

«Первородный грех» госсектора: о рисках больших долгов в валюте¹

Михаил ДЕМИДЕНКО



Национальный банк Республики Беларусь, заместитель начальника Управления исследований, кандидат экономических наук, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: M.Demidenko@nbrb.by

Владислав РОМАНЮК



Национальный банк Республики Беларусь, специалист Управления исследований, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: V.Romanyuk@nbrb.by

УДК 336.27

Ключевые слова:
государственный долг; «первородный грех»;
валютная структура долга; валютные несовпадения.

Вопросы долга и его обслуживания весьма актуальны для Республики Беларусь. В период с 2010 г. по 2020 г. отношение государственного долга и долга, гарантированного Правительством, к ВВП выросло с 22,3% до 37,5%. Данное значение еще не превышает установленный Министерством финансов порог в 45%, однако, по методологии МВФ, на конец 2017 г. величина долга сектора государственного управления и гарантированного государством долга составила 53,4% ВВП. Безусловно, некоторый уровень госдолга представляется обычным явлением, когда речь идет о развивающихся странах, но рискованность текущей ситуации может быть несколько преуменьшена. Однако сам по себе уровень долга не представляется проблемой, пока экономические, социальные и политические выгоды превышают издержки по принятию и обслуживанию обязательств.

Тем не менее, если заглянуть глубже – в структуру долга, то мы обнаружим характерную для всех развивающихся стран особенность: высокий уровень валютизации государственного долга, который может служить катализатором кризисных явлений при возникновении внешних или внутренних экономических потрясений.

Долг и «первородный грех»

В конце прошлого века во время Азиатского кризиса 1997–1998 гг. многие экономисты обратили внимание на структуру долгов и их быстрый

рост в развивающихся странах. В то время существовало несколько предположений относительно причин возникновения этого кризиса. Одни утверждали [1; 2; 10], что он был следствием *морального риска* – инвесторы не сталкивались с полными рисками ввиду гарантий правительства и готовности международных организаций оказать поддержку, что приводило к чрезмерному накоплению долга. В то же время Барри Эйхенгрин и Рикардо Хаусманн выдвинули гипотезу «первородного греха», которая подчеркивала неполноту финансовых рынков как причину, по которой национальная валюта не используется для заимствований [4], что способствует возникновению кризисов, подобных Азиатскому.

Само употребление словосочетания «первородный грех» в экономической гипотезе есть прямая отсылка к богословскому термину. Наличие «греха» в экономике не означает, что в конкретный момент времени существуют проблемы, например с устойчивостью долга, однако они проявятся при неблагоприятном стечении обстоятельств. Более того, страна может столкнуться не просто с повышением неустойчивости долга, но и с целым рядом других проблем: отток капитала, валютный кризис, инфляция и др.

В первоначальном определении под «первородным грехом» подразумевалась невозможность использования национальной валюты для заимствований за рубежом, а также для осуществления долгосрочных внутренних заимствований. При наличии «греха»

¹ Авторы выражают благодарность Гарбузу Андрею Михайловичу за ценные замечания и оказание консультации при проведении данного исследования.

для большинства взятых страной обязательств будет характерно несовпадение валюты активов и обязательств (currency mismatch) или несовпадение сроков погашения (maturity mismatch), когда для финансирования долгосрочных проектов используются краткосрочные инструменты [4].

В последующем «первородный грех» был разделен на две категории: *внешний* и *внутренний*, где *внешний* – неспособность занимать в национальной валюте за рубежом, а *внутренний* – невозможность (или нежелание. – Прим. авторов) привлечь долгосрочные заимствования в национальной валюте на внутреннем рынке. Для оценки уровня *внешнего* и *внутреннего* «первородного греха» было разработано несколько индексов, с которыми можно более подробно ознакомиться в представленной литературе [5; 11; 12]. Авторы гипотезы и большинство других ученых сфокусировали свое внимание на внешнем аспекте греха, так как это представляется более трудной задачей [7].

