



НАЦИОНАЛЬНЫЙ  
БАНК  
РЕСПУБЛИКИ  
БЕЛАРУСЬ

# Первородный грех и Республика Беларусь

Управление исследований  
Михаил Демиденко\*

\* Точка зрения спикера может не совпадать с позицией Национального банка Республики Беларусь

Ноябрь 2019

# Первородный грех...

## Кто это придумал? Речь точно об экономике?

### Авторы гипотезы



**Барри  
Эйхенгрин**  
(Barry  
Eichengreen)



**Рикардо  
Хаусман**  
(Ricardo  
Hausmann)

Позднее  
присоединился  
**Уго Панница (Ugo  
Panizza)**

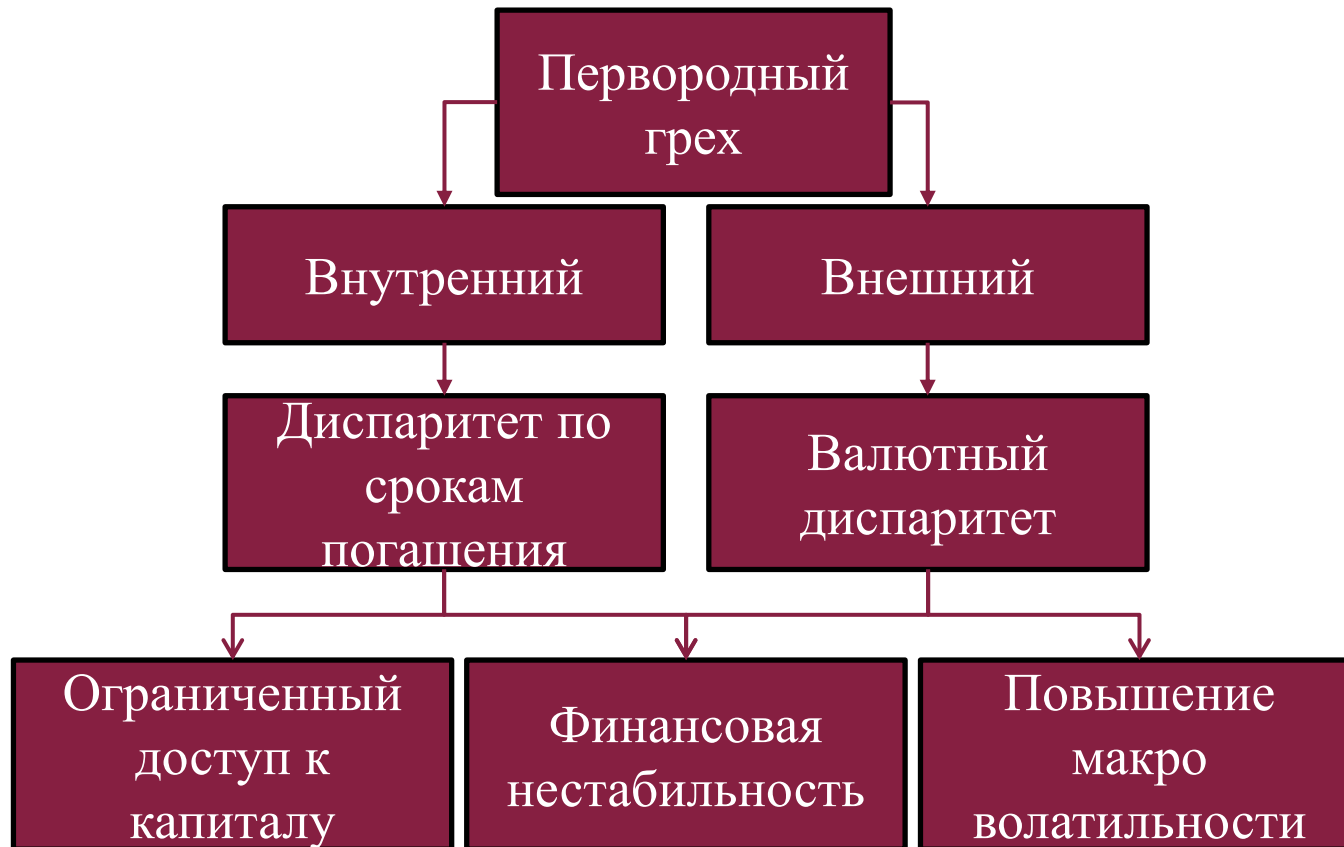


