

Утверждена  
Постановлением Правительства  
Республики Таджикистан  
от «31» марта 2014 года, № 214

Стратегия управления государственным долгом  
Республики Таджикистан на 2015 – 2017 годы

Преамбула

Разработка четвертой стратегии управления государственным долгом на 2015-2017 года обусловлена сохранением макроэкономической стабильности Республики Таджикистан и поддержанию сбалансированного уровня объема государственного долга. Данный документ является переработанной, модернизированной, аналитически обоснованной Среднесрочной стратегией управления государственным долгом (СУГД) на 2015-2017 годы, которая также, как и предыдущая утверждается на период в 3 года.

Одной из основных целей разработки новой Стратегии явилось создание аналитически обоснованного документа, четко разграничающего вопросы Анализа Устойчивости Долга и Стратегию управления долга ввиду следующих причин:

Анализ Устойчивости Долга рассматривает вопросы, касающиеся уровня долга. Количество и объем привлекаемых кредитов на очередной финансовый и на два последующих года определяются Программой Государственных инвестиций (ПГИ)<sup>1</sup> и Программы государственных внешних заимствований (ПГВЗ), которые являются неотъемлемой частью при формировании бюджета страны. ПГИ является основополагающей программой, в которой указывается количество кредиторов, количество текущих и планируемых кредитов, а также их разбивка по секторам экономики, где тем самым уточняется приемлемый для страны уровень заимствований на текущий финансовый и два последующих прогнозных года. Основной целью Программы государственных внешних заимствований Республики Таджикистан является повышение эффективности контроля за привлечением иностранных кредитов в Республику Таджикистан и недопущения неконтролируемого накопления внешнего долга.

Стратегия управления долгом рассматривает структуру долгового портфеля, определяет наиболее приемлемые потенциальные источники кредитования и решает вопросы максимально возможного снижения стоимости обслуживания государственного долга с учетом сопутствующего риска и индикативных показателей (норм) государственных займов.

---

<sup>1</sup> Так же методика применяется при разработке бюджета страны, где приводится прогноз на последние три года. ПГИ непосредственно интегрирована в Государственный бюджет.

## **1. Введение**

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

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

Строгое следование Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2014-2016 гг. обеспечит сохранение структуры существующего портфеля государственного долга на безопасном уровне.

В данной стратегии уделяется 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.

Так же предполагается ежегодное предоставление отчета об исполнении Стратегии управления государственным долгом Маджлиси Намояндагон Маджлиси Оли Республики Таджикистан и Правительству Республики Таджикистан.

## **2 Цели и задачи Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2015-17 годы**

Стратегия управления государственным долгом представляет собой фундаментальный документ, обобщающий основные приоритеты государства в сфере среднесрочного управления государственным долгом и определяющий инструменты, необходимые для ее исполнения.

Основной целью данной Стратегии является регулирование управление государственным долгом, базируется на принципах предыдущей, повышение качества управления государственным долгом и достижение его устойчивого уровня, путем эффективного и целевого использования привлекаемых ресурсов, а также минимизации расходов по обслуживанию долга в течение долгосрочного периода времени.

Задачами Среднесрочной стратегии управления государственным долгом является:

- совершенствование системы долгового управления, важными элементами которой являются надлежащий учет и мониторинг государственного долга;
- поддержание структуры долгового портфеля;
- гарантирование возможности привлечения финансовых ресурсов для приоритета нужд и возможностей государства на протяжении продолжительного периода;
- соблюдение всех необходимых мер для предотвращения ситуаций, которые могли бы отрицательно отразиться на ликвидности финансовых ресурсов;
- соблюдение политики привлечения государственных заимствований только на высоко-льготных условиях (кредиты, содержащие Грантовый элемент как минимум 35%, согласно рекомендации Международного валютного фонда)<sup>2</sup>;
- предоставление государственных гарантий по займам исключительно Министерством финансов.
- привлечение заимствований в координации с Программой государственных инвестиций на основе тщательной оценки рентабельности и эффективности проектов и совершенствования институционального механизма координации и мониторинга их реализации;
- поэтапное увеличение привлечения внутренних ресурсов путем развития рынка государственных ценных бумаг для диверсификации и достижения сбалансированной структуры портфеля заимствований.

Критерии привлечения государственных заимствований устанавливаются с целью поддержания оптимальной структуры портфеля государственного долга. Критерии и пороговые значения рисковой и стоимостной композиции долгового портфеля указаны в Таблице 1 настоящей Среднесрочной Стратегии управления долгом.

### 3. Результаты предыдущей стратегии управления государственным долгом.

Успешная реализация политики управления государственным долгом позволили удержать объем государственного долга на приемлемом уровне. Принятые долговые обязательства выполнялись своевременно и в полном объеме. Резкое сокращение международных цен и спроса на основные экспортные товары республики отразилось на одном из показателей долговой устойчивости чистой приведенной стоимости (ЧПС) долга к экспорту, превысив пороговый уровень в 100 %.