Проявления «первородного греха»

Несовпадение по срокам погашения является следствием отсутствия возможности заемщиков использовать долгосрочные долговые инструменты и вызвано сложившимися условиями на финансовом рынке [4]. В такой ситуации под долгосрочные проекты последовательно привлекаются краткосрочные кредиты, что, во-первых, может приводить к удорожанию проектов, а во-вторых, повышает риск проекта быть незаконченным.

Валютные несовпадения описывают ситуацию, при которой доходы формируются в одной валюте, а выплаты по основному долгу и его обслуживание осуществляется в другой. Наличие обязательств в иностранной валюте также ограничивает способность центральных банков выступать в качестве кредиторов последней инстанции при возникновении кризисов валютной ликвидности. Помимо прочего, участники финансовых рынков,

зная о наличии «греха», дополнительно увеличивают риск-премию, что приводит к удорожанию привлекаемых средств [9].

Долг в валюте и связанная с ним волатильность внутренних процентных ставок усиливают неопределенность относительно способности правительства обслуживать государственный долг, что влечет за собой снижение кредитных рейтингов. Согласно расчетам, валютная и временная сбалансированность долгов, а также отсутствие индексации процентных ставок приводят к улучшению кредитного рейтинга в среднем на 3 уровня. Таким образом, «первородный грех» может служить объяснением, почему странам со схожими фискальными показателями международные рейтинговые агентства присваивают существенно различающиеся кредитные рейтинги [3].

Результаты проведенных эмпирических исследований указывают на наличие однонаправленной взаимосвязи между «первородным грехом» и волатильностью выпуска и потоков капитала. Так, при изменении индекса² «первородного греха» от 0 до 1 волатильность темпов роста увеличивается на 1,1 п. п. [3].

Важно отметить, что несовпадение валюты активов и обязательств может быть причиной того, что страны склонны к наращиванию избыточных международных резервных активов в качестве страховки на случай валютных потрясений. Накапливание резервных активов при прочих равных уменьшает валютное несоответствие, но меньшее валютное несоответствие не является свидетельством отсутствия «первородного греха» [3]. Накапливание резервов – неплохой выход, но он, как правило, не выгоден стране, так как по долгам она платит больше, чем получает от размещения резервов.

Одна из гипотез гласит, что наличие «первородного греха» может быть индикатором слабости институтов и низкого доверия к экономической политике. В таком случае при высокой инфляции центральному банку необходимо ставить цель по достижению и поддер-

жанию ценовой стабильности, при этом, если требуется, укрепить его операционную независимость. Правительству, в свою очередь, следует проводить сбалансированную бюджетную политику, повысив ее прозрачность и подотчетность [5].

Внутренний аспект

Внутреннему аспекту «первородного греха» в развивающихся странах были посвящены работы, например А. Мейля и Ж. Рейно [11; 12]. Авторы исследовали три фактора, которые дополнительно повышают рискоспособность внутреннего государственного долга: номинирование долга в иностранных валютах, короткие сроки погашения, индексация. Первые два фактора, повышающие рискоспособность, есть не что иное, как проявления «первородного греха».

Авторы оценивали распространенность каждого компонента в государственном долге 33 стран в период с 1994 г. по 2006 г. Согласно их расчетам, короткие сроки погашения были наиболее распространенной причиной излишней рискоспособности долга, затем следовала индексация долга и лишь на третьем месте – номинирование обязательств в иностранной валюте.

Результаты исследований А. Мейля и Ж. Рейно показывают, что снижение уровня инфляции на 1 п. п. в среднем приводит к уменьшению доли валютного, индексируемого и краткосрочного долга на 0,05 п. п. по каждому из этих факторов. Кроме того, увеличение отношения частных сбережений к ВВП на 1 п. п. приводит к снижению доли заимствований в иностранной валюте во всем долге на 0,1 п. п. Увеличение отношения фискального баланса к ВВП на 1 п. п. способно дополнительно уменьшить долю долгов в иностранной валюте и долю краткосрочных долгов на 0,25 п. п. Все эти меры лежат в плоскости монетарной и фискальной политики. Таким образом, повышение общей эффективности последних и поддержание макроэкономической стабильности по-

² $OSIN3 = \max \left(1 - \frac{\text{долг в валюте страны } i}{\text{долг, выпущенный страной } i}, 0 \right)$. Значения индекса ограничены 0 и 1, где 0 – полное отсутствие греха, 1 – долг страны полностью валютизирован.

