УДК 336.275.3:330.322.54(574/575)-047.44
DOI: 10.36979/1694-500X-2026-26-7-154-161

ИНДЕКС ДОЛГОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ С УЧЕТОМ ЭФФЕКТИВНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ (DSI-PE): РЕТРОСПЕКТИВНЫЙ АНАЛИЗ СТРАН ЦЕНТРАЛЬНОЙ АЗИИ (2010–2024 гг.)

К.А. Казаков

Аннотация. Представлен авторский Индекс долговой устойчивости с учётом эффективности государственных инвестиций (DSI-PE), разработанный для комплексной оценки долговых рисков пяти стран Центральной Азии (Казахстан, Кыргызстан, Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан) за период 2010–2024 годов. В отличие от традиционных показателей долговой устойчивости, основанных исключительно на объёме государственного долга, DSI-PE интегрирует три компонента долгового риска (долговая нагрузка, обслуживание долга, валютный риск) с показателем эффективности инвестиций (PIQ), построенным на основе оценок IMF PIMA, индексов управления Всемирного банка (WGI) и индекса логистической эффективности (LPI). Это позволяет учесть качество государственных инвестиций при оценке устойчивости государственного долга. Проведён ретроспективный анализ динамики индекса, выявлены структурные сдвиги, связанные с пандемией COVID-19 и последующим восстановлением. Результаты показывают устойчивую дифференциацию стран по уровню долгового риска: от безопасной зоны (Казахстан) до критической (Кыргызстан). Анализ чувствительности, основанный на варьировании весов компонентов, подтвердил робастность ранжировки стран. Научная новизна заключается в разработке составного индекса, сочетающего долговые показатели с прокси-оценкой эффективности государственных инвестиций, что позволяет получить более адекватную картину долговой устойчивости.

Ключевые слова: государственный долг; долговая устойчивость; государственные инвестиции; Центральная Азия; индекс DSI-PE; эффективность инвестиций; PIMA; управление долгом; риск дефолта.

МАМЛЕКЕТТИК ИНВЕСТИЦИЯЛАРДЫН НАТЫЙЖАЛУУЛУГУН ЭСКЕ АЛУУ МЕНЕН КАРЫЗДЫК ТУРУКТУУЛУК ИНДЕКСИ (DSI-PE): БОРБОРДУК АЗИЯ ӨЛКӨЛӨРҮНҮН РЕТРОСПЕКТИВДҮҮ ТАЛДООСУ (2010–2024-жж.)

К.А. Казаков

Аннотация. Макалада 2010–2024-жылдар аралыгындагы Борбордук Азиянын беш өлкөсүнүн (Казакстан, Кыргызстан, Тажикстан, Түркмөнстан, Өзбекстан) карыздык тобокелдиктерин комплекстүү баалоо үчүн иштелип чыккан, мамлекеттик инвестициялардын натыйжалуулугун эске алуучу автордук Карыздык туруктуулук индекси (DSI-PE) сунушталган. Мамлекеттик карыздын көлөмүнө гана негизделген карыздык туруктуулуктун салттуу көрсөткүчтөрүнөн айырмаланып, DSI-PE индекси карыздык тобокелдиктин үч компонентин (карыздык жүк, карызды тейлөө, валюталык тобокелдик) ЭВФтин PIMA баалоолорунун, Дүйнөлүк банктын башкаруу индекстеринин (WGI) жана логистикалык натыйжалуулук индексинин (LPI) негизинде түзүлгөн инвестициялардын натыйжалуулук көрсөткүчү (PIQ) менен интеграциялайт. Бул мамлекеттик карыздын туруктуулугун баалоодо мамлекеттик инвестициялардын сапатын эске алууга мүмкүндүк берет. Индекстин динамикасына ретроспективдүү талдоо жүргүзүлүп, COVID-19 пандемиясына жана андан кийинки калыбына келтирүү процесстерине байланыштуу түзүмдүк өзгөрүүлөр аныкталган. Натыйжалар карыздык тобокелдик деңгээли боюнча өлкөлөрдүн туруктуу дифференциациясын (коопсуз зонадан (Казакстан) критикалык зонага (Кыргызстан) чейин) көрсөтөт. Компоненттердин салмагын өзгөртүүгө негизделген сезгичтикти талдоо өлкөлөрдү ранжирлөөнүн робасттуулугун (ишенимдүүлүгүн) тастыктады. Илимий жаңылыгы карыздык көрсөткүчтөрдү мамлекеттик инвестициялардын натыйжалуулугун прокси-баалоо менен айкалыштырган курама индексти иштеп чыгууда камтылган, бул карыздык туруктуулуктун кыйла реалдуу көрүнүшүн алууга мүмкүндүк берет.

