

Утверждено Постановлением  
Правительства Республики Таджикистан  
от “30” апреля 2012 года № 199

**Министерство финансов  
Республики Таджикистан**



**Стратегия управления государственным долгом  
Республики Таджикистан на 2012 – 2014 годы**

**Душанбе 2012**

## Аббревиатура

АБР	– Азиатский банк развития
ВБ	– Всемирный банк
ВВП	– Валовый внутренний продукт
ГКВ	– Государственные казначейские векселя
ГКИ	– Государственный комитет по инвестициям и госимуществу
ГУГД	– Главное Управление Государственного Долга и Финансовых Активов
ГЭ	– Грантовый элемент
ИПЦ	– Индекс потребительских цен
МВФ	– Международный валютный фонд
МФ	– Министерство финансов
МФИ	– Международные финансовые институты
МЭРиТ	– Министерство экономического развития и торговли
НБТ	– Национальный Банк Таджикистана
НСР	– Национальная стратегия развития
ПГИ	– Программа государственных инвестиций
ПРГФ	– Программа сокращения бедности и содействия экономическому росту
РТ	– Республика Таджикистан
ССБ	– Стратегия Сокращения бедности
СУГДТ	– Стратегия управления государственным долгом Таджикистана
ЦКВ	– Централизованные капитальные вложения
ЦРП	– Центр реализации проектов
ЦРТ	– Цели развития тысячелетия
ЧПС (NPV)	– Чистая приведенная стоимость

# Стратегия управления государственным долгом на 2012-2014 годы

## Содержание

<b>1. ВВЕДЕНИЕ</b> .....	<b>4</b>
<b>2. ЦЕЛЬ И ЗАДАЧИ СУГДТ НА 2012-2014 Г.Г. .....</b>	<b>4</b>
<b>3. РЕЗУЛЬТАТЫ ПРЕДЫДУЩЕЙ СТРАТЕГИИ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ.....</b>	<b>6</b>
<b>4. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ В ТАДЖИКИСТАНЕ, 2009-14 Г.Г. ....</b>	<b>8</b>
<b>5. РИСКИ, ВЛИЯЮЩИЕ НА УРОВЕНЬ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА.....</b>	<b>11</b>
<b>6. РАЗВИТИЕ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ.12</b>	
<b>7. ВЗАИМООТНОШЕНИЕ СУГДТ С ПГИ .....</b>	<b>14</b>
<b>8. ПАРАМЕТРЫ И ПОРОГОВЫЕ ЗНАЧЕНИЯ ВНЕШНЕГО ДОЛГА.....</b>	<b>15</b>
<b>9. ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....</b>	<b>18</b>

## **1. Введение**

Разработка третьей Стратегии управления государственным долгом на 2012-2014 года обусловлена изменениями финансово-экономической ситуации в стране, окончанием срока действия предыдущей стратегии управления долга и как следствие необходимостью корректировки пределов основных долговых коэффициентов определяющих устойчивость долга.

Система управления государственным долгом представляет собой взаимосвязь бюджетных, финансовых, учетных, организационных и других процедур, направленных на эффективное регулирование государственного долга и снижение влияния долговой нагрузки на экономику страны.

Качественное и эффективное управление государственным долгом означает не только отсутствие просроченных долговых обязательств, но и подразумевает целую систему принципов управления долгом, создание прозрачной системы управления с использованием четких процедур и механизмов.

Строгое следование Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2009-2011 гг. обеспечило стабильный рост и долговую устойчивость экономики Таджикистана. Так, в 2011 по сравнению с 2010 годом рост Валового внутреннего продукта увеличился на 0,9 процентных пункта, составив при этом 7,4 %<sup>1</sup>. Экспорт так же значительно возрос, увеличившись на 5,15 процента<sup>2</sup>. Соотношение номинального внешнего долга к Валовому внутреннему продукту по состоянию на конец 2011 года составило 32,5 % при пороговом уровне в 40 процентов.

Данная стратегия уделяет большое внимание дальнейшему развитию рынка государственных ценных бумаг как первичного, так и вторичного, путем расширения диапазона сроков погашения казначейских векселей, а также постепенного увеличения доли внутренних заимствований через выпуск государственных ценных бумаг.

Предусмотрено обновление Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан каждые 3 года, однако в силу складывающейся динамики изменений макроэкономических, политических и социальных факторов, предполагается возможность внесения в данную стратегию ежегодных корректировок.