«**Первородный грех**» – неспособность заимствовать за рубежом в национальной валюте, а также неспособность брать долгосрочные займы на внутреннем рынке в национальной валюте с фиксированной ставкой



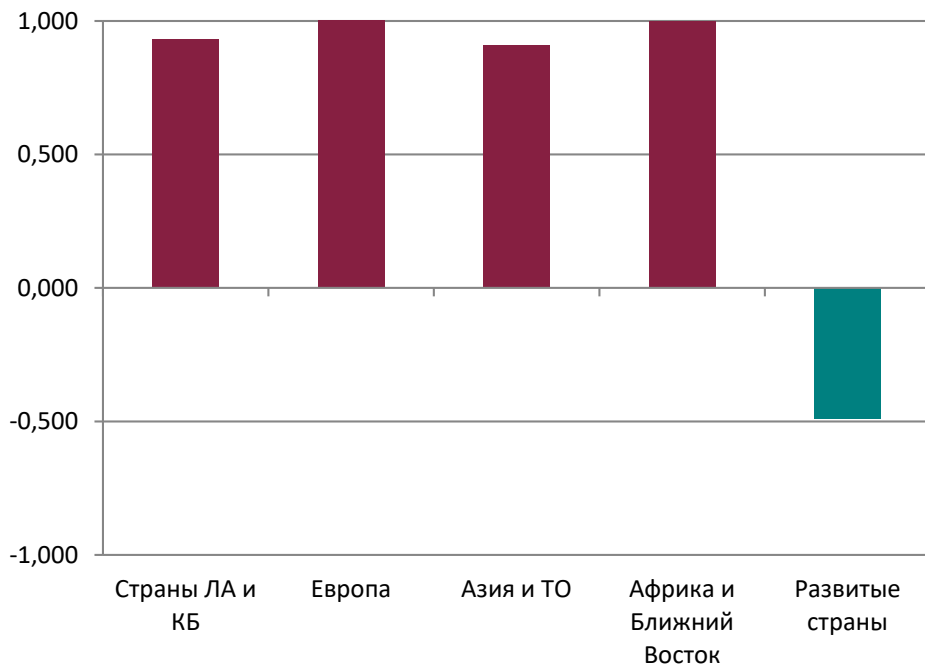
«Страны занимают в чужой валюте с низкими ставками, а потом расхлебывают проблемы, когда собственная валюта падает, а стоимость кредитов растет»

# Первородный грех – это проявление несовершенства финансовых рынков и глобализации



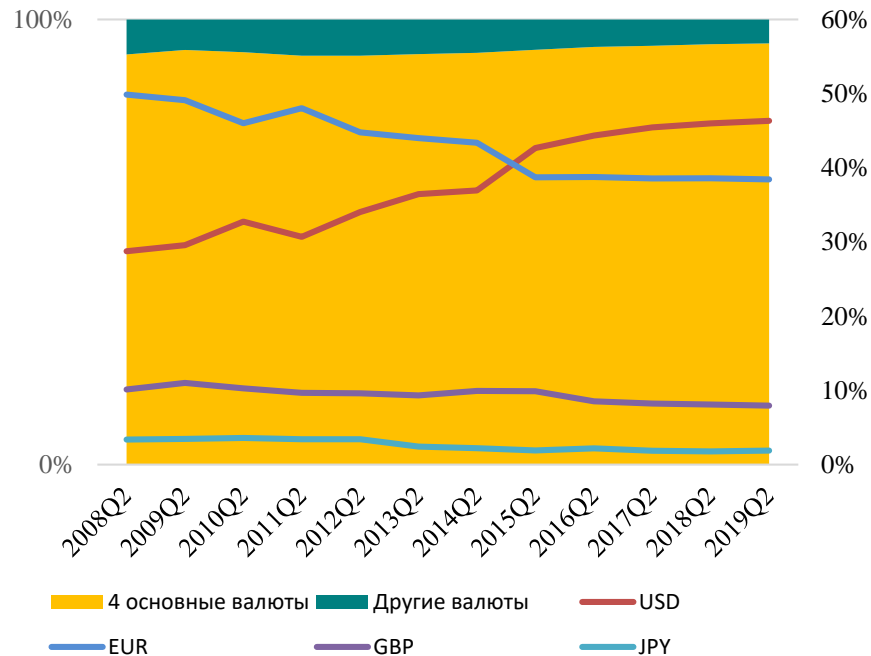
# Первородный грех – проявление глобализации, почти все долговые ЦБ номинированы в 4 основных валютах