Түйүндүү сөздөр: мамлекеттик карыз; карыздык туруктуулук; мамлекеттик инвестициялар; Борбордук Азия; DSI-PE индекси; инвестициялардын натыйжалуулугу; PIMA; карызды башкаруу; дефолт тобокелдиги.

DEBT SUSTAINABILITY INDEX WITH PUBLIC INVESTMENT EFFICIENCY (DSI-PE): A RETROSPECTIVE ANALYSIS OF CENTRAL ASIAN COUNTRIES (2010–2024)

K.A. Kazakov

Abstract. This paper presents the Debt Sustainability Index with Public Investment Efficiency (DSI-PE), developed for a comprehensive assessment of debt risks in five Central Asian countries (Kazakhstan, Kyrgyzstan, Tajikistan, Turkmenistan, Uzbekistan) over the period 2010–2024. Unlike traditional debt sustainability indicators based solely on the volume of public debt, DSI-PE integrates three debt risk components (debt burden, debt service, foreign exchange risk) with the Public Investment Quality indicator (PIQ), constructed from IMF PIMA scores, World Bank Worldwide Governance Indicators (WGI), and the Logistics Performance Index (LPI). This allows taking into account the quality of public investments when assessing the sustainability of public debt. A retrospective analysis of the index dynamics reveals structural shifts associated with the COVID-19 pandemic and subsequent recovery. Results demonstrate sustained differentiation among countries by debt risk level, from the safe zone (Kazakhstan) to the critical zone (Kyrgyzstan). Sensitivity analysis based on varying component weights confirms the robustness of country rankings. The scientific contribution lies in developing a composite index that combines debt metrics with a proxy assessment of public investment efficiency, yielding a more nuanced picture of debt sustainability.

Keywords: public debt; debt sustainability; public investment; Central Asia; DSI-PE index; investment efficiency; PIMA; debt management; default risk.

Введение. Проблема обеспечения долговой устойчивости государств остаётся одной из ключевых тем в международных исследованиях макроэкономической политики. Для развивающихся экономик и стран с формирующимися рынками, к которым относятся государства Центральной Азии, данный вопрос приобретает особую актуальность ввиду ограниченности внутренних финансовых ресурсов, высокой зависимости от внешних заимствований и волатильности сырьевых рынков. Глобальные экономические шоки, включая мировой финансовый кризис 2008–2009 годов и пандемию COVID-19, многократно усилили долговые нагрузки в странах региона, что делает задачу разработки адекватных инструментов мониторинга и оценки долговых рисков критически важной.

Акцент в стандартных подходах к оценке долговой устойчивости традиционно делается на объемных метриках: отношении долга к ВВП, доле расходов на обслуживание и доле внешних заимствований. Безусловно, данные индикаторы высокоиндикативны при фиксации критических рисков, однако оставляют за кадром вопрос продуктивности использования привлеченных ресурсов. Логика здесь очевидна: при высоком качестве госкапвложений стимулируется экономический рост, расширяющий налогооблагаемую базу для будущих выплат. Обратная ситуация (когда кредиты не генерируют макроэкономической отдачи) приводит к неоправданному раздуванию долговой массы. Формирование адекватной оценки в таких условиях невозможно без учета этого фактора, что и обусловило разработку предлагаемого Индекса (DSI-PE).