## **2. Цель и задачи Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2012-14 годы**

Основная цель данной Стратегии, регулирующей управление государственным долгом, базируется на принципах предыдущей и включает в себя повышение качества управления государственным долгом и достижение его устойчивого уровня путем эффективного и целесообразного

---

<sup>1</sup> Данные Агентства по статистике при Президенте Республики Таджикистан.

<sup>2</sup> Данные Отдела макроэкономики Министерства финансов РТ

использования привлекаемых ресурсов, а также минимизации расходов по обслуживанию долга в течение долгосрочного периода времени.

Для эффективной реализации долговой политики будут предприняты следующие шаги:

1. совершенствование системы долгового управления, важными элементами которой являются надлежащий учет и мониторинг государственного долга;

2. гарантирование возможности привлечения финансовых ресурсов соответственно финансовым нуждам на протяжении продолжительного периода;

3. определение и обеспечение определенного минимума ликвидных финансовых резервов для своевременного выполнения государственных обязательств перед кредиторами в необходимом объеме и в установленные сроки. Выполнение всех необходимых мер для предотвращения ситуаций, которые могли бы отрицательно отразиться на ликвидности финансовых ресурсов;

4. соблюдение политики привлечения государственных заимствований только на высокольготных условиях (кредиты, содержащие Грантовый элемент как минимум 35%, согласно рекомендации Международного валютного фонда);

5. предоставление государственных гарантий по займам исключительно Министерством финансов. Объем выданных гарантий не должен превышать 20% от объема утвержденных государством кредитов на календарный год. Гарантии Правительства могут выдаваться в ограниченном количестве только для обеспечения процесса развития, при условии, что они будут отвечать: (а) требованиям льготности (госсектор), и (б) будут подкреплены адекватным финансовым страхованием от риска неплатежа (частный сектор). Гарантирование проектов, сумма по которым ежегодно определяется Законом Республики Таджикистан «О Государственном бюджете», должно основываться на предварительно проведенном анализе экономической приемлемости проектов, имеющих быструю окупаемость, высокий уровень рентабельности и позитивную чисто приведенную стоимость по отдачам;

6. привлечение заимствований по приоритетным направлениям Программы государственных инвестиций на основе тщательной оценки рентабельности и эффективности проектов и совершенствования институционального механизма координации и мониторинга их реализации;

7. привлечение ресурсов путем развития рынка государственных ценных бумаг с целью достижения сбалансированного портфеля заимствований, привлечения ликвидности с внутреннего рынка и расширения инструментов для проведения денежно-кредитной и фискальной политики;

8. содействие тому, чтобы частный внешний долг способствовал развитию частного сектора без оказания сильного давления на платежный баланс и стабильность обменного курса;

9. улучшение способности заимствований страны на финансовом рынке, что позволит повысить позитивный имидж заемщика.

### **3. Результаты предыдущей Стратегии управления государственным долгом**

Экономика Таджикистана пострадала в результате мирового финансово-экономического кризиса, в основном, в результате резкого сокращения международных цен и спроса на основные экспортные товары республики, объемов денежных переводов трудовых мигрантов и снижения курса национальной валюты. Это резко отразилось на одном из показателей долговой устойчивости чистой приведенной стоимости долга к экспорту, превысив пороговый уровень за 100 %, утвержденный в предыдущей Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2009-2011 гг (Таблица 1). Ситуация улучшилась в 2010 году в результате частичного восстановления объема денежных переводов трудовых мигрантов и роста мировых цен на хлопок и алюминий. Так, по сравнению с 2009 годом, в 2010 году рост реального Валового внутреннего продукта увеличился на 3,1 процентных пункта, составив 6,5 %<sup>3</sup>, экспорт так же значительно возрос, увеличившись на 18,3 процентных пункта<sup>4</sup>. Уровень номинального внешнего долга к концу 2010 года составил 34,37 % к Валовому внутреннему продукту, при пороговом уровне в 40 процентов.

Успешная реализация политики управления государственным долгом в сочетании с поддержкой экономического роста в кризисный период позволили удержать объем государственного долга на приемлемом уровне.