## Все развивающиеся страны грешны...



Индекс INDEXB показывает «грешность стран», чем ближе значение к 1 – тем вы грешнее  
источник: BIS

## Т.к. более 90% всех ГО/ГДО в мире номинированы в 4 основных валютах



Валютная структура ГО/ГДО во всем мире (запас)

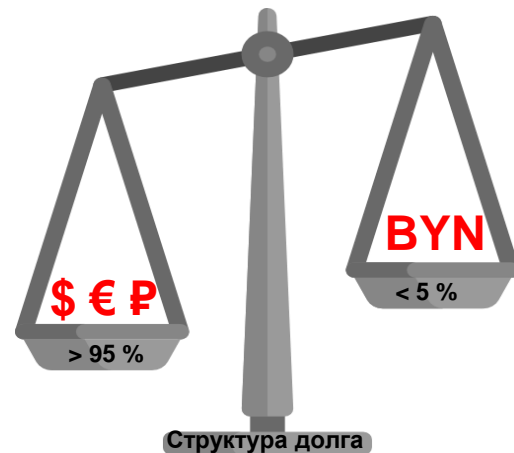
источник: BIS

Беларусь также грешна как и многие другие...

## Тотальное доминирование облигаций номинированных в иностранных валютах

**БОЛЕЕ 95%** валового внешнего долга номинировано в \$ € ₪

**OSIN1 = 0,856** для всех государственных облигаций Республики Беларусь, находящихся в обращении



# Позитивный факт: немногочисленные облигации в белорусских рублях – долгосрочные

Это не ошибка...

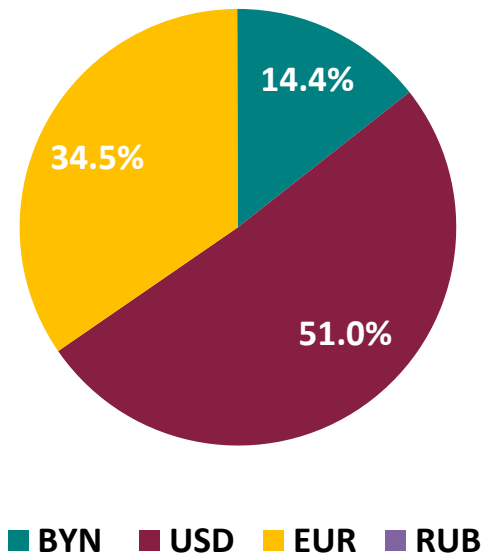
## Весь госдолг РБ долгосрочный



Средний срок обращения облигаций:

- В белорусских рублях составляет 4300 дней
- В иностранной валюте 2800 дней

## Валютная структура ГО / ГДО



- Явное доминирование на внутреннем рынке облигаций, номинированных в иностранной валюте
- Банки являются основными инвесторами в государственные облигации
- Почти все сделки с ГО / ГДО совершаются путем прямой продажи, а не через аукционы БВФБ
- В мире доля суверенного долга в национальной валюте выросла с 50% (2000 год) до примерно 75% (2015 год)