звolyт уменьшить рискованность долга, снизив долю иностранных обязательств индексируемой и краткосрочной задолженности [12].

К подобным выводам пришли и другие экономисты, продемонстрировав, что искупление внутреннего «первородного греха» происходит через развитие финансового сектора, повышение качества институтов, достижение и поддержание макроэкономической стабильности [7].

Внутренний «первородный грех» связан и с внешним его проявлением. Невозможность занимать на внутреннем рынке в национальной валюте негативным образом сказывается на способности занимать в национальной валюте у других стран. В таком случае у правительства просто не остается иного выхода, кроме как принять на себя дополнительные риски.

В целом в литературе отмечается следующее:

- 1) «первородный грех» – широко распространенное явление среди развивающихся стран, но также встречается и в развитых странах;
- 2) внешний «первородный грех» достаточно постоянен и устойчив;
- 3) от внутреннего «первородного греха» избавиться, несомненно, проще, чем от внешнего;
- 4) «первородный грех» оказывает негативное влияние на финансовую устойчивость и ограничивает возможности монетарной и фискальной политики;
- 5) «первородный грех» не является следствием слабой монетарной и фискальной политики или низкого качества институтов, но его «искупление» связано с повышением эффективности монетарной и фискальной политики [3; 8].

Государственный долг Беларуси, «грешны» ли мы?

Рассмотрим ситуацию с государственным долгом Республики Беларусь. По состоянию на начало января 2020 г. государственный долг вместе с гарантиями Правительства составил 37,5% ВВП и увеличился в два раза за последние десять лет, если рассматривать долг без учета гарантий, то отношение к ВВП составило

33,7%. В структуре общей задолженности на внутренние обязательства и гарантии приходится 22%, на внешние – 78%.

В поисках ответа на поставленный вопрос рассмотрим обозначенные в литературе факторы, повышающие рискованность государственного долга³: срочность погашения долга, индексация, валюта, в которой долг номинирован.

Сроки погашения госдолга.

Согласно данным на конец 2019 г., сроки кредитов по внешнему госдолгу в среднем составляют 14,8 года, а средние сроки погашения внутреннего валютного государственного долга – 7 лет. Таким образом, государственные займы Беларуси по срокам погашения можно отнести к категории долгосрочных, а значит, отсутствует проблема несовпадения сроков погашения (*maturity mismatch*).

Индексация государственного

долга предполагает защиту инвесторов от валютного или процентного риска путем привязки процентных ставок к обменному курсу или, например, к ключевой ставке центрального банка, также допускается привязка к индексам цен. По состоянию на конец 2019 г. Министерству финансов Республики Беларусь удалось улучшить структуру долгового портфеля и свести долю займов, выданных под плавающую процентную ставку, до 40% от всех займов. Тем не менее это все еще высокий уровень, который несет в себе определенные риски.

Плавающие ставки, с одной стороны, способны облегчить долговое бремя, так как снижение переменной компоненты, например ставки Libor, если речь идет о долларовых обязательствах, приведет к такому же снижению номинальной процентной ставки по обязательствам Правительства. С другой стороны, в долгосрочной перспективе мы не можем предугадать движение ставок, а значит, принимаем на себя дополнительные риски. Кроме того, в период с 2010 г. по 2020 г. ставки Libor находились в пределах от 1 до 3%, а ставки Euribor с 2016 г. вообще были отрицательными. Это означает, что дальнейшее снижение ставок по обязательствам в долларах и евро ограничено.

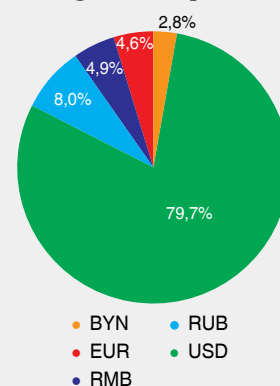
В свою очередь, рублевые обязательства с плавающей процентной ставкой привязаны к ставке рефинансирования Национального банка Республики Беларусь. В среднесрочной перспективе при переходе на режим таргетирования инфляции ожидаемым эффектом является снижение уровня инфляции и, как следствие – снижение ставки рефинансирования. В теории это привело бы к положительному эффекту, но как будут развиваться события в реальности и с какими шоками может столкнуться белорусская экономика в ближайшие годы – предугадать сложно.