Сдерживание роста государственного долга в период кризиса позволило сохранить репутацию и рейтинг страны на прежнем докризисном уровне. Принятые долговые обязательства выполнялись своевременно и в полном объеме. Долговая нагрузка при этом поддерживалась на эффективном уровне в пределах до 40 % (соотношение номинального внешнего долга к Валовому внутреннему продукту).

Таблица 1. Показатели долговой устойчивости на 2009-2011 гг.

Показатели долговой устойчивости	2009	2010	2011	Пороговое значение показателя
( в процентах )				
1. Грант Элемент привлеченных кредитов	35	35	35	35
2. Долг к Валовому внутреннему продукту (в номинале)	35,8	34,4	32,5	40
3. Чистая приведенная стоимость	29,7	29,8	28,4	30

<sup>3</sup> Данные Агентства по статистике при Президенте Республики Таджикистан.

<sup>4</sup> Данные Отдела макроэкономики Министерства финансов РТ

долга к Валовому внутреннему продукту					
4. Чистая приведенная стоимость долга к экспорту	150,8	120,6	111,0	100	
5. Чистая приведенная стоимость долга к доходам бюджета	150,5	146,9	147,4	200	
6. Обслуживание долга к экспорту	18,4	6,0	5,0	15	
7. Обслуживание долга к доходам	10,0	4,1	1,8	25	

Мировой финансовый кризис, повлекший резкий спад производства в реальном секторе экономики и ухудшение макроэкономических показателей, стал испытанием на прочность для многих предприятий Таджикистана. Так, со стороны Государственного унитарного предприятия «Рохи охани Точкистон» не была осуществлена выплата задолженности перед Узбекистаном. В результате в 2010 году правительству пришлось прибегнуть к выплате обязательств Государственного унитарного предприятия «Рохи охани Точкистон» за счет стабилизационных резервов. Данная мера помогла предотвратить просрочку платежа, что соответствовало одному из принципов предыдущей стратегии.

В соответствии с предыдущей стратегией в период с 2009 по 2011 год осуществлялась умеренная политика в вопросе предоставления государственных гарантий, учитывая высокие риски «условных» обязательств. Министерство финансов придерживалось принципа, установленного в предыдущей стратегии, выдачи гарантий в исключительных случаях государственных заимствований.

Объем выданных гарантий не превысил 20 % от объема утвержденных государством кредитов на календарный год. В данный период были выданы гарантии для обслуживания коммунальных услуг, на развитие общественного транспорта города Душанбе и водоснабжение северных городов. Условия кредитов соответствовали критериям льготности.

Одной из основных задач предыдущей стратегии являлось развитие рынка государственных ценных бумаг, в целях достижения сбалансированного портфеля заимствований, привлечения ликвидности с внутреннего рынка и расширения инструментов для проведения денежно-кредитной политики. Результатом и достижением данного периода является возобновление регулярной эмиссии государственных казначейских векселей посредством аукционов, проводимых от имени Министерства финансов Республики Таджикистан Национальным банком Таджикистана.

Пересмотрена правовая база для эмиссии государственных казначейских векселей, состоящая из постановления Правительства Республики Таджикистан, принятого 17 ноября 2009 г., Соглашения между Министерством финансов Республики Таджикистан и Национальным Банком Таджикистана, которое уполномочивает Национальный Банк Таджикистана действовать в качестве агента Министерства финансов Республики

Таджикистан. В Законе Республики Таджикистан «О Государственном бюджете» на 2009, 2010 и 2011 годы устанавливались объемы выпусков государственных казначейских векселей в целях покрытия дефицита бюджета.

Обеспечение долговой устойчивости государства было достигнуто за счет строгого соблюдения утвержденной «Стратегии управления государственным долгом на 2009-2011 года», в которой были определены фискальные меры по управлению государственным долгом с целью минимизации затрат по обслуживанию имеющегося долга и предполагаемым новым внешним заимствованиям. Было обеспечено соблюдение установленных лимитов государственного долга на уровне до 40% к номинальному Валовому внутреннему продукту, соблюдены ограничения на привлечение не льготных заимствований по всем внешним обязательствам. Низкий уровень долга позволил сохранить финансовую стабильность государства, а также обеспечить эффективную реализацию приоритетных проектов развития, при своевременном и неукоснительном исполнении всех долговых обязательств страны перед внешними кредиторами.