Теоретические основы анализа долговой устойчивости восходят к модели межвременного бюджетного ограничения, которая определяет устойчивость как способность государства обслуживать текущий долг и будущие обязательства без необходимости бесконечного рефинансирования или дефолта. В рамках этого подхода ключевую роль играют первичный дефицит бюджета, реальная ставка процента и темп роста ВВП. Классические эмпирические исследования, в частности работа А. Адарова и У. Паниццы, продемонстрировали, что пороговые значения показателей долговой устойчивости существенно различаются в зависимости от уровня развития институтов государства и его способности генерировать устойчивые бюджетные доходы [1].

Важным направлением исследований является связь между качеством государственных инвестиций и долговой устойчивостью. Международный валютный фонд (МВФ) с 2016 года реализует Рамочную оценку качества государственных инвестиций (Public Investment Management Assessment, PIMA), которая

систематически оценивает институциональные основы государственного инвестирования по 15 направлениям, включая стратегическое планирование, управление проектами, оценку рисков и фискальный контроль. Исследования, основанные на оценках PIMA, показывают, что страны с более эффективной системой управления государственными инвестициями характеризуются более высоким мультипликативным эффектом капитальных расходов и, следовательно, более устойчивыми возможностями обслуживания своего долга [2].

Кроме того, Всемирный банк в рамках проекта Worldwide Governance Indicators (WGI) публикует агрегированные оценки качества государственного управления по шести измерениям. Известно, что показатели управления (government effectiveness, control of corruption, regulatory quality) коррелируют как с качеством инвестиционного процесса, так и с макроэкономической стабильностью, включая долговую устойчивость. Таким образом, WGI служит самостоятельным источником информации об институциональных условиях реализации государственных инвестиций [3].

Материалы и методы исследования. Индекс DSI-PE формируется как композитный показатель: разнородные переменные нормализуются и затем сводятся воедино путём взвешенного суммирования. Общая спецификация модели имеет вид: DSI-PE = 0,40 × (Debt/GDP) norm + 0,30 × (DebtServ/Rev)norm + 0,15 × (FX_Risk)norm + 0,15 × (1 − PIQ)norm.

$$DSI\text{-}PE = 0,40 \times (Debt/GDP)\,norm + \\ +0,30 \times (DebtServ/Rev)\,norm + 0,15 \times \\ \times (FX_Risk)\,norm + 0,15 \times (1 - PIQ)\,norm.$$

Сумма весов равна единице. На объёмные макроэкономические показатели долгового бремени (Debt/GDP и DebtServ/Rev) приходится в сумме 0,70 – именно они в наибольшей степени определяют долговую ёмкость экономики. Качественные и структурные факторы (PIQ и валютный риск) с совокупным весом 0,30 выполняют корректирующую функцию: при равных прочих условиях страна с лучшими институтами получает более низкую оценку риска.

Отношение государственного долга к ВВП (Debt/GDP)norm – вес 0,40. Данный компонент является центральным индикатором макроэкономической устойчивости, отражающим способность экономики генерировать достаточный ВВП для обслуживания накопленных обязательств. Максимальный вес (0,40) обоснован тем, что именно совокупный объем долга определяет долгосрочную структурную уязвимость государства. Для нормализации применяется пороговое значение в 60 %, которое выступает консенсусным ориентиром, синтезирующим маастрихтские критерии и бенчмарки МВФ для развивающихся рынков и стран с формирующимися рынками [4–5].

Отношение обслуживания долга к государственным доходам (DebtServ/Rev)norm – вес 0,30. В отличие от первого компонента, данный показатель характеризует не структурное бремя, а текущую фискальную ликвидность. Он демонстрирует, какая часть бюджетных доходов изымается на выплату процентов и погашение основного долга, тем самым оценивая степень «фискального удушья» государства. Порог нормализации установлен на уровне 30 %, что в эмпирических исследованиях МВФ традиционно рассматривается как граница, за которой наступает высокая вероятность фискального стресса [4–5].

