

УДК 339.727.3.058.2

**ОЦЕНКА ВОЗМОЖНЫХ УГРОЗ
КРАТКОСРОЧНОГО ВНЕШНЕГО ДОЛГА ДЛЯ БЕЛАРУСИ****Г.И. ШИМАНОВИЧ***(Институт экономики НАН Беларуси, Минск)*

Относительно невысокий объем совокупного внешнего долга Беларуси не может вызывать сомнений в платежеспособности страны, но наличие в нем большой доли краткосрочного долга делает актуальным вопрос о возможной угрозе кризиса ликвидности. Эмпирические исследования показали, что риск развития данного кризиса возникает, когда краткосрочный внешний долг превышает международные резервы страны на 30 %. В Беларуси данное превышение на конец 2009 года составило 62,5 %. Однако проведенный в работе анализ показал, что такой объем краткосрочной внешней задолженности не может напрямую представлять угрозу кризиса ликвидности для Беларуси. Основным фактором, предопределяющим объем внешней краткосрочной задолженности, – это объем импорта, что является отражением проблемы высокой импортозависимости экономики. Угрозу для устойчивости финансового сектора данные займы способны представлять только при условии значительных колебаний в объемах внешней торговли в результате внешних шоков. Например, подобная ситуация наблюдалась в конце 2008 года в ходе развития глобального экономического кризиса, но она была легко компенсирована за счет наращивания долгосрочных займов.

Проблема краткосрочного внешнего долга и обусловленного им кризиса ликвидности стала активно обсуждаться лишь после кризисов в Мексике в 1995 году и Юго-Восточной Азии, России и Латинской Америке в 1997 – 1998 годах. Наблюдавшийся в этих странах кризис сопровождался широкомаштабным оттоком капитала, стал неожиданностью, так как их общая платежеспособность не вызывала опасений, а сами страны считались успешными ввиду активного притока прямых и портфельных иностранных инвестиций, банковских займов. Одним лишь ухудшением макроэкономических условий такой отток капитала нельзя было объяснить. Многие исследователи тогда обратили внимание на большую долю краткосрочного долга в этих странах [1 – 3], а механизм кризиса был объяснен с помощью концепции самореализующегося оттока капитала. Данная теоретическая концепция была впервые предложена Дж. Саксом [4]. Она показывала, что в случае, когда заемщики не могут договориться между собой о рефинансировании выданных займов, изъятие капитала всеми кредиторами одновременно является Парето-эффективным. Очевидно, что наибольшую сумму долга, включая проценты, кредиторы могут изъять, если позволят должнику отложить выплаты. Со временем за счет экономического роста страна сможет нарастить свои активы и рассчитаться по долгам. Однако отдельно взятый кредитор, предоставляя отсрочку, сталкивается с опасностью того, что другие кредиторы могут не смягчить свои позиции. Тогда страна-должник будет вынуждена рассчитаться с ними в той мере, в какой сможет, а по остальным долгам объявить себя банкротом. То есть более либеральный кредитор теряет все. Следовательно, наиболее безопасной стратегией будет требовать возврат выданных займов и желательно делать это раньше остальных кредиторов. Такая стратегия неминуемо ведет к быстро нарастающему оттоку капитала из страны в случае появления в ней опасности банкротства.

В подобных моделях также теоретически показывается, что если объем долга, который необходимо рефинансировать, невелик, а ключевые макроэкономические показатели имеют положительную динамику, то вероятность самореализующегося оттока заемного капитала значительно снижается, так как данное решение перестает быть эффективным. Эмпирические работы подтверждают данный тезис. В работе Е. Детрагиаче и А. Спилимберго (E. Detragiache, A. Spilimbergo) показывается, что вероятность кризиса внешнего долга снижается с ростом резервов и увеличивается с возрастающей долей краткосрочного долга [5].