Увеличение доли долга с фиксированной процентной ставкой позволило бы уменьшить неопределенность и связанные с ней риски, а также укрепить устойчивость долга и бюджета к колебаниям процентных ставок, повысив предсказуемость его расходов.

Валютная структура государственного долга. В 2019 г. номинированные в белорусских рублях обязательства составляли менее 3% долгового портфеля. Большая часть обязательств (80%) номинирована в американских долларах, еще 8% – в евро. На китайский юань и российский рубль приходится суммарно 9,5% (рисунки 1).

Индекс «первородного греха» (OSIN3, формула расчета приве-

Валютная структура государственного долга на 1 января 2020 г. (без учета гарантий)

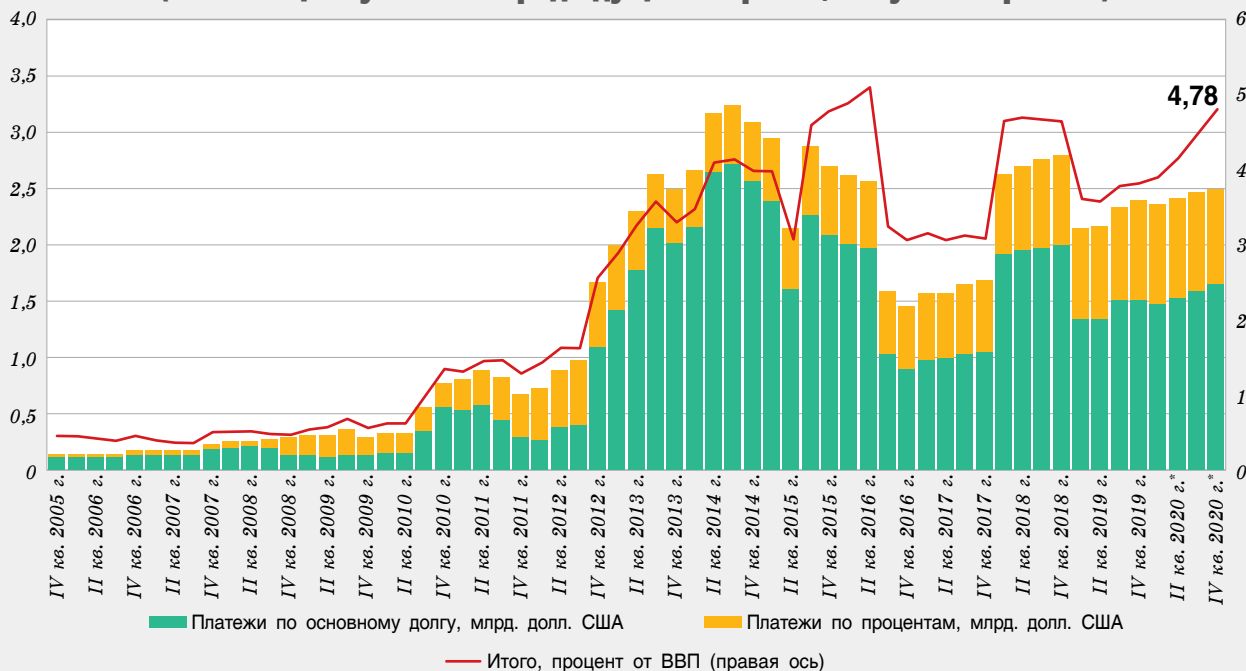


Примечание. Составлено на основе данных Министерства финансов Республики Беларусь.

Рисунок 1

³ Здесь и далее рассматривается только госдолг без учета гарантий Правительства, если не сказано иное.

Стоимость обслуживания внешнего госдолга Республики Беларусь (скользящая сумма за 4 предыдущих квартала, без учета гарантий)



* Прогноз

Примечание. Расчеты авторов на основе данных Национального банка Республики Беларусь.