#### **4. Макроэкономическая ситуация в Таджикистане в 2009-2014 гг.**

Влияние мирового финансового кризиса на экономику Таджикистана вызвало снижение доходов от экспорта основных товаров - алюминия и хлопка, объемов денежных переводов трудовых мигрантов, рост цен на импортируемый газ, спад промышленного производства, что привело к отрицательному сальдо торгового баланса и снижению прямых иностранных инвестиций. Реальный рост Валового внутреннего продукта в 2009 году снизился на 4,5 процентных пункта и составил 3,9%, но Правительству Республики Таджикистан удалось избежать рецессии и значительного обесценения национальной валюты, благодаря крепкой циклической политике и поддержке международного донорского сообщества.

В 2010 году экономический рост составил 6,5 % в результате роста мировых цен на экспортную продукцию. По состоянию за 9 месяцев 2011 года экономический рост составил 7,5%, что является прямым подтверждением макроэкономической стабильности в стране.

Темпы развития экономики, несмотря на влияние мирового финансового кризиса, носили весьма позитивный характер. За последние годы были внесены серьезные изменения в структуру бюджетных расходов, в сторону расширения социальных программ. Республике удалось достичь общего профицита государственного бюджета (без учета программы государственных инвестиций, финансируемых за счет внешних источников) в размере 1,9% к Валовому внутреннему продукту, превышающем целевой показатель, во многом, благодаря динамичному росту доходов бюджета. Динамика основных макроэкономических показателей за 2009-2011 года представлена в Таблице 2.

Таблица 2. Основные макроэкономические показатели за 2009-2014 гг.

	2009	2010	2011	2012*	2013*	2014*
Валовый внутренний продукт (млн. сомони)	20628,5	24704,7	30069,3	35800,0	40700,0	46900,0
Реальный рост Валового внутреннего продукта (в%)	3,9	6,5	7,4	7,0	7,2	7,3
Внешнеторговый оборот (млн.долл.США)	3578,7	3853,1	4443,3	4867,0	5270,0	5886,0
В т.ч. Экспорт	1010,0	1195,3	1256,9	1717,0	1923,0	2305,0
Импорт	2568,7	2657,8	3186,4	3150,0	3347,0	3581,0
Инфляция (в %)	5,0	9,8	9,3	10,5	9,0	7,5
Общий объем доходов госбюджета (млн.сомони)	5951,7	7023,9	8469,4	10160,6	11608,6	12923,5
Общий объем расходов госбюджета (млн. сомони)	5687,3	6710,7	8254,0	10339,6	11812,1	13157,8
Всего государственный долг (в % соотношении к Валовому внутреннему продукту)	36,54	36,41	34,8	36,5	37,3	37,6
В т.ч. внешний (в % к Валовому внутреннему продукту)	35,84	34,41	32,5	34,3	34,0	33,5
В т.ч. внутренний (в % к Валовому внутреннему продукту)	0,7	2,0	2,3	2,2	3,3	4,1
Денежные переводы мигрантов (млн. долл. США)	1,62	2,04	2,51	2,72	2,96	3,23
Курс сомони к долл. США	4,14	4,34	4,6	5,0	5,12	5,26

Источник: Отдел финансовой статистики и макроэкономики Минфина РТ

\*Данные являются прогнозными

В течение 2009-2011 гг. была продолжена активная реализация Программы государственных инвестиций, на долю которой приходится около 8% общего объема фактически сложившихся государственных расходов. Наибольший удельный вес в совокупной структуре Программы государственных инвестиций занимали проекты сельскохозяйственного сектора, топливно-энергетического комплекса, развития транспортной инфраструктуры, а также секторов здравоохранения и образования.

Принимая во внимание основные среднесрочные параметры социально-экономического развития республики, реализация стратегии управления государственным долгом на 2012-2014 года будет осуществляться в условиях ускорения темпов роста национальной экономики, постепенного снижения уровня инфляции, увеличения объемов экспорта хлопка и алюминия первичного, роста промышленного производства. Динамика прогнозных макроэкономических показателей показана в Таблице 2.

На 2012-1014 гг. Правительство Республики Таджикистан, как и в предыдущий период, определило в качестве главных приоритетов - снижение уровня бедности в стране и содействие экономическому росту.