Кризис ликвидности и масштаб последующего оттока капитала может значительно различаться от случая к случаю. Исходя из макроэкономических условий, которые имеются в стране перед началом кризиса, Н. Рубини и Б. Сетсер (N. Roubini, B. Setser) выделяют три типа кризиса ликвидности: 1) страна может оказаться в условиях кризиса ликвидности, связанного с низким уровнем резервов, но при этом не быть обремененной высокой долговой нагрузкой, а макроэкономические дисбалансы легко можно выправить с помощью оперативных мер экономической политики, что моментально вернет доступ к международным кредитным ресурсам; 2) кризис ликвидности может быть вызван существенными макроэкономическими диспропорциями, исправление которых возможно в случае проведения своевременных и адекватных реформ; 3) кризис ликвидности может быть первым проявлением более глобального кризиса неплатежеспособности, разрешение которого невозможно без процедуры банкротства и реструктуризации части долгов [6].

В случае первых двух типов кризисов ликвидности решением может быть покрытие государством (если кризис коснулся только частного сектора) или международными финансовыми организациями выплат по долгам, приходящимся на текущий период. Примерами подобных решений может служить предоставление кредита Мексике в 1995 году, который позволил рассчитаться ей по своим краткосрочным долговым бумагам, номинированным в долларах США, и поддержка, выданная Греции в 2010 году ЕС и МВФ для обеспечения выплат по евробондам. Эта поддержка позволила не допустить разрастания кризиса на банковский сектор в случае Мексики и на всю экономическую систему ЕС в случае Греции. Однако в других странах (Россия, Аргентина, страны Юго-Восточной Азии) данная мера оказалась неэффективной, так как выделенных средств или оказалось слишком мало для покрытия краткосрочных выплат, или необходимые сопутствующие реформы не были осуществлены, или сработал моральный риск, когда в ожидании выкупа проблемных займов многие кредиторы начинали вести себя чрезмерно рискованно.

Альтернативным решением может быть замораживание платежей по долгам, хотя оно и сопряжено с большим риском начала паники среди всех групп кредиторов, включая вкладчиков банков. Еще одним решением является частичная реструктуризация долга в форме согласованной отсрочки платежей. Ее применение возможно, когда число кредиторов невелико и они однородны по своей природе, что позволяет с ними договориться. Такой метод был применен в Южной Корее в 1998 году, где проблемные внешние долговые обязательства банков находились в руках международных банковских групп. Успешные переговоры по отсрочке выплат по данным долговым обязательствам повысили уверенность инвесторов и в других секторах экономики Кореи.

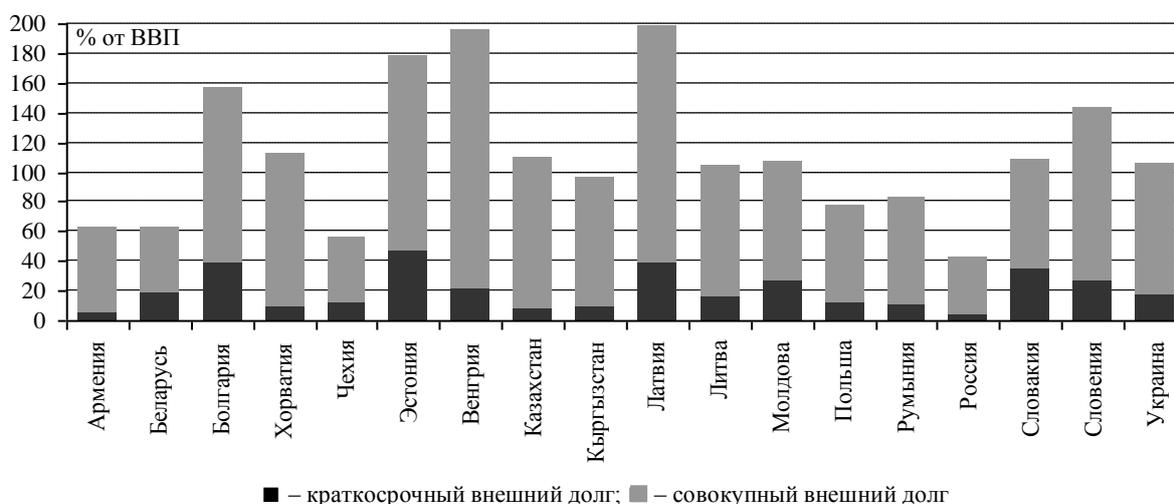
Помимо анализа сценариев разрешения кризиса ликвидности важной задачей для экономической науки является предсказание его наступления. В эмпирических работах в качестве индикатора растущего риска данного кризиса используется соотношение краткосрочного внешнего долга и резервов. Например, П. Манассе, Н. Рубини и А. Шиммельфенниг (P. Manasse, N. Roubini, A. Schimmlerpfennig) приходят к выводу, что риск наступления кризиса ликвидности значительно повышается, если соотношение краткосрочного внешнего долга к международным резервам превышает 130 % [7]. Однако для начала кризиса обычно необходимы дополнительные условия в виде политической нестабильности, наличия режима фиксированного обменного курса, ужесточения кредитной политики на международных финансовых рынках. В целом страны с взвешенной макроэкономической политикой легко справляются с данным уровнем краткосрочного долга. Проблемы же возникают у стран, где наблюдается популистская или необдуманная экономическая политика, в особенности в условиях внешнего шока, который обнажает дисбалансы в экономике, не столь очевидные ранее.