Валютный риск / Доля внешнего долга (FX_Risk)norm – вес 0,15. Компонент учитывает структурную уязвимость государственного долга к шокам валютного курса. Для стран Центральной Азии, характеризующихся неполной конвертируемостью национальных валют и зависимостью от экспорта сырья, высокая доля внешнего (валютного) долга создает риск резкого роста стоимости обслуживания при девальвации. Порог нормализации зафиксирован на уровне 100 % (внешний долг превышает объем внутренних заимствований), что сигнализирует о полной зависимости от внешних кредиторов.

Инвертированный показатель качества инвестиций (1 − PIQ)norm – вес 0,15. Это ключевое методологическое новшество модели, позволяющее перейти от чисто объемной оценки долга к оценке его продуктивности. Экономический смысл включения данного компонента

заключается в межвременном анализе: заимствования, направляемые на высокоэффективные проекты, стимулируют экономический рост и расширяют налоговую базу, тем самым повышая способность обслуживать долг в будущем. Напротив, неэффективные инвестиции формируют «плохой долг».

Математическая инверсия (1 − PIQ) производится по причине того, что в структуре индекса DSI-PE более высокие значения соответствуют более высокому риску. Следовательно, высокое качество инвестиций (PIQ) должно снижать значение индекса рисков, а низкое PIQ – увеличивать его.

Сам субиндекс PIQ (Public Investment Quality) рассчитывается автономно как агрегат трех институциональных прокси-переменных:

$$PIQ = 0,40 \times PIMAnorm + 0,35 \times \times WGIavgnorm + 0,25 \times LPInorm$$

1) *Оценка управления инвестициями* (PIMAnorm, вес 0,40). Формируется на базе методологии Рамочной оценки качества государственных инвестиций МВФ (PIMA) [2]. Максимальная оценка составляет 3,0 балла. Данный индекс является наиболее прямым измерителем эффективности фаз инвестиционного цикла (от планирования до оценки рисков).

2) *Общий индекс государственного управления* (WGIavgnorm, вес 0,35). Рассчитывается как среднее арифметическое трех показателей Всемирного банка (Government Effectiveness, Control of Corruption, Regulatory Quality). Поскольку исходные данные распределены в интервале [−2,5; +2,5], применяется линейное преобразование вида (WGI_avg + 2,5) / 5,0 для масштабирования в диапазон [0; 1]. [3] Компонент отражает качество общеинституциональной среды, без которой эффективная реализация проектов невозможна.

3) *Индекс логистической эффективности* (LPInorm, вес 0,25). Базируется на индексе LPI Всемирного банка (максимум 5,0, нормализуется делением на 5,0). Для внутриконтинентальных стран Центральной Азии с обширной территорией отдача от государственных капиталовложений во многом зависит от качества транспортной инфраструктуры – без развитой логистической сети реализация крупных проектов затруднена. По этой причине LPI включён в PIQ с весом 0,25 [6].

Разномерные показатели приводятся к сопоставимому виду путём линейного масштабирования с ограничением сверху единицей:

1) Нормализованное значение = min (фактическое значение / пороговое значение; 1).

Ограничение сверху (функция min) не даёт отдельным компонентам непропорционально увеличивать суммарный индекс. Когда фактическое значение показателя (например, долг к ВВП) превосходит установленный порог, дальнейший рост не усиливает его вклад – достаточно зафиксировать, что данная компонента достигла предельного рискового значения (единицы).

Для перевода непрерывного значения DSI-PE в дискретные рекомендации применяется четырёхуровневая классификация, построенная на подходах МВФ и Всемирного банка к оценке рисков долгового кризиса (Debt Sustainability Framework) [4–5]:

1) *Безопасная зона* (DSI-PE < 0,50): долг не ограничивает макроэкономическую политику; фискальное пространство достаточно для реализации контрциклических мер.