#### Оценка работы по управлению государственным долгом.

Министерство финансов РТ в апреле 2011 года запросило Всемирный Банк провести оценку работы по управлению государственным долгом (DeMPA). Задачей миссии было проведение всеобъемлющей оценки работы по управлению государственным долгом с использованием инструмента оценки работы по управлению госдолгом (DeMPA). Отчет DeMPA, используя оценки от «A» до «D», позволяет получить общее представление о сильных и слабых сторонах управления государственным долгом в Таджикистане. При реализации данной стратегии в пределах реальных возможностей Главное управление государственного долга и государственных финансовых активов Министерства финансов Республики Таджикистан будут предприняты меры по улучшению управления государственным долгом, согласно рекомендациям DeMPA:

- ежегодное обновление параметров существующей Стратегии управления государственным долгом с целью улучшения ее результативности и эффективности;

- предоставление «Отчета о состоянии государственного долга», выполняемого отделом анализа Главного управления государственного долга и государственных финансовых активов Министерства финансов Республики Таджикистан в Маджлиси намояндагон Маджлиси Оли Республики Таджикистан;

- усиление аналитической базы и четкое описание методики определения целевых порогов индикаторов риска;

- усиление взаимодействия с отделом Внутреннего аудита, по

вопросам разработки плана эффективной аудиторской проверки государственного долга;

- включение анализа чувствительности долга к процентным ставкам, обменному курсу и др. в ежегодные отчеты, предоставляемые Правительству Республики Таджикистан;

- ежегодное проведение анализа устойчивости государственного долга;

- включение в подготавливаемые сводным отделом учета и статистики государственного долга, квартальных, полугодовых, годовых отчетов показателей риска процентных ставок и сроков погашения кредитных обязательств.

## **5. Риски, влияющие на уровень государственного долга**

Управление государственным долгом является частью системы управления финансовыми ресурсами Республики Таджикистан, поскольку государственный долг при непродуманной долговой политике является потенциальным источником экономических и политических рисков.

Стратегия управления государственным долгом нацелена на постоянное активное управление государственным долгом для снижения рисков, связанных со структурой государственного долга и активов, с долговыми операциями и стоимостью его обслуживания. Настоящая стратегия предусматривает мониторинг и анализ влияния макроэкономических факторов, платежного баланса, фискальных рисков на способность погашать и обслуживать государственную задолженность (оптимальный размер долга и объем заимствований, оптимальные стоимостные параметры долга и заимствований).

Для эффективного управления государственным долгом необходимо уменьшить влияние нижеследующих рисков:

– валютный риск (возникающий из-за обесценивания национальной валюты по сравнению с валютами займов) оказывает наибольшее воздействие на обслуживание долга, как на основную сумму, так и на проценты. Способом снижения валютного риска является его диверсификация, т.е. его представление множественными валютами, имеющими тенденцию к постепенному выравниванию. Также валютный риск является функцией макроэкономических параметров, таких как инфляция и состояние экономики;

– риск процентных ставок, возникающий из-за неблагоприятных колебаний плавающих процентных ставок, приводящих к повышению затрат на выплату процентов или снижению поступлений от перекредитованных (Субзаемных кредитов) средств. Одним из способов минимизации данного риска является отказ от использования заимствований, которым присущ высокий риск процентной ставки, т.е. осуществление заимствований с фиксированной ставкой и возможностью досрочного погашения. Таджикистан строго придерживается данной политики и на данный момент

имеет всего лишь 10% кредитов с плавающей процентной ставкой в структуре долгового портфеля;

– риск ликвидности, связанный с краткосрочным отсутствием средств государственного бюджета для своевременного исполнения своих обязательств по погашению сумм основного долга и процентных платежей. С учетом вышеизложенного, государство всегда берет в расчет структурные особенности и графики платежей по фактическому портфелю государственных долговых обязательств;

– риски по государственным гарантиям. Данный вопрос серьезно контролируется Правительством Республики Таджикистан, поэтому разработан и принят целый комплекс мер по процедуре выдачи гарантий.

Риски по долговым обязательствам Республики Таджикистан, перечисленные выше, не представляли бы угрозы государственному бюджету при наличии развитого страхового рынка, как внутри самого государства, так и на уровне международных страховых агентств, что в перспективе может позволить сберечь денежные средства, ежегодно уплачиваемые бюджетом из-за курсовых разниц или в результате увеличения котировок на Лондонской Межбанковской бирже.