# Иностранные инвесторы играют незначительную роль на рынке облигаций

## Иностранные вложения во внутренние государственные облигации: Страны



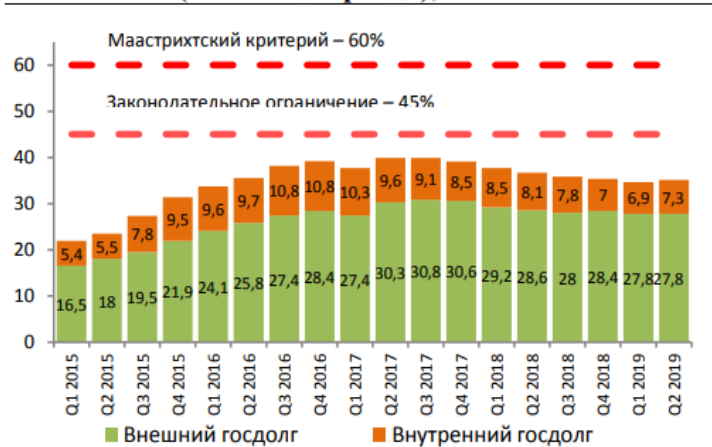
Источники: Deutsche Bank, Haver Analytics; Примечание: последние доступные данные

В целом, 25% всех внутренних гособлигаций на формирующихся рынках в настоящее время принадлежит иностранным инвесторам (532 млрд. долл. США)



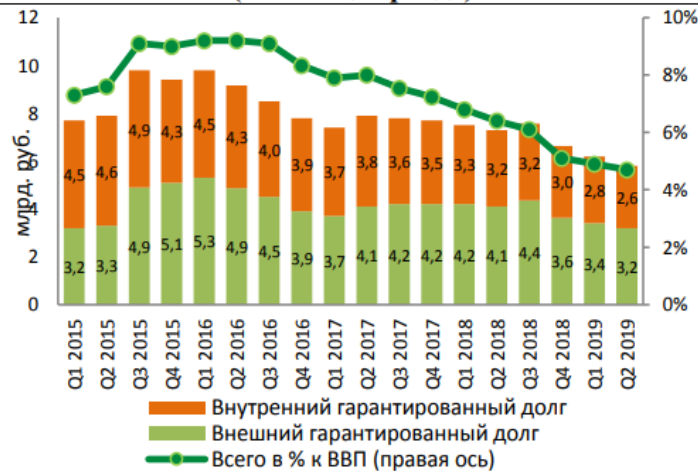
# Рост госдолга удалось стабилизировать... Однако он вырастет в следующем году на

**Государственный долг  
(на конец периода), % ВВП**



Источник: <http://www.minfin.gov.by>

**Гарантированный государственный долг  
(на конец периода)**



Источник: <http://www.minfin.gov.by>

**Текущий госдолг (включая гарантии) 43 млрд. руб. или 34% ВВП**

**На конец 2020 госдолг составит 54,4 млрд. руб. 42% ВВП**

Если начать сокращать госдолг в настоящий момент  
это отрицательно скажется на экономическом росте...

## Время ли платить по долгам?

Сокращение долга потребует бюджетной консолидации, что снизит и без того не высокие темпы экономического роста.