2) *Зона повышенного риска* (0,50 ≤ DSI-PE < 0,70): складываются структурные уязвимости; динамика долга и качество новых заимствований нуждаются в регулярном мониторинге.

3) *Зона высокого риска* (0,70 ≤ DSI-PE < 0,80): при негативных шоках велик риск фискального стресса; первоочередными становятся меры по улучшению структуры долга.

4) *Критическая зона* (DSI-PE ≥ 0,80): долговое бремя приближается к неустойчивому уровню; вероятна необходимость срочной корректировки фискальной политики, вплоть до реструктуризации.

Исследование охватывает Казахстан, Кыргызстан, Таджикистан, Туркменистан и Узбекистан за 2010–2024 годы. Выбранный период позволяет проследить динамику показателей на этапах стабильного роста, пандемийного шока 2020 года и последующего восстановления [2–8]. При этом исследование ограничено доступностью данных: статистика Казахстана

и Кыргызстана достаточно полна, в то время как по Туркменистану и Таджикистану есть пробелы (в первую очередь по оценкам PIMA и показателям обслуживания долга). Недостающие значения были восстановлены с помощью интерполяции.

Результаты исследования

Кросс-секционный анализ (2024 год). Значения индекса DSI-PE за 2024 год демонстрируют существенные различия между странами региона (таблица 1). Казахстан (0,436) находится в безопасной зоне, благодаря низкому отношению долга к ВВП (около 22 %), умеренным расходам на обслуживание и сильным государственным институтам. В то же время Узбекистан (0,637) и Туркменистан (0,687) попадают в зону повышенного риска: для обоих характерны более высокая долговая нагрузка и менее развитая система управления инвестициями.

Таджикистан (DSI-PE = 0,745) находится в зоне высокого риска: здесь сочетаются заметная долговая нагрузка (долг к ВВП свыше 45 %) и ограниченный потенциал бюджетных доходов. Ещё сложнее положение в Кыргызстане (DSI-PE = 0,865) – критическая зона. Долг к ВВП здесь превышает 80 %, обслуживание поглощает значительную часть государственных доходов, а по всем трём субкомпонентам PIQ Кыргызстан замыкает выборку, что дополнительно усугубляет долговые риски.

Ретроспективный анализ (2010–2024 гг.). Динамика DSI-PE за 2010–2024 годы (рисунок 1) позволяет выделить несколько характерных черт. Прежде всего, все пять стран демонстрируют рост индекса, то есть повышение долговых рисков на всём рассматриваемом отрезке. Казахстан удерживается в безопасной зоне устойчивее остальных, хотя в отдельные годы

Таблица 1 – Значения индекса DSI-PE по странам Центральной Азии (2024 год)

Страна	DSI-PE	Риск-зона
Казахстан (KAZ)	0.436	Безопасная
Узбекистан (UZB)	0.637	Повышенная
Туркменистан (TKM)	0.687	Повышенная
Таджикистан (TJK)	0.745	Высокая
Кыргызстан (KGZ)	0.865	Критическая

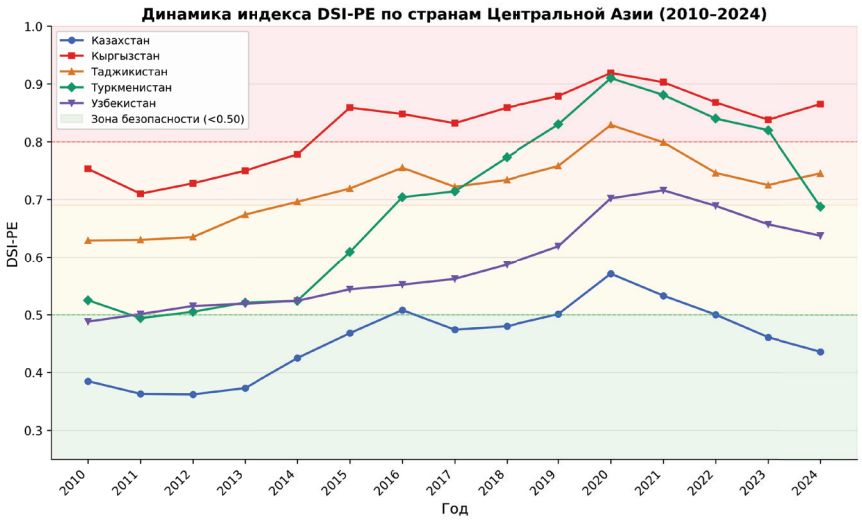

Рисунок 1 – Динамика индекса DSI-PE по странам Центральной Азии (2010–2024 гг.)