Суть состоит в том, что в случае возникновения рисковых ситуаций ущерб будет выплачиваться не государственным бюджетом, а непосредственно самими страховыми компаниями, никак не влияющими на стабильность и расходную часть государственного бюджета Республики Таджикистан.

## **6. Развитие внутреннего рынка государственных ценных бумаг**

Данная стратегия имеет четкую приверженность содействию развития рынка государственных ценных бумаг. Предусматривая постепенное увеличение доли внутренних заимствований за счет высоколиквидных ценных бумаг, обеспечивая уровень государственного долга в пределах, определенных на основе анализа приемлемости долга.

Для достижения вышеуказанных целей необходимо придерживаться следующих принципов:

– план по эмиссиям должен соответствовать потребностям годового бюджета во внутреннем финансировании, а также к изменяющимся потребностям в финансировании счетов казначейства в течение года. Финансирование дефицита будет обеспечено статьями, не создающими долга (гранты, доходы от приватизации), чистым внешним заимствованием и чистым внутренним заимствованием;

– общий объем эмиссий, погашения, чистое финансирование и предполагаемые процентные платежи должны согласовываться в соответствии с планами эмиссий в рамках Министерства финансов Республики Таджикистан между главными управлениями государственного долга, центрального казначейства и государственного бюджета.

В связи со спадом спроса на покупку государственных казначейских векселей во втором полугодии 2011 года планируется проведение встреч эмитента и Национального Банка Таджикистана со всеми правомочными партнерами, на которой будут разъясняться цели и технические особенности планируемых мероприятий. До настоящего времени такие встречи не проводились, поэтому встреча планируется проводиться с правомочными партнерами в начале 2012 года. Основной целью, которой является:

- ознакомление с мнением и опытом в рамках завершенного плана эмиссий, включая оценку рынка со стороны инвесторов, удовлетворенность проведением аукционов и процессом осуществления расчетов;
- ознакомление партнеров с планом эмиссий на соответствующий год;
- обсуждение возможности предложения более широкого спектра сроков погашения; и
- обсуждение мероприятий, способствующих возникновению вторичного рынка.

В связи с тем, что существующая структура обязательств коммерческих банков не позволяет им осуществлять долгосрочные инвестиции, со стороны инвесторов предложено эмитенту расширить диапазон сроков погашения. Исходя из этого Министерство финансов Республики Таджикистан планирует рассмотреть вопрос внедрения более краткосрочного срока погашения, который не будет совпадать с самым длинным сроком погашения депозитных сертификатов Национального Банка Таджикистана (56 дней). То есть будут рассмотрены 6-8 недельные государственные казначейские векселя или, в качестве альтернативы, те же 3-месячные государственные казначейские векселя, которые будут предлагаться в рамках последовательных нескольких, более часто проводимых аукционов.

Структура внутреннего государственного долга по состоянию на конец 2011 года включает не только эмитированные казначейские векселя. Государственные долговые ценные бумаги, выделенные коммерческим банкам в обмен на долговые требования по хлопку, также являются частью портфеля внутреннего государственного долга. Работа с государственными долговыми ценностями бумагами, которые могут быть выпущены в ближайшем будущем для цели рекапитализации Национального Банка Таджикистана, так же осуществляется Главным управлением государственного долга и государственных финансовых активов Министерства финансов Республики Таджикистан. Помимо облигаций для компенсации долга по хлопку, в структуру внутреннего долга включены другие существующие статьи внутреннего государственного долга, такие как заем Национального Банка Таджикистана и эмиссия облигаций Государственного внутреннего выигрышного займа Республики Таджикистан, а также ценные бумаги для рекапитализации Национального Банка Таджикистана, которые предстоит выпустить.

Условия обращения государственных долговых ценных бумаг, эмитированных на покрытие долгов по хлопку, и тех, которые будут

выпущены в 2011 году для рекапитализации Национального Банка Таджикистана, препятствуют их выходу на рынок. Тем не менее, платежи по купонам и погашению могут финансироваться за счет соответствующего увеличения программы эмиссии обычных государственных казначейских векселей в течение последующих лет. Это приведет к постепенному превращению нерыночных внутренних государственных долговых облигаций в рыночные.