Если рассматривать структуру внешнего долга Беларуси относительно сроков заимствования, то внимание на себя обращает большая доля краткосрочного долга. На конец 2009 года на него приходилось 41,5 % от совокупного внешнего долга. В предыдущие годы этот показатель был значительно выше, вплоть до 71 % в 2004 году, но долгосрочное государственное заимствование, а также открытие доступа для банков к долгосрочным займам на международном рынке значительно сократило этот показатель. Тем не менее в сравнении с другими странами ЦВЕ и СНГ доля краткосрочного внешнего долга в Беларуси остается одной из самых высоких. Большая доля краткосрочной задолженности наблюдается только в Словакии (46,0 % на конец 2009 г.). Однако в Словакии основная ее часть приходится на органы денежно-кредитного регулирования в форме таких инструментов, как «валюта и депозиты». Очевидно, их рост в 2009 году связан с механизмом перехода страны на евро. Также сравнимая с Беларусью доля краткосрочного внешнего долга в структуре совокупного долга по срокам заимствования наблюдается в Эстонии. В ней краткосрочные займы также в основном носят форму инструмента «валюта и депозиты», но, в отличие от Словакии, они приходятся на частный банковский сектор, а не на органы денежно-кредитного регулирования. В Эстонии банковский сектор практически полностью принадлежит крупным северо-европейским банковским группам, и они проводят активную кредитную политику на рынке Эстонии, используя средства из головных банков. При этом накопившаяся задолженность банков, в том числе краткосрочная, является высокой с точки зрения экономики Эстонии, но малозначительной со стороны головных офисов банков, что дает определенные гарантии ее устойчивости.

В Беларуси основная часть краткосрочного внешнего долга приходится на совершенно другие инструменты – кредиты и займы (21,7 % от краткосрочного долга) и торговые кредиты (63,9 %). Торговые кредиты в целом формируют 25,8 % совокупного долга Беларуси, что значительно выше, чем в других странах региона. Согласно данным из совместной квартальной базы по внешнему долгу Всемирного банка и МВФ средняя доля данного инструмента среди 18 стран региона (рисунок), по которым есть данные за 2009 год, составила 6,3 %. Наиболее близкий к Беларуси данный показатель у Молдовы – 15,5 % от совокупного внешнего долга. Единственный сектор, который активно пользуется торговыми кредитами, – это «другие сектора», т.е. предприятия и другие юридические лица, отличные от банков.