(2016, 2019–2022) переходил в зону повышенного риска – это было связано с падением цен на нефть и последствиями пандемии.

Пандемия COVID-19 стала общим шоком для региона: в 2020 году DSI-PE резко возрос во всех пяти странах. Причина кроется в росте государственных заимствований (антикризисные меры), сокращении бюджетных доходов и замедлении экономики. Наибольший скачок относительно 2019 года зафиксирован в Туркменистане (с 0,830 до 0,910) и Кыргызстане (с 0,879 до 0,919). Динамика восстановления в 2021–2024 годах существенно различается по странам. Казахстан смог вернуться в безопасную зону к 2023 году, тогда как Кыргызстан и Таджикистан не достигли допандемийных уровней.

Отдельного рассмотрения заслуживает Туркменистан: траектория его индекса DSI-PE отличается высокой нестабильностью, что вызвано нерегулярным выходом официальной статистики и сырьевой зависимостью экономики. Отмеченное в 2024 году снижение DSI-PE (с 0,820 до 0,687) объясняется пересмотром объема ВВП и сокращением внешнего долга. Тем не менее, низкая прозрачность исходных данных не позволяет однозначно трактовать этот сдвиг (таблица 2).

Для проверки устойчивости результатов проведен анализ чувствительности с варьированием весов компонентов (таблица 3). Рассмотрены три сценария: базовый (0,40 / 0,30 / 0,15 / 0,15), с равными весами (по 0,25) и с повышенным весом показателя PIQ (0,30 при пропорциональном снижении остальных).

Наибольшие отклонения от базового сценария дает именно повышение веса PIQ: индекс Казахстана снижается с 0,436 до 0,414, а Кыргызстана – с 0,865 до 0,799. Это закономерно, поскольку Казахстан обладает высокими оценками PIQ (сильные институты, высокие показатели WGI). Увеличение веса этого компонента дополнительно улучшает его показатель рисков, в то время как Кыргызстан такой компенсации не получает. Дополнительный сценарий с повышением веса долговой нагрузки (Debt/GDP) до 0,50 несколько увеличивает разрыв между странами, но также не меняет их первоначальных позиций.

Таким образом, стабильность ранжировки при всех спецификациях весов подтверждает структурный характер выявленных различий и доказывает, что выводы исследования не зависят от выбранной конфигурации модели.

Обсуждение результатов. Сопоставление полученных результатов с имеющимися публикациями подтверждает ряд известных закономерностей, однако позволяет увидеть детали, которые остаются за пределами традиционных однофакторных оценок. А. Адаров и У. Паницца

Таблица 2 – Динамика DSI-PE по странам Центральной Азии (избранные годы)

Страна	2010	2014	2017	2020	2022	2024
Казахстан	0,385	0,425	0,474	0,571	0,500	0,436
Кыргызстан	0,753	0,778	0,832	0,919	0,868	0,865
Таджикистан	0,629	0,696	0,722	0,829	0,746	0,745
Туркменистан	0,525	0,524	0,714	0,910	0,840	0,687
Узбекистан	0,488	0,524	0,562	0,702	0,689	0,637

Таблица 3 – Анализ чувствительности: варьирование весов компонент (2024 год)

Страна	Базовый	Равн. веса	PIQ=0.30	Debt=0.50	Ранг
Казахстан	0,436	0,490	0,414	0,439	1-1-1
Узбекистан	0,637	0,637	0,593	0,654	2-2-2
Туркменистан	0,687	0,718	0,681	0,694	3-3-3
Таджикистан	0,745	0,746	0,706	0,747	4-4-4
Кыргызстан	0,865	0,824	0,799	0,864	5-5-5