Рисунок 2

дена в сноске выше), измеренного только для сектора государственного управления, составляет 0,972. Подобные высокие значения присущи странам Латинской Америки, в особенности Аргентине и Венесуэле [6].

Внешний госдолг целиком состоит из иностранной валюты, и, несмотря на долгосрочность обязательств, мы можем констатировать наличие как минимум внешнего первородного греха. На обслуживание внешнего госдолга Беларусь в последние несколько лет ежегодно тратила в среднем 3,8% ВВП, при этом тенденции на сокращение выплат не прослеживается. Учитывая валютную структуру и тот факт, что внешний госдолг составляет более 75% от совокупного госдолга, обесценение белорусского рубля может приводить к увеличению реальной стоимости обслуживания по отношению к ВВП (рисунок 2).

На рисунке 2 видно, что в 2020 г. ожидается довольно резкий рост трат на обслуживание и погашение внешнего госдолга. Это во многом связано со снижением стоимости белорусского

рубля по отношению к доллару США (за первые 3 месяца 2020 г. рубль ослаб на 22,6%) и соответствующим падением номинального долларового ВВП.

Несколько иначе обстоят дела с внутренним долгом, в котором 16% обязательств номинированы в национальной валюте (по данным за 2019 г.). По информации Министерства финансов Республики Беларусь, в 2020 г. на погашение и обслуживание внутреннего государственного долга планировалось направить 2,8 млрд. бел. руб. Учитывая валютную структуру, на погашение валютной составляющей внутреннего госдолга Правительство планировало потратить около 2,1 млрд. бел. руб. Однако, как уже было отмечено, реализовался валютный риск, произошло обесценение белорусского рубля, а значит, выросли и суммы, необходимые для выплаты номинированного в валютах других стран долга и процентов. По состоянию на 1 апреля сумма предстоящих выплат по внутреннему валютному госдолгу выросла до 2,5 млрд. бел. руб., а по всему госдолгу – до 3,2 млрд. руб.

Аналогичное движение вверх демонстрируют и эффективные процентные ставки. На первый взгляд заимствования в иностранной валюте могут показаться весьма выгодными. Так, средняя процентная ставка для обязательств по внешнему государственному долгу в 2019 г. составила 4,5% годовых, по внутреннему валютному госдолгу – 5,2%. В свою очередь, ставка рефинансирования Национального банка, под которую чаще всего привлекаются инвестиции в белорусских рублях, на конец года составила 9%. Однако с учетом темпа изменения курса рубля и валютной структуры долга (изменения брались за период с 1 января по 1 апреля 2020 г.) эффективная рублевая процентная ставка по внешнему долгу составляет уже 26,4%, по внутреннему валютному – 27,8%.

Общая сумма, которую Министерству финансов необходимо потратить на погашение долга и выплату процентов в 2020 г., увеличилась на 2 млрд. руб. и составила 10,7 млрд. руб. В отношении к ВВП 2019 г. сумма выплат увеличилась с 6,6% до 8,1%. Учитывая

негативные прогнозы роста самого ВВП в 2020 г., относительные значения выплат к ВВП станут еще больше. Таким образом, привлечение заимствований в иностранной валюте может обходиться дороже, чем в национальной, даже при более низких номинальных зарубежных процентных ставках.

В начале 2020 г. из-за роста ставок на рынке долгов развивающихся стран сорвалось размещение евробондов Министерством финансов. В кризисной ситуации, несмотря на низкую стоимость фондирования в иностранной валюте, стоимость заимствования для развивающихся экономик существенно возрастает по причине роста риск-премии. И Беларусь попадает в ловушку невозможности заимствовать в валюте на приемлемых условиях.

Справочно.

Согласно последней оценке МВФ, проведенной в 2018 г., уровень государственного долга в процентах к ВВП составил 53,4%. Ключевая разница между подходами к оценке госдолга МВФ и Правительства заключается в том, что МВФ добавляет расходы на строительство АЭС и забалансовые расходы бюджета (капитализация госбанков и поддержка госпредприятий) к величине долга сектора государственного управления.