Краткосрочные кредиты и займы также широко используются другими секторами и особенно банками. Вплоть до 2005 года белорусские банки могли привлекать только краткосрочные займы. Но в по-

следующие годы с кредитным бумом на мировых рынках доля долгосрочных кредитов во внешней задолженности банков начала быстро расти и достигла 42,3 %. На этом уровне она держалась до начала глобального экономического кризиса. Произошедшее сокращение возможностей по рефинансированию краткосрочной задолженности привело к ее сокращению и, соответственно, росту доли долгосрочных банковских займов до 52,8 % на конец 2009 года. Однако большая доля краткосрочного долга в структуре совокупного внешнего долга в случае Беларуси не является чрезмерно опасной по причине общего низкого уровня задолженности. На конец 2009 года совокупный внешний долг Беларуси составил 45,0 % от ВВП, или 22,0 млрд. долл. США. Это значительно ниже среднего уровня для стран региона: по 18 странам среднее значение совокупного внешнего долга за 2009 год составило 91,6 %. Более низкая суммарная валовая задолженность, чем в Беларуси, наблюдается только в Чехии (44,4 % от ВВП) и России (38,4 % от ВВП). Это притом, что за последний год Беларусь нарастила внешний долг на 6,9 млрд. долл. США. С учетом того, что рост ВВП за 2009 год составил всего 0,2 % г/г, а средневзвешенный курс белорусского рубля относительно доллара США упал на 30,5 % г/г, это вызвало увеличение совокупного внешнего долга в % от ВВП на 20,1 процентного пункта, т.е. практически вдвое.



Внешний долг в странах ЦВЕ и СНГ

Источник: Международный валютный фонд, Всемирный банк.

Сочетание большого удельного веса краткосрочного долга при низком уровне общей задолженности формирует умеренный уровень краткосрочной внешней задолженности, оцениваемой в % от ВВП. В среднем по региону данный показатель держится в районе 20 % от ВВП. В Беларуси он составляет на конец 2009 года 18,7 %. Это сопоставимо с показателями Литвы (16,0 % от ВВП), Украины (16,9 %) и Венгрии (22,1 %). Самая высокая относительная краткосрочная задолженность в Эстонии (47,4 % от ВВП), Латвии (39,3 %) и Болгарии (39,4 %).

Традиционный показатель, применяемый для оценки устойчивости краткосрочного внешнего долга, его соотношение с уровнем международных резервов показывают, что долги превышают резервы Беларуси на 62,5 %, что значительно выше критических 30 %, предложенных Рубини и др. Однако следует учесть традиционно низкий уровень резервов в Беларуси из-за дефицита текущего счета, что не позволяет делать выводы об угрозе кризиса ликвидности исходя из динамики одного этого показателя. Для оценки того, представляет ли какую-нибудь угрозу краткосрочный внешний долг Беларуси, следует провести более подробный анализ его природы, факторов, определяющих его рост или снижение. Это позволит определить, способно ли дальнейшее наращивание краткосрочной задолженности привести к проблеме ликвидности для Беларуси. Как отмечалось выше, основным источником краткосрочного внешнего долга выступают другие сектора и банки. На данных секторах и будет сконцентрирован дальнейший анализ.

Основную часть краткосрочного внешнего долга других секторов представляют собой торговые кредиты, следовательно, основным каналом влияния на их объем должно быть изменение в объемах внешней торговли. С помощью современных методов эконометрического анализа можно оценить особенности этой взаимосвязи: направление влияния, кратко- и долгосрочную связь, наличие инерции и др.

Для анализа были взяты ряды импорта товаров и услуг и объема краткосрочной задолженности других секторов по кварталам с 4 квартала 1996 года по 4 квартал 2009 года, оцененные в долларах США. Динамические свойства данных рядов показывают, что переменные являются интегрированными в степени $I(1)$, так как они стационарны в первых разностях (ADF -статистика равна $-7,9$ и $-9,1$ для долга и импорта со-

ответственно при критическом значении $-3,5$ на 5% уровне значимости), но не стационарны в уровнях (ADF -статистика $-2,2$ и $-2,9$). Такое поведение переменных говорит о том, что между ними возможна долгосрочная связь. Однако проведенный тест Йохансена (см. методологию в [8, 9]) показал, что коинтеграционный вектор не наблюдается ни в одной из возможных спецификаций, что ограничивает наше исследование анализом краткосрочной связи. Ее изначальная спецификация включала константу, тренд, прирост импорта в текущем квартале и в трех предыдущих кварталах, а также изменение краткосрочной задолженности других секторов на протяжении трех предыдущих кварталов. Расчеты проводились методом наименьших квадратов с последовательным усечением незначимых переменных с помощью эконометрического пакета PcGets. Кроме того, при расчетах учитывалась возможность существования выбросов, которые определялись автоматически. Результаты представлены в таблице 1.