убедительно показали связь между качеством государственных инвестиций и суверенным риском: страны с более эффективной системой управления инвестициями способны выдерживать бóльшую долговую нагрузку без повышения вероятности дефолта [1]. Данные DSI-PE подтверждают этот вывод. Казахстан, располагающий наиболее развитыми институтами в регионе (наивысшие оценки WGI), удерживает индекс в безопасной зоне при долге около 22 % ВВП. Кыргызстан же, при долге свыше 80 % ВВП и слабых институтах, находится в критической зоне. По сути, DSI-PE формализует ту же логику, что и Адаров с Паниццей, но на панельных данных по Центральной Азии.

Индекс эффективности государственных инвестиций, предложенный Е. Дабла-Норрис и соавторами, послужил методологической основой для целого направления исследований, в том числе для PIMA МВФ. Авторы продемонстрировали, что отдача от государственных капитальных расходов заметно варьируется между странами: государства с более высоким индексом эффективности получают больший экономический эффект на каждый вложенный доллар [9]. Результаты расчетов DSI-PE в целом согласуются с выводами международных организаций и профильной литературы, однако предлагают более тонкую дифференциацию за счет интеграции четырех компонент и выделения четырех уровней рисковых зон.

В первую очередь это касается роли институтов. Основой для компонента PIQ послужил подход Дабла-Норрис, адаптированный под условия региона: вместо оригинальной методологии использована комбинация оценок PIMA, WGI и LPI. Наш анализ чувствительности подтвердил тезис Дабла-Норрис – при повышении веса PIQ ранжировка смещается в пользу государств с сильными институтами. Концептуально это перекликается с выводами А. Мухамедиевой [10] о том, что заимствования стимулируют рост лишь при эффективном управлении проектами. Именно включение PIQ позволяет DSI-PE объяснить различия в профилях риска Туркменистана и Узбекистана: при сопоставимом отношении долга к ВВП их позиции разделяются качеством управления инвестициями. Данный фокус на эффективности расходов также полностью соответствует акценту МВФ в докладе «Spending Smarter» [5].

В части базовой оценки рисков данные DSI-PE коррелируют с оценками МВФ (Regional Economic Outlook, октябрь 2024), который классифицирует Казахстан как зону низкого риска, а Кыргызстан и Таджикистан – высокого [7]. Эта триада уязвимых стран подтверждается и в работах И.В. Никонова с соавторами [11], фиксирующих рост долгового бремени в регионе после 2020 года. Что касается Кыргызстана, то его уязвимость находит прямое количественное подтверждение: индекс DSI-PE не опускается ниже отметки 0,80 с 2015 года. Принимая во внимание тот факт, что по субиндексу текущего обслуживания долговых обязательств республика демонстрирует пиковые значения внутри сформированной выборки, полученные нами выводы содержательно верифицируют и расширяют аналитические тезисы ЕФСР (РД/20/1) в части высокой чувствительности данной хозяйственной системы к малейшему удорожанию заемных ресурсов [12]. С другой стороны, лакуны в транспарентности суверенного долга Туркменистана, детально и аргументированно исследованные в работе И.В. Никонова с соавторами, в рамках нашей авторской методологии формализуются через призму стабильно завышенного компонента, отвечающего за валютные риски [11].

