020) *Federal Reserve Announces the Establishment of Temporary U. S. Dollar Liquidity Arrangements with Other Central Banks*. Available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200319b.htm> [Accessed April 12, 2020]

- Fernandez-Arias, E. and Levy-Yeyati, E. (2010). *Global Financial Safety Nets: Where Do We Go from Here?* IDB Working Paper Series, N 231.
- Fritz, B., Muehlich L. (2019) *Regional Financial Arrangements in the Global Financial Safety Net: The Arab Monetary Fund and the Eurasian Fund for Stabilization and Development*. *Development and Change*, 50(1): 96–121.
- G20 (2019) *G20 Osaka Leaders' Declaration*. Available at: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/G20-Osaka-Leaders-Declaration.pdf> [Accessed February 21, 2020]
- G20 (2017). *Principles for effective coordination between the International Monetary Fund and Multilateral Development Banks in case of countries requesting financing while facing macroeconomic vulnerabilities*. Available at: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/G7-G20/g20-principles-for-effective-coordination-between-the-imf-mdbs.pdf?__blob=publicationFile&v=2 [Accessed February 12, 2020]
- Henning, C.R. (2019) *Regime Complexity and the Institutions of Crisis and Development Finance*. *Development and Change*, 50(1): 24–45.
- Horn S., Reinhart C. and Trebesch C. (2019) *China's Overseas Lending*. Kiel working paper, 2019 Available at: https://www.ifw-kiel.de/fileadmin/Dateiverwaltung/IfW-Publications/Christoph_Trebesch/KWP_2132.pdf [Accessed April 12, 2020]
- Inter-American Development Bank (2016) *Contingent Lending Instruments – Corporate Evaluation*. Available at: <https://publications.iadb.org/en/corporate-evaluation-contingent-lending-instruments> [Accessed February 12, 2020]
- Inter-American Development Bank (2001) *Evaluation of the IDB Emergency Lending: 1998–1999* Available at: <https://publications.iadb.org/en/evaluation-idb-emergency-lending-1998-1999> [Accessed February 12, 2020]
- International Monetary Fund (2015) *Catastrophe Containment and Relief Trust*. IMF Factsheet. Available at: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/49/Catastrophe-Containment-and-Relief-Trust> [Accessed May 15, 2020]
- International Monetary Fund (2019) *2018–19 Review of Facilities for Low-Income Countries-Reform Proposals: Review Of The Financing Of The Fund's Concessional Assistance And Debt Relief To Low-Income Member Countries*. IMF Policy Paper No.19/014 Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2019/06/06/2018-19-Review-of-Facilities-for-Low-Income-Countries-Reform-Proposals-Supplementary-46970> [Accessed May 27, 2020]
- International Monetary Fund (2020) *IMF Lending*. IMF Factsheet. Available at: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-Lending> [Accessed May 17, 2020]
- International Monetary Fund (2020) *IMF Support for Low-Income Countries*. IMF Factsheet. Available at: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-Support-for-Low-Income-Countries> [Accessed May 17, 2020]
- International Monetary Fund (2020) *Total IMF Credit Outstanding for all members from 1984–2020*. Available at: <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extcred1.aspx> [Accessed May 17, 2020]
- International Monetary Fund (2020). *Key IMF Financial Statistics*. Key IMF Financial Statistics. Available at: <https://www.imf.org/external/np/tre/activity/glossary/Key%20IMF%20Statistics%20Glossary.pdf> [Accessed May 17, 2020]
- International Monetary Fund (2019). *IMF Conditionality – Fact Sheet*. Available at: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/02/21/28/IMF-Conditionality> [Accessed March 16, 2020]

International Monetary Fund (2018). *2018 Review of Program Design and Conditionality – Staff Report*. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2019/05/20/2018-Review-of-Program-Design-and-Conditionality-46910> [Accessed March 3, 2020]

International Monetary Fund (2013) *Stocktaking the Fund's Engagement with Regional Financing Arrangements*. IMF: Washington D. C.

International Monetary Fund (2018). *Coordination Between the International Monetary Fund and Multilateral Development Banks on Policy-Based Lending: Update on the Implementation of the G20 Principles*. Available at: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/082918.pdf> [Accessed March 6, 2020]

International Monetary Fund (2016) *Adequacy of the Global Financial Safety Net*. IMF Policy Paper. March.

International Monetary Fund (2017) *Collaboration Between Regional Financing Arrangements and the IMF*. Background Paper. IMF Policy Paper. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/31/pp073117-collaboration-between-regional-financing-arrangements-and-the-imf> [Accessed March 6, 2020]

IDD and Associates (2006). *Evaluation of General Budget Support: Synthesis Report*. Available at: <http://www.oecd.org/development/evaluation/dcdndep/37426676.pdf> [Accessed March 16, 2020]

Kring, W., Gallaher K. (2019) *Strengthening the Foundations? Alternative Institutions for Finance and Development*. *Development and Change*, 50(1): 3–23.

McDowell, D (2019) *The (Ineffective) financial statecraft of China's bilateral swap agreements*. *Development and Change* 50(1): pages 122–143, January. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/dech.12474>

Ministry of Foreign Affairs of the Netherlands (2012) *Budget support: Conditional Results*. Available at: https://www.oecd.org/derec/netherlands/IOB_BS.pdf [Accessed February 12, 2020]

Moreno, R. (2010) *Central bank instruments to deal with the effects of the crisis on emerging market economies*. Bank for International Settlements; Working Papers, No. 54.