## **7. Взаимоотношение Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан с Программой государственных инвестиций**

Программа государственных инвестиций, грантов и технической помощи (Программа государственных инвестиций) Республики Таджикистан на трехлетний период разрабатывается на основании Закона Республики Таджикистана «О государственных прогнозах, концепциях и программах социально – экономического развития Республики Таджикистан» в соответствии с экономической программой Правительства Республики Таджикистан, отражающей основные приоритеты, установленные в Национальной стратегии развития на период до 2015 года (руководствуясь Целями развития тысячелетия) и в среднесрочном документе Стратегии сокращения бедности.

Программа государственных инвестиций, грантов и технической помощи ставит целью развитие и оказание поддержки основных секторов реальной экономики республики: инфраструктуры, энергетики, образования, здравоохранения, инновационных технологий, науки и агротехнологий.

Для обеспечения эффективного функционирования и выполнения всех намеченных приоритетов, целей и задач данной программы следует придерживаться следующих положений:

1) При финансировании приоритет должен отдаваться проектам, отвечающим определенному ряду установленных критериев приоритетности и качества.

2) Подготавливаемые отраслевыми министерствами проекты должны быть четко проанализированы исходя из технико-экономического обоснования и реальных возможностей бюджета.

3) Необходимо усилить мониторинг и контроль за качеством исполнения Программы государственных инвестиций.

4) Сохранить приверженность четкого распределения координационных полномочий и ответственности за исполнение Программы государственных инвестиций между Министерством Финансов, Министерством экономического развития и торговли и Государственным Комитетом инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистан.

5) Соблюдение принципа соответствия целей Программы государственных инвестиций с целями и задачами, обоснованными в Стратегии сокращения бедности.

А непосредственно сам процесс подготовки Программы государственных инвестиций должен основываться на нижеследующих концептуальных принципах:

- (а) стратегической значимости/важности, то есть, поддерживает ли проект стратегические приоритеты развития правительства;
- (б) роли Правительства, то есть должен ли проект финансироваться частным сектором или правительством, принимающим во внимание роль проекта в рыночной экономике;
- (в) экономическом обосновании, то есть определены ли все затраты по проекту и выгоды, и окажется ли проект жизнеспособным с экономической точки зрения;
- (г) воздействием на бедность, то есть получат ли бедные слои населения выгоду от проекта, и
- (д) источниками финансирования и критериями устойчивости.

## **8. Параметры и пороговые значения внешнего долга**

Принимая во внимание тенденции развития экономики и основные макроэкономические параметры, следует отметить, что республика, пройдя стадию трансформационного периода, переходит на новый уровень развития рыночных отношений. Жесткое ограничение привлекаемых заимствований сдержит экономический рост в перспективе и существенно затруднит социально-экономическое развитие, оправившейся от мирового финансового кризиса страны, в связи с ограниченностью ресурсов.

В результате стабильного развития экономики на данном этапе и в среднесрочной перспективе, сохранилась положительная тенденция увеличения роста Валового внутреннего продукта. В среднем, за последние 10 лет, реальный рост Валового внутреннего продукта составляет около 7,3 % в год. За пятилетний период Валовый внутренний продукт на душу населения увеличился с 404,8 долл. США до 737,3 долл. США, что показывает улучшение благосостояния населения республики. Необходимо отметить, что растущая динамика денежных переводов трудовых мигрантов и стабильный рост доходов от основных видов экспортной продукции республики оказывают положительное влияние на уровень развития экономики.

После согласования Стратегии с Международным Валютным Фондом, Всемирным Банком, Европейской Комиссией и соответствующими министерствами и ведомствами республики основные пороговые значения показателей привлечения внешних заимствований не изменены. Таким образом, основной показатель соотношения номинального внешнего долга к Валовому внутреннему продукту остаётся на уровне 40 %, и грант элемент привлекаемых кредитов должен составлять не меньше 35 %.