Выводы. Итоги проведенного компаративного анализа наглядно доказывают, что имплементация аналитического субблока PIQ существенно увеличивает общую разрешающую способность классических оценочных шкал. Инструментарий DSI-PE позволяет эксплицировать фундаментальные причины, в силу которых государства, имеющие идентичные базовые пропорции совокупного долга к ВВП, формируют качественно полярные профили уязвимости. В плоскости ретроспективного анализа обнаруживается выраженная поляризация систем. Казахстан уверенно локализуется в безопасной зоне, что обусловлено жестко сбалансированной структурой обязательств и высоким качеством государственного менеджмента. Напротив, Кыргызстан перманентно пребывает в критическом секторе макрорисков, что диктует

необходимость немедленной реструктуризации портфеля заимствований. Текущие позиции Узбекистана, Таджикистана и Туркменистана можно охарактеризовать как промежуточные, однако общий вектор их среднесрочного развития вызывает у авторов обоснованные опасения. Вызванный пандемией, шок 2020 года обусловил асимметричный характер адаптации экономик. Полный возврат к докризисным трендам зафиксирован исключительно в Казахстане, тогда как прочие участники выборки продемонстрировали лишь частичную компенсацию спада. Данное обстоятельство служит весомым аргументом в пользу категорического отказа от унифицированных паттернов долговой политики и актуализирует внедрение дифференцированных стратегий, учитывающих эндогенную специфику конкретных государств.

Поступила: 16.06.2026;
рецензирована: 30.06.2026; принята: 02.07.2026.

Литература

1. *Adarov A.* Public investment quality and sovereign risk / A. Adarov, U. Panizza // Journal of International Money and Finance. 2026. Vol. 161. Article 103503. URL: https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2025.103503 (дата обращения: 15.06.2025).
2. International Monetary Fund. Public Investment Management Assessment (PIMA) Framework. Washington: IMF, 2015. URL: https://infrastructuregovern.imf.org/content/PIMA/Home/PimaTool/What-is-PIMA.html (дата обращения: 15.06.2025).
3. World Bank. Worldwide Governance Indicators (WGI). URL: https://www.worldbank.org/en/publication/worldwide-governance-indicators (дата обращения: 15.06.2025).
4. World Bank. International Debt Report 2023. Washington: World Bank, 2023. URL: https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/idr/products (дата обращения: 15.06.2025).
5. International Monetary Fund. Fiscal Monitor: Spending Smarter, October 2025. Washington: IMF, 2025. URL: https://www.imf.org/en/publications/fm/issues/2025/10/07/fiscal-monitor-october-2025 (дата обращения: 15.06.2025).
6. World Bank. Logistics Performance Index (LPI). URL: https://lpi.worldbank.org/ (дата обращения: 15.06.2025).
7. International Monetary Fund. Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia, October 2024. Washington: IMF, 2024. URL: https://www.imf.org/en/publications/reo/meca/issues/2024/10/24/regional-economic-outlook-middle-east-central-asia-october-2024 (дата обращения: 15.06.2025).
8. International Monetary Fund. World Economic Outlook Database, October 2024. URL: https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2024/October (дата обращения: 15.06.2025).
9. Dabla-Norris E. Investing in public investment: an index of public investment efficiency / E. Dabla-Norris [et al.] // Journal of Economic Growth. 2012. Vol. 17. No. 3. P. 235–266.
10. *Mukhamediyeva A.* Public Debt Policy Effectiveness in Enabling Sustainable Development in Central Asia / A. Mukhamediyeva // Journal of Central Asian Studies. 2025. Vol. 23. No. 4. P. 46–73. URL: https://jcas-journal.com/index.php/jcas/article/view/218 (дата обращения: 15.06.2025).
11. *Никонов И.В.* Государственный долг в странах Центральной Азии: риски и подходы к управлению / И.В. Никонов, С.А. Радионов, О.Р. Мухаметов // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2023. Т. 27. № 4. С. 550–573. URL: https://ej.hse.ru/article/download/29145/23316 (дата обращения: 15.06.2025).
12. Евразийский банк развития. Долговая устойчивость Кыргызской Республики и внешние шоки. Рабочий документ ЕФСР РД/20/1. Алматы: ЕАБР, 2020. URL: https://efsd.org/research/working-papers/rabochiy-dokument-efsr-rd-20-1-dolgovaya-ustoychivost-kyrgyzskoy-respubliki-i-vneshnie-shoki (дата обращения: 15.06.2025).