Эксперты отмечают, что вслед за увеличением долга растут и платежи по его обслуживанию, при этом усиливаются риски и снижается доверие инвесторов в отношении способности властей обеспечивать его устойчивость. Среди главных рисков МВФ выделяет валютный и процентный риски.

Для улучшения качества оценки уровня госдолга, а также для повышения его устойчивости МВФ рекомендует:

1) рассчитывать комплексный показатель долга, охватывающий все уровни государственного управления, а также гарантии;

2) увязать оперативный долговой показатель бюджета с долговым якорем;

3) проводить консолидацию бюджета для обеспечения устойчивого снижения государственного и гарантированного государством долга до более устойчивого уровня;

4) усовершенствовать среднесрочную стратегию управления долгом (включая принятие механизма анализа альтернативных стратегий заимствования и формирования оптимальной структуры заимствований);

5) укрепить систему управления рисками госдолга;

6) развивать рынок ценных бумаг в национальной валюте;

7) усовершенствовать процесс планирования денежных потоков;

8) усовершенствовать нормативно-правовую базу по вопросам управления гарантиями и порфелями проектных кредиторов.

Источник: *страновые отчеты МВФ.*

Выводы и рекомендации

Беларусь в той или иной степени подвержена «первородному греху» как внешнему, так и внутреннему. Это выражается в неспособности или нежелании привлекать инвестиции в национальной валюте, что порождает серьезные валютные несоответствия как во внешнем, так и во внутреннем долге. В такой ситуации Правительство сильно зависит от внешних и внутренних заимствований в иностранной валюте, а значит, оно несет дополнительный риск резкого изменения обменного курса. Помимо этого, более 40% принятых сектором государственного управления обязательств (без учета гарантий) были выданы под плавающую процентную ставку. Таким образом, Правительство также несет процентные риски.

Следует, однако, отметить долгосрочность государственных заимствований. Срок, на который привлекаются кредиты, а также срок обращения ценных бумаг постепенно увеличивается.

Как показывает история, периоды относительного экономического благополучия и развития сменяются серьезными кризисами. Сложившаяся в начале 2020 г. ситуация является хорошим примером того, насколько уязвимыми могут быть страны с существенными внешними и внутренними долгами в валюте. Падение цен на нефть в результате ценовой войны на нефтяном рынке и экономические последствия мер, направленных на борьбу с COVID-19, приведших к серьезному сокраще-

нию внешнего спроса и ожидаемому падению экспортных доходов, привели к тому, что стоимость заимствований в валюте колеблется весьма существенно как в рублевом, так и в долларовом эквиваленте. Правительству в срочном порядке придется изыскивать средства на обслуживание и погашение долгов или тратить валютные резервы. Искупить внутренний «первородный грех», как показывает международный опыт, проще, чем внешний, поэтому стоит начинать именно с этого. Для повышения устойчивости государственного долга мы рекомендуем несколько простых вещей.

Рекомендация 1. В условиях существенной ограниченности внутренних источников стимулирования качества экономического роста финансировать разрыв между сбережениями и инвестициями за счет привлечения прямых иностранных инвестиций (далее – ПИИ), а не увеличения госдолга. ПИИ позволяют не только минимизировать валютный риск государства, но и значительно повысить качество управления ресурсами и расширить возможности для роста экономики.

Рекомендация 2. Развивать рынок государственных облигаций в национальной валюте. В частности, следует преобразовать структуру внутреннего государственного долга, отказавшись от заимствований в иностранной валюте, и заменить их облигациями в белорусских рублях. Ожидаемым результатом станет повышение устойчивости внутреннего государственного долга через избавление от валютного риска, развитие рынка ценных бумаг и определение целевых долгосрочных ориентиров доходности в национальной валюте.

Рекомендация 3. Продолжать политику по увеличению доли займов, выданных под фиксированную процентную ставку, одновременно продолжая политику привлечения «длинных» денег.

Рекомендация 4. Повышать прозрачность государственных заимствований: расширить охват отчетности и начать публиковать более подробную статистику, особенно по гарантированному Правительством долгу.