Таблица 1

Параметры краткосрочной связи краткосрочного внешнего долга других секторов и импорта

Переменная	Коэффициент	Стандартное отклонение	t -статистика	t -вероятность
c_0	0,033	0,011	3,002	0,004
ΔIMP_t	0,364	0,100	3,644	0,000
$D2001:4$	0,480	0,076	6,330	0,000
Тест	Значение	Вероятность		
Chow(2003:1)	0,598	0,889		
Chow(2008:1)	0,802	0,531		
Normality test	3,362	0,186		
AR 1 – 4 test	1,207	0,322		
ARCH 1 – 4 test	0,407	0,802		
hetero test	0,475	0,701		

Примечание. Объясняемая переменная – прирост краткосрочного внешнего долга других секторов ($\Delta STDO_t$); c_0 – константа; ΔIMP_t – прирост импорта в текущем квартале; $D2001:4$ – фиктивная переменная для выброса краткосрочного внешнего долга других секторов в 4 квартале 2001 года; AR – тест на наличие автокорреляции 1 – 4 порядка; ARCH – тест на наличие ARCH-эффекта; normality test – тест на нормальность распределения остатков; hetero test – тест на наличие гетероскедастичности; Chow(2003:1); Chow(2008:1) – тесты на наличие структурного сдвига на 1 квартал 2003 и 2008 годов; H_0 для всех тестов – отсутствие аномалий остатков.

Расчеты показывают, что изменение объема импорта статистически значимо влияет на изменение объемов краткосрочного долга других секторов, а коэффициент при импорте имеет ожидаемый положительный знак. Его значение в $0,36$ означает, что увеличение объема импорта на 1% ведет к росту краткосрочной внешней задолженности других секторов на $0,36\%$. Изменения же в объеме импорта в предыдущих периодах не оказывают статистически значимого влияния. Таким образом, только изменение импорта за последние три месяца сказывается на объемах внешней задолженности. Незначимыми оказались и приросты краткосрочного внешнего долга других секторов в предыдущих периодах, свидетельствуя об отсутствии инерции в динамике рассматриваемого показателя.

Константа оказалась статистически значимой и ее значение в $0,035$ свидетельствует о том, что краткосрочный внешний долг, согласно данной спецификации, будет незначительно увеличиваться даже при неизменном объеме импорта. Возможно, константа исчезла бы при увеличении числа объясняющих факторов. Однако включение в регрессию дополнительных переменных достаточно проблематично ввиду ограниченности данных, и это не является целью данного исследования. Расчеты выявили наличие выброса в динамике краткосрочного внешнего долга других секторов, который приходится на 4 квартал 2001 года.

Полученная зависимость согласно тестам хорошо специфицирована и имеет вид:

$$\Delta STDO_t = 0,035 + 0,478 D_{2001:4} + 0,362 \Delta IMP_t + \varepsilon_t. \quad (1)$$

(0,011) (0,079) (0,104)

Эконометрический анализ показал, что между краткосрочной задолженностью других секторов и объемом импорта существует прямая зависимость. Она была вполне ожидаема, учитывая, что значительную часть задолженности других секторов составляют торговые кредиты. Большой интерес представляют выводы относительно характера этой зависимости. Так, не существует долгосрочной связи между долгом и объемом импорта, т.е. не наблюдается устойчивой траектории их совместного развития, тот или иной объем импорта не предполагает какую-то ожидаемую величину задолженности, к которой она со временем должна стремиться. Связь между импортом и задолженностью других секторов исключительно краткосрочная: увеличение (или уменьшение) импорта приводит к соответствующему увеличению (или уменьшению) задолженности в пределах одного квартала. На последующие кварталы данное влияние не

распространяется. Последний вывод означает, что срок погашения краткосрочной задолженности других секторов в среднем не превышает трех месяцев. В противном случае увеличение импорта неизбежно приводило бы к росту задолженности в последующих кварталах даже при неизменном в дальнейшем объеме импорта.