Таблица 3. Критерии оценки эффективности и целесообразности привлечения внешних заимствований:

	Наименование долгового показателя	Пороговое значение показателя
1.	Привлечение кредитов только на льготной основе, используя грант-элемент – показатель степени льготности предоставленного кредита	Минимум 35 %.
2.	Чистая Приведенная стоимость совокупного внешнего долга страны к объему Валового внутреннего продукта	30 %
3.	Чистая Приведенная стоимость совокупного внешнего долга страны к объему экспорта товаров и не факторных услуг	100%
4.	Чистая Приведенная стоимость совокупного государственного долга к доходам государственного бюджета	200 %
5.	Объем платежей по погашению и обслуживанию внешнего долга страны к объему доходов бюджета	25 %
6.	Объем платежей по погашению и обслуживанию совокупного внешнего долга страны к объему экспорта товаров и не факторных услуг	15 %
7.	Условия по определению устойчивости проектов	Различные критерии экономической приемлемости (FRR, ERR, Cost/Benefit )

\*FRR – уровень финансовой отдачи; ERR - уровень экономической отдачи; Cost/benefits – эффект затрат/выгод

Вышеуказанные параметры и пороговые значения внешнего долга используются для оценки способности страны выполнять обязательства по погашению и обслуживанию накопленного объема внешнего долга. Так, международные финансовые организации (Всемирный Банк, Международный валютный фонд, Азиатский банк развития) и страны-члены Парижского клуба применяют их для классификации государств-дебиторов и определения параметров предоставления им облегчения долгового бремени, международные рейтинговые агентства - при оценке качества (надежности) долговых обязательств и присвоении суверенных кредитных рейтингов, Организация экономического сотрудничества и развития - при расчете "стоимости" предоставляемых государствам экспортных кредитов,

суверенные заемщики - при оценке возможных последствий привлечения займов и кредитов.

Подробное описание каждого долгового показателя приведено выше в таблице 3.

1. Грант элемент - Грант элемент является широко используемым измерителем льготности. Грант элемент измеряет степень льготности кредита по отношению к коммерческим заимствованиям и широко используется для сравнения условий кредита и определения их приемлемости для экономики. В данной стратегии привлечение государственных заимствований ограничено только высоко-льготными кредитами, содержащими Грант элемент как минимум 35 %.

2. Чистая приведенная стоимость внешнего долга к объему Валового внутреннего продукта - Соотношение чистой приведенной стоимости внешнего долга/Валовый внутренний продукт - показатель нормы накопленной задолженности, позволяющий оценить уровень долговой нагрузки на экономику страны и отражающий ее потенциальные возможности переориентировать национальное производство на экспорт в целях получения иностранной валюты и обеспечения способности погасить внешний долг. Чистая приведенная стоимость долга – это сумма всех будущих обязательств по обслуживанию существующего долга (погашения основной суммы и процентов), дисконтированных по рыночной процентной ставке.

3. Соотношение Чистой приведенной стоимости внешнего долга/экспорт - второй показатель нормы накопленной задолженности - является индикатором состояния долга, отражающим имеющиеся возможности страны погасить его накопленный объем. Чем более развит экспортный сектор национальной экономики, тем больше у дебитора возможностей выполнять имеющиеся долговые обязательства перед внешними кредиторами и, соответственно, меньше значение данного показателя. В настоящей стратегии определено пороговое значение данного показателя в 100 %.

4. Показатель Чистой приведенной стоимости внешнего долга/государственные доходы - отражает уровень долговой нагрузки на государственный бюджет страны. Пороговое значение определено как 200 %.

5. Показатель соотношение платежей по погашению и обслуживанию государственного внешнего долга и доходов государственного бюджета является своеобразным критерием "ликвидности" правительства страны. Имеет существенное значение при оценке платежеспособности заемщика, доля государственных обязательств, в объеме внешнего долга которого является подавляющей. Уровень данного соотношения, равный 25%, в соответствии со стратегией считается предельным.

6. Показатель соотношение платежей по погашению и обслуживанию внешнего долга страны и годового объема экспорта товаров и не факторных услуг - является одним из индикаторов потенциальных проблем страны в области выполнения долговых обязательств перед иностранными

кредиторами. Имеет ключевое значение при анализе платежеспособности дебитора. Позволяет оценить способность страны погашать и обслуживать внешний долг с точки зрения способности правительства и резидентов приобрести необходимую им для этих целей иностранную валюту. Пороговое значение определено как 15 %.

## **9. Заключение**

Стратегия управления государственным долгом должна быть использована для разработки и подготовки Закона Республики Таджикистан «О Государственном бюджете» и определения объемов затрат на обслуживание долга, а так же для формирования Программы государственных внешних заимствований Республики Таджикистан.

Процесс исполнения Стратегии управлением государственным долгом должен постоянно подлежать мониторингу, где так же на постоянной основе должен представляться отчет об исполнении Стратегии управления государственным долгом.