* * *

Материал поступил 27.03.2020.

Библиографический список:

1. Chang, R. Liquidity crises in emerging markets: theory and policy [Electronic resource] / R. Chang, A. Velasco // NBER Working Paper. – July 1999. – № 7272. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w7272>. – Date of access: 10.03.2020.
2. Corsetti, G. Paper tigers? A model of the Asian crisis [Electronic resource] / G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini // NBER Working Paper. – November 1998. – № 6783. – Mode of access: <https://www.nber.org/papers/w6783>. – Date of access: 10.03.2020.
3. Eichengreen, B. Currency Mismatches, Debt Intolerance, and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters [Electronic resource] / B. Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza // Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences / NBER: ed. S. Edwards. – 2007. – P. 121–170. – Mode of access: <http://www.nber.org/chapters/c0150>. – Date of access: 03.02.2020.
4. Eichengreen, B. Exchange rates and financial fragility [Electronic resource] / B. Eichengreen, R. Hausmann // NBER Working Paper. – November 1999. – № 7418. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w7418>. – Date of access: 03.02.2020.
5. Eichengreen, B. Original Sin: The pain, the Mystery, and the Road to Redemption / B. Eichengreen, R. Hausmann, U. Panizza // Inter-American Development Bank. – Washington, D.C., 2002. – 78 p.
6. Gallo, E. 'Original Sin' in Latin America (2000–2015): Theory, Empirical Assessment and Alternatives / E. Gallo, M. Goes, V. Moraes // Revista de Economia. – 2019. – Vol. 40, № 72. – P. 134–175.
7. Guscina, A. Impact of Macroeconomic, Political, and Institutional Factors on the Structure of Government Debt in Emerging Market Countries / A. Guscina // IMF Working Paper. – August 2008. – № 08/205. – Mode of access: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Impact-of-Macroeconomic-Political-and-Institutional-Factors-on-the-Structure-of-Government-22307>. – Date of access: 20.03.2020.
8. Hausmann, R. Redemption or Abstinence? Original Sin, Currency Mismatches and Counter Cyclical Policies in the New Millenium / R. Hausmann, U. Panizza // Journal of Globalization and Development. – 2011. – Vol. 2, № 1. – P. 1–35.
9. Hausmann, R. Why Do Countries Float the Way They Float? / R. Hausmann, U. Panizza, E. Stein // Inter-American Development Bank. – April, 2000. – 44 p.
10. Krugman, P. What happened to Asia? [Electronic resource] / P. Krugman // MIT. – January, 1998. – Mode of access: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>. – Date of access: 17.03.2020.
11. Mehl, A. Domestic debt structures in emerging markets: new empirical evidence [Electronic resource] / A. Mehl, J. Reynaud // Université Panthéon-Sorbonne (Paris 1), Centre d'Economie de la Sorbonne. – 2008. – Mode of access: <https://ideas.repec.org/p/mse/cesdoc/bla08059.html>. – Date of access: 17.03.2020.
12. Mehl, A. The determinants of "domestic" original sin in emerging market economies / A. Mehl, J. Reynaud // ECB Working paper series. – December 2005. – № 560. – Mode of access: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp560.pdf>. – Date of access: 17.03.2020.

«Original sin» of the government sector: risks of big debts in currency

Mihail DEMIDENKO, National Bank of the Republic of Belarus, Deputy Head of Research Department, PhD in Economics, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: M.Demidenko@nbrb.by.

Uladzislau RAMANIUK, National Bank of the Republic of Belarus, Research Department, Specialist, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: V.Romanyuk@nbrb.by.

Abstract. The article considers «original sin hypothesis» according to which the inconsistency of the financial markets leads to the situation when the national currency is not used for long-term borrowings, both foreign and domestic. The conducted analysis shows that government sector in the Republic of Belarus, similar to many developing markets, is subject to the «original sin». In addition, the article provides calculations on changing the value of servicing government debt in connection with the depreciation of the Belarusian ruble (over the first three months of 2020). The authors give recommendations on increasing the sustainability of the public debt.

Keywords: government debt; «original sin»; currency structure of government debt; currency mismatch.