Второй по значимости источник краткосрочных займов – это банковский сектор. Ключевым фактором роста краткосрочного долга банков также предположительно является рост импорта. Необходимость модернизации производств, наращивания инвестиций, создает растущий спрос на инвестиционные товары со стороны белорусских предприятий. В условиях ограниченности собственных средств предприятия прибегают к кредитованию импортных операций. В случае дорогостоящего оборудования, на пример для нефтеперерабатывающего завода, отечественные банки не всегда способны предоставить необходимые ресурсы в достаточном объеме и берут связанные кредиты у иностранных партнеров.

Анализ проводился по данным за тот же период, что и в случае с задолженностью других секторов. Только изучаемыми переменными были объем импорта и объем краткосрочной внешней задолженности банков. Данные ряды также оказались интегрированы в степени $I(1)$, но в отличие от предыдущего случая тест Йохансена показал наличие коинтеграционного вектора между переменными (статистика следа $\lambda_{trace} = 19,9$ [$p = 0,009$]), что отражает долгосрочную связь между краткосрочным долгом банков и объемом импорта. Спецификация для коинтеграционного анализа была выбрана с константой, включенной в коинтеграционное пространство и векторную авторегрессию, и с учетом трех лагов. Другие 4 возможные спецификации либо не описывали наблюдающийся в реальности процесс (предполагают квадратичный тренд или полное его отсутствие), либо отвергались с помощью тестов на статистическую значимость отдельных элементов спецификаций. Параметры коинтеграционного вектора приведены в таблице 2.

Таблица 2

Параметры коинтеграционного вектора

Параметры	<i>Bank_SD</i>	<i>IMP</i>
Коэффициенты долгосрочной связи β	1,000	-1,616
Коэффициенты обратной связи α	-0,396	0,228
<i>Тесты на значимость:</i>		
- значимость β коэффициентов	18,882 [0,000]**	19,744 [0,000]**
- значимость коэффициентов обратной связи α (тест на слабую экзогенность)	8,555 [0,003]**	3,8877 [0,049]*

Примечание. *Bank_SD* – краткосрочный внешний долг банков; *IMP* – объем импорта. В квадратных скобках приведены уровни значимости тестов (p -значения). Расчеты осуществлены с помощью PcGive.

Таким образом, в зависимости между объемом краткосрочного внешнего долга банков и объемом импорта существует долгосрочная связь. Отрицательный и статистически значимый коэффициент долгосрочной связи β при объеме импорта говорит о том, что его рост сопровождается увеличением краткосрочного внешнего долга банковского сектора. Тесты на значимость коэффициентов обратной связи показывают, что они значимы на 5 %-ном уровне (а для внешнего долга банков – на 1 %-ном уровне), что говорит об эндогенности переменных. Знаки при коэффициентах обратной связи говорят, что корректировка в случае превышения краткосрочного внешнего долга над равновесным уровнем происходит за счет снижения задолженности и увеличения объемов импорта. Период восстановления равновесия составляет $1/0,396 = 2,5$ квартала. Механизм восстановления равновесия можно записать как

$$ECM_t = Bank_SD_t - 1,616IMP_t. \tag{2}$$

Данный механизм необходимо учитывать при оценке краткосрочной связи между переменными. При этом оценку необходимо проводить совместно для краткосрочного внешнего долга и импорта, так как анализ показал, что данные переменные эндогенные. Это предполагает построение системы двух одновременных уравнений для прироста краткосрочного внешнего долга банковского сектора и прироста импорта с учетом механизма корректировки равновесия. Исходная спецификация уравнений помимо механизма корректировки равновесия включала константу и приросты импорта и краткосрочного внешнего долга банков с лагом от 1 до 2 кварталов¹. Согласно методологии Йохансена текущие изменения в правую часть уравнений не включаются. Многие переменные в исходной системе оказались статистически незначимыми, так что уравнения необходимо было редуцировать. Усечение проводилось поэтапно, начиная с наименее значимых переменных. Конечная спецификация представлена в таблице 3. Оценки бы-

¹ Максимальный размер лага определяется числом лагов, которые учитывались при расчете коинтеграционного вектора. Так как коинтеграционный анализ проводился на 3 лагах, в приростах, выражающих краткосрочную взаимосвязь, лагов должно быть на один меньше, т.е. 2.