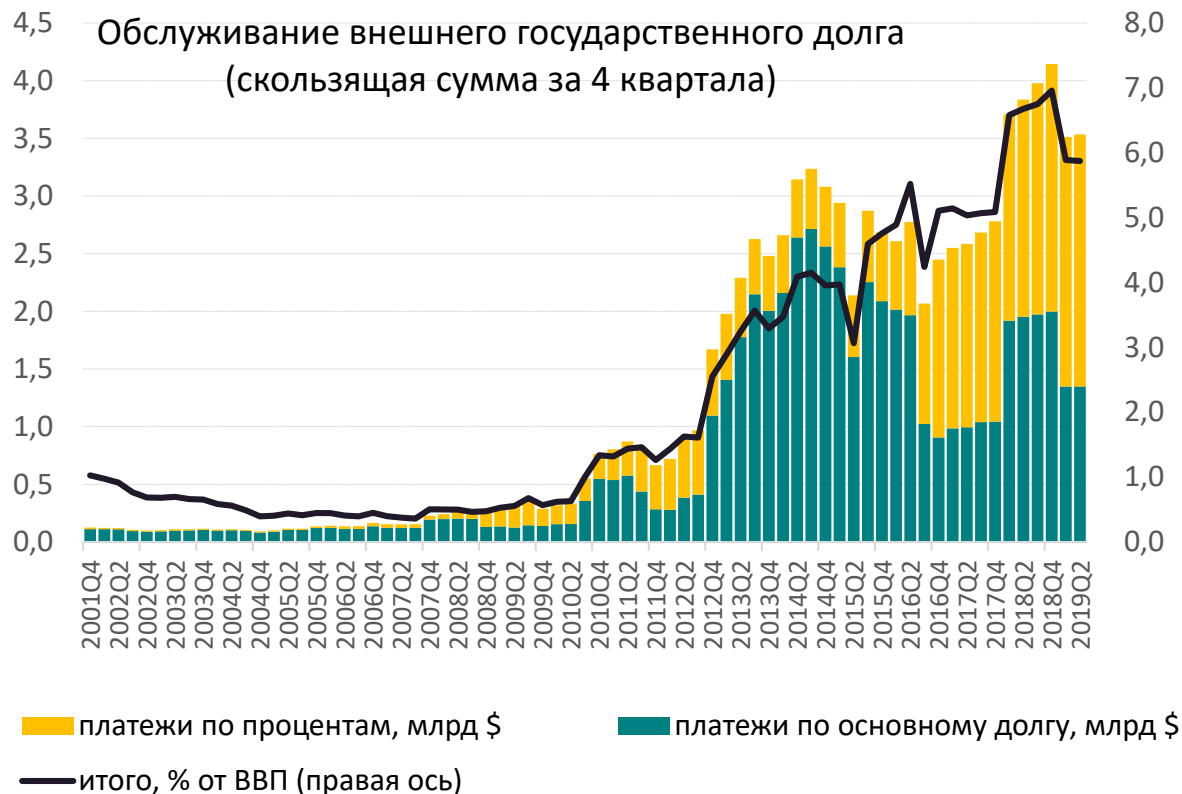
Сокращение темпов экономического роста повысит ли устойчивость госдолга?

Не попадем ли мы в порочную спираль?

Консолидация – снижение роста ВВП – рост госдолга – консолидация – снижение роста ВВП – рост госдолга – консолидация...



# Правильнее смотреть на соотношение обслуживания госдолга к ВВП, а не на госдолг к ВВП



*Бланшар Оливье:  
Госдолг негативно  
влияет на эффект  
богатства, но  
незначительно.*

На погашение  
государственного долга  
в будущем году  
предстоит направить  
почти 6 млрд рублей.  
На обслуживание — еще  
около 2,8 млрд рублей

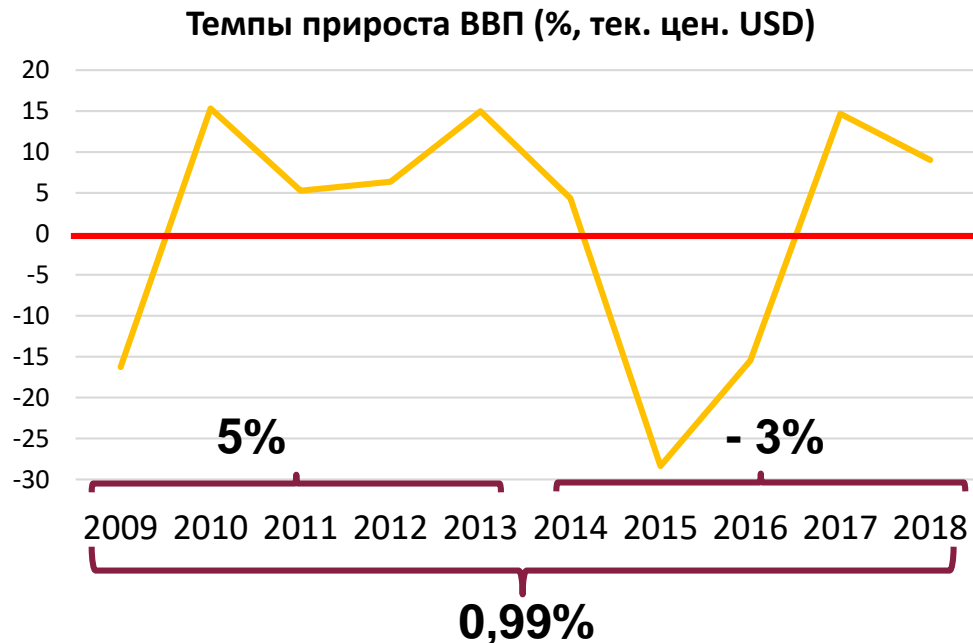
# Макроэкономическая и финансовая стабильность чрезвычайно важна для инвесторов