OECD (2009) *Economic Policy Reforms: Going for Growth 2009*. OECD. Chapter 1. *Structural Reform at a Time of Financial Crisis*. Available at: <http://www.oecd.org/economy/labour/economicpolicyreformsgoingforgrowth2009.htm>

OECD international development statistics <https://stats.oecd.org/qwids/#?x=2&y=6&f=3:51,4:1,1:175,5:3,7:1&q=3:51+4:1+1:175+5:3+7:1+2:1,9,16,92,168+6:2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015,2016,2017,2018> [Accessed February 12, 2020]

RFA Joint Staff (2018) *IMF-RFA Collaboration: Motives, State of Play, and Way Forward. A Joint RFA Staff Proposal* (ESM, AMF, AMRO, EFSD, EC, FLAR). Available at https://efsd.eabr.org/upload/iblock/a01/20181022_IMF_RFAcollaboration_designed.pdf

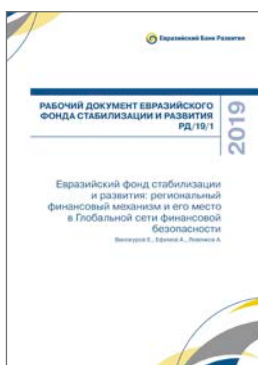
Scheubel, B., Stracca, L. (2016) *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*. European Central Bank Occasional Paper Series #177, September.

Ulatov S., Pisareva N. and Levenkov A. (2019) *Achieving Stabilization and Development Objectives in a Single Agenda*. EFSD Working Paper 19/2. EFSD: Moscow. Available at: <https://efsd.eabr.org/upload/iblock/fde/EFSD-WP2-eng.pdf> [Accessed February 11, 2020]

Vinokurov E., Lavrova N. and Petrenko V. (2020) *Kyrgyz Republic Debt Sustainability and External Shocks*. EFSD Working Paper 20/1. EFSD: Moscow. Available at: [https://efsd.eabr.org/upload/iblock/76d/EFSD-WP-20-1-Debt-Sustainability Kyrgyzstan_290120.pdf](https://efsd.eabr.org/upload/iblock/76d/EFSD-WP-20-1-Debt-Sustainability%20Kyrgyzstan_290120.pdf) [Accessed March 11, 2020]

World Bank (2011) *Public Expenditures Support Facility – Implementation Completion Report*. Available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/844651468259506894/pdf/ICR19520P115190losed0M arch026020120.pdf> [Accessed February 11, 2020]

World Bank (2015) *Program-For-Results: Two-Year Review*. Available at; <http://documents.worldbank.org/curated/en/624411468140040506/pdf/951230BR0R2015020Box385454B00OUO090.pdf> [Accessed February 3, 2020]



ЕФСР РД/19/1 (RU/EN)

Евразийский фонд стабилизации и развития: региональный финансовый механизм и его место в Глобальной сети финансовой безопасности

Целью первого рабочего документа является преодоление разрыва в понимании динамики развития EFSD и его места в Глобальной сети финансовой безопасности (GFSN) и финансовой архитектуры региона.



ЕФСР РД/19/2 (EN)

Достижение целей стабилизации и развития в рамках одного мандата: опыт Евразийского фонда стабилизации и развития

В этом исследовании проанализирован опыт ЕФСР, свидетельствующий о том, что в контексте стран с низким уровнем дохода, мандат РФМ в области стабилизации может быть дополнен задачами по развитию.



ЕФСР РД/20/1 (RU/EN)

Долговая устойчивость Кыргызской Республики и внешние шоки

Данная работа содержит методологический и эмпирический анализ долговой устойчивости Кыргызстана. В работе дана оценка эффекта различных видов шоков на долговую устойчивость страны.



Евразийский Банк Развития

Винокуров Е., Левенков А., Васильев Г.

«Глобальная сеть финансовой безопасности в Евразии: доступность источников стабилизационного финансирования в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане»

Евразийский фонд стабилизации и развития (ЕФСР) в размере 8.513 млрд долл. учрежден 9 июня 2009 года правительствами Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызской Республики, России и Таджикистана. Целями ЕФСР является содействие государствам-участникам в преодолении последствий глобального финансового кризиса, в обеспечении их экономической и финансовой стабильности и поддержке интеграционных процессов в регионе. Государства – участники ЕФСР наделили ЕАБР функциями Управляющего средствами Фонда и подписали с Банком Соглашение об управлении средствами ЕФСР. Детальная информация о ЕФСР доступна по ссылке: <https://efsd.eabr.org/>

Серия рабочих документов ЕФСР является основным форматом публичной аналитики Фонда. Рабочие документы ЕФСР представляют собой аналитические исследования Фонда в области глобальных, региональных и страновых экономических тенденций, экономического моделирования, макроэкономического анализа, отраслевого анализа, мировой финансовой архитектуры и иных вопросов. Публикации ЕФСР доступны по ссылке: <https://efsd.eabr.org/research/>

Контакты

Москва

1-й Зачатьевский переулок, дом 3, стр. 1

Москва, 119034, Российская Федерация

Тел.: +7 (495) 645 04 45

Факс: +7 (495) 645 04 41

Веб: <https://efsd.eabr.org>



Евразийский Банк Развития

www.eabr.org