ли получены методом максимального правдоподобия с полной информацией (FIML) с помощью программы PcGive. Тест отношения правдоподобия (LR) на сверхидентифицирующие ограничения не отвергает правомочность проведенного усечения. Тесты на качество полученных оценок говорят, что уравнение зависимости краткосрочного внешнего долга банковского сектора является хорошо специфицированным без автокорреляции остатков, ARCH-эффектов и гетероскедастичности, сохраняет нормальность распределения остатков. Уравнению импорта характерно отсутствие нормального распределения остатков и возможна автокорреляция, однако данное уравнение нас не интересует, а общее качество системы оно практически не ухудшает.

Таблица 3

Параметры усеченной векторной авторегрессии (краткосрочной связи)

Параметры	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика (гетероскедастически состоятельная)	t-вероятность (p-значение)
$\Delta Bank_SD$				
$\Delta Bank_SD_{t-1}$	0,265	0,125	2,180	0,035
ΔIMP_{t-2}	-0,352	0,158	-2,940	0,005
ECM_{t-1}	-0,253	0,104	-2,200	0,034
константа	-1,780	0,754	2,160	0,037
ΔIMP				
ECM_{t-1}	0,239	0,090	2,730	0,009
константа	1,747	0,647	2,810	0,008
LR тест ограничений сверхиндексации: $\chi^2(6) = 6,5660 [0,3629]$.				

Примечание. В квадратных скобках приведен уровень значимости теста правомерности наложенных ограничений (p-значение).

Конечная краткосрочная зависимость имеет вид:

$$\Delta Bank_SD_t = 0,265\Delta Bank_SD_{t-1} - 0,352\Delta IMP_{t-2} - 0,253ECM_{t-1} - 1,780. \quad (3)$$

Если расшифровать механизм корректировки равновесия, то она трансформируется в следующий вид:

$$\Delta Bank_SD_t = 0,265\Delta Bank_SD_{t-1} - 0,352\Delta IMP_{t-2} - 0,253(Bank_SD_{t-1} - 1,616IMP_{t-1}) - 1,780. \quad (4)$$

Это свидетельствует о том, что статистически значимое влияние на изменение объема краткосрочного внешнего долга банковского сектора оказывают прирост долга в предыдущем периоде, изменение импорта с лагом в 2 квартала, механизм корректировки равновесия и константа. Значимость коэффициента при механизме корректировки подтверждает адекватность выбранной модели. Его значение несколько отличается от исходного в коинтеграционном пространстве ввиду проведенных усечений незначущих переменных. Важно то, что это отклонение не столь велико, и оно не повлекло изменение знака при механизме. Отрицательный коэффициент означает, что превышение уровня краткосрочного внешнего долга банков над равновесным уровнем приведет к замедлению темпов роста долга.

Константа означает, что на протяжении рассматриваемого периода темп роста объемов краткосрочного долга банковского сектора при неизменных условиях замедлялся на 1,78 ежеквартально. Значимость коэффициента при темпе роста долга в предыдущем периоде и его положительный знак говорят о том, что данная переменная сохраняет на протяжении квартала динамику своего развития. Наиболее интересным является коэффициент при изменении импорта с лагом в 2 периода. Его отрицательное значение свидетельствует о том, что увеличение импорта в текущем периоде приводит к замедлению через полгода темпов наращивания краткосрочного внешнего долга. Это можно интерпретировать следующим образом. Рост импорта предполагает увеличение краткосрочного внешнего долга банков (согласно полученному коинтеграционному вектору), однако возможности банков по наращиванию данной задолженности являются ограниченными, и после ее увеличения следует период некоторой стабилизации, связанный с выравниванием структуры активов и пассивов банков. Соответственно в краткосрочной связи увеличение импорта в предыдущих периодах может негативно сказываться на объемах краткосрочного внешнего долга банков.