- Заслуживающая доверия денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика
  - Низкая и стабильная инфляция
  - Устойчивый экономический рост
- Отсутствие внешних/внутренних экономических и финансовых дисбалансов
  - Счет текущих операций и внешний долг устойчивы
  - Бюджетный дефицит и государственный долг под контролем
- Сильные внутренние и внешние буферы (например, адекватный уровень золотовалютных резервов)
- Здоровая финансово-банковская система
- Адекватный страновой рейтинг со стабильным, а лучше позитивным прогнозом

А дешевле ли занимать в валюте?

Номинальный рост ВВП (1+4)% меньше расходов по госдолгу 6%

## Ставки по ГО/ГДО Республики Беларусь в иностранной валюте не самые маленькие... в среднем около 6 %



# А дешевле ли занимать в валюте? Наглядный пример Украины



В 2006 году Министерство финансов привлекло трехлетние заимствования в швейцарских франках

**3,5%** – ставка в швейцарских франках

**9,4%** – ставка в гривне

**36,5%**

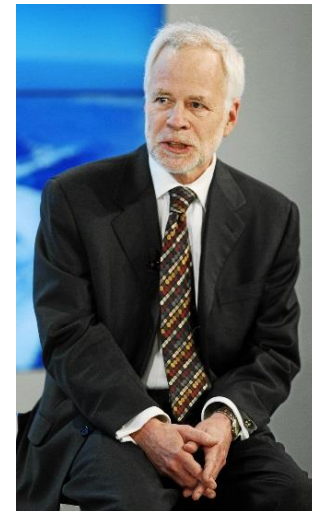
**Реальные выплаты в гривнах по бумагам в франках**

**Причина проста – девальвация**

## Зачем мелочиться?



«Долларизация — отказ от слабой национальной валюты в пользу более сильной международной или межрегиональной валюты — **позволит нейтрализовать валютные риски и риски несовпадения обязательств по срокам**, поскольку долг будет номинирован в той же валюте, что и доходы бюджета»



Барри Эйхенгрин  
Рикардо Хаусман

Как быстро решить проблему «первородного греха»?

МЫ ПОЙДЕМ ДРУГИМ ПУТЕМ!





Для искупления греха нам следует начать заимствовать в национальной валюте, хотя бы на внутреннем рынке

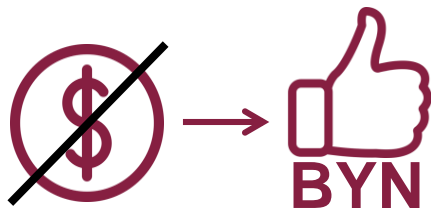
## И в первую очередь мы говорим о государственных заимствованиях!

Это необходимо по нескольким причинам:



1. Для развития внутреннего рынка ценных бумаг и установки целевых долгосрочных ориентиров в национальной валюте

2. Для сокращения риска дефолта и повышения финансовой стабильности



3. Для содействия политики дедолларизации и повышения доверия к национальной валюте