Главным выводом из проведенного анализа является то, что существенная доля краткосрочного долга в структуре совокупного внешнего долга представляет собой отражение высокой степени открытости экономики и ее объективной зависимости от импорта. В таких условиях краткосрочный долг, несмотря на превышение порогового уровня в 130 % от международных резервов, не должен отождеств-

ляться с угрозой кризиса ликвидности для Беларуси, к тому же торговые кредиты, основной элемент краткосрочной внешней задолженности, подразумевают нулевую процентную ставку. Тем не менее данный долг может породить существенные проблемы в случае резкой остановки импорта, которая наблюдалась, к примеру, в конце 2008 года. Короткий срок выплаты торговых кредитов, не превышающий квартал, привел к тому, что в 4 квартале 2008 года объем погашенной задолженности значительно превысил объем вновь привлеченных торговых кредитов. Это создало чистый отток капитала из страны в размере 681,3 млн. долларов США, что обусловило дополнительное давление на международные резервы Беларуси. В первом же полугодии 2009 года ситуация выровнялась, и снова наблюдалась тенденция роста задолженности других секторов вслед за стабилизацией объемов импорта.

Краткосрочный внешний долг банков имел такую же динамику. Во второй половине 2008 года наблюдался отток средств на сумму 627 млн. долларов США, но начиная с середины 2009 года банки возобновили привлечение краткосрочных займов. Эти колебания, не столь значительные в абсолютных значениях, создали существенное давление на международные резервы, которое удалось компенсировать с помощью наращивания долгосрочного государственного долга. Устойчивость последнего не вызывает сомнений ввиду изначальной низкой задолженности государства и широких возможностей по привлечению средств для его обслуживания посредством приватизации.

ЛИТЕРАТУРА

1. Tornell, A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995 / A. Tornell, A. Velasco // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1996. – № 1. – P. 147 – 215.
2. Radelet, S. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects / S. Radelet, J. Sachs // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1998. – № 1. – P. 1 – 90.
3. Chang, R. The Asian Liquidity Crisis / R. Chang, A. Velasco // *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper*. – 1998. – № 98-11. – P. 28.
4. Sachs, J. Theoretical Issues in International Borrowing / J. Sachs // *Princeton Essays in International Finance*. – 1984. – № 54. – P. 33.
5. Detragiache, E. Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation / E. Detragiache, A. Spilimbergo // *IMF Working paper Series*. – 2001. – № 2. – P. 30.
6. Roubini, N. Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies / N. Roubini, B. Setser. – *Institute for International Economics*, 2005. – 348 p.
7. Manasse, P. Predicting Sovereign Debt Crises / P. Manasse, N. Roubini, A. Schimmpfennig // *IMF Working paper Series*. – 2003. – № 221. – P. 41.
8. Hendry, D. Explaining Cointegration Analysis: Part I / D. Hendry, K. Juselius // *The Energy Journal*. – 2001. – Vol. 21, № 1. – P. 70 – 115.
9. Hendry, D. Explaining Cointegration Analysis: Part II / D. Hendry, K. Juselius // *The Energy Journal*. – 2001. – Vol. 22, № 1. – P. 75 – 120.

Поступила 11.06.2010

POSSIBLE RISKS OF THE SHORT-TERM EXTERNAL DEBT FOR BELARUS

G. SHYMANOVICH

The level of Belarus gross external debt is relatively low and it does not cast doubts over the solvency of the country. However, a high share of the short term debt in it may induce risk of the liquidity crisis. Empirical studies show that this risk becomes substantial after the level of short-term debt exceeds 130 % of the international reserves of the country. In case of Belarus the short-term external debt was equal to 162.5 % of the reserves at the end of 2009. More thorough research of the factors, determining the volume of Belarus short-term external debt, revealed that the risk of liquidity crisis is not actually that high. The sustainability of the financial sector of Belarus is at stake only if there is a high volatility in the volume of import due to external shock, as import is the main factor determining the volume of the short-term debt. For example, such volatility took place in the end of 2008, but its consequences were effectively sidelined by the increased public long-term borrowing.