---

<sup>2</sup> 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 %.

В отношении остальных показателей таких как: грант-элемент привлеченных средств, номинальный долг к ВВП, ЧПС к ВВП, ЧПС к доходам бюджета и т.д. прослеживается весьма устойчивая положительная динамика (Таблица 1).

Таблица1. Показатели долговой устойчивости на 2009-2014 гг.

Показатели долговой устойчивости	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	Пороговое значение показателя
( в процентах )							
1. Грант Элемент привлеченных кредитов	35	35	35	35	35	35	35
2. Долг к Валовому внутреннему продукту (в номинале)	35,8	34,4	32,5	28,5	25,7	22,5	40
3. Чистая приведенная стоимость долга к Валовому внутреннему продукту	29,7	29,8	28,4	21,5	19,4	17,1	30
4. Чистая приведенная стоимость долга к экспорту	150,8	120,6	111,0	120,2	141,9	95,4	100
5. Чистая приведенная стоимость долга к доходам бюджета	150,5	146,9	147,4	76,4	68,1	61,2	200
6. Обслуживание долга к экспорту	18,4	6,0	5,0	8,0	11,5	7,8	15
7.Обслуживание долга к доходам	10,0	4,1	1,8	5,1	5,5	5,0	25

Источник: Министерство финансов РТ

В соответствии с предыдущей стратегией в период с 2012 по 2014 годы осуществлялась умеренная политика в вопросе предоставления государственных гарантит, учитывая высокие риски «условных» обязательств. Министерство финансов Республики Таджикистан придерживалось принципа выдачи гарантит в исключительных случаях государственных заимствований.

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

Обеспечение долговой устойчивости государства было достигнуто за счет строгого соблюдения утвержденной «Стратегии управления государственным долгом на 2012-2014 годы», в которой были определены фискальные меры по управления государственным долгом с целью минимизации затрат по обслуживанию имеющегося долга и предлагаемым новым внешним заимствованиям. Было обеспечено соблюдение установленных лимитов государственного долга на уровне до 40 процентов к номинальному Валовому внутреннему продукту, соблюдены ограничения на привлечение льготных

заемствований 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. Таджикистан в этом контексте входит в страны с умеренным долгом.

#### 4. Основные отличия новой Стратегии управления долгом на 2015-2017 гг. от предыдущей Стратегии на 2012-2014 гг.

Основной упор Стратегии 2012-2014 года был направлен на поддержку долга на устойчивом уровне (не более 40 % к ВВП в номинале) и сокращению расходов по обслуживанию долга. Однако в новой ССУГД 2015-2017 делается упор не только на поддержания долга и сокращение расходов но и создание оптимальной структуры долгового портфеля, т.е. вид кредитора, условия привлекаемых кредитов, их экономическая направленность, а также максимальная оптимизация затрат по обслуживанию долга с учетом риска стоимости.

Необходимо отметить, что важным моментом в новой стратегии 2015-2017 года является использование таких индикаторов как: Соотношения внутреннего и внешнего долга к ВВП, % внутреннего и внешнего долга в общей долговой корзине, средневзвешенная % ставка по внутреннему, внешнему долгу и в целом по всему портфелю, риск процентной ставки, риск рефинансирования, риск иностранной валюты. Помимо прямых рисков, сопутствующих портфелю государственного долга в стратегии анализировались общемировые и макроэкономические риски, оказывающие хоть косвенное, однако весьма непосредственное влияние на устойчивость государственного долга Республики Таджикистан.

Для определения наиболее устойчивой структуры государственного долга с учетом стоимости обслуживания и подверженности рискам были созданы 4 возможных сценария, которые впоследствии подвергались возможным рыночным шокам. Подобная методика определения устойчивости государственного долга в Стратегии 2012-2014 отсутствовала.

Важным отличием стратегии 2015-2017 является ее аналитическое обоснование. Для разработки новой СУГД 2015-2017 года был использован Аналитический Инструмент (АИ) MTDS V 21. После ввода долговых и макроэкономических показателей АИ анализирует текущую долговую ситуацию и считает существующие риски портфеля государственного долга. После создания стилизованных инструментов при помощи АИ можно просмотреть 4 варианта различных стратегий финансирования и более того АИ подвергает каждую из них стресс-тестами.

Совместная миссия Всемирного Банка и Международного Валютного Фонда (МВФ) посетила Душанбе в период с 30 мая по 8 июня 2012 года с целью оказания технической помощи Министерству финансов в разработке Среднесрочной Стратегии Управления Долгом. Целями миссии (MTDS) явились оказание помощи Министерству финансов в разработке всеобъемлющей стратегии управления долгом и развитие потенциала сотрудников управлений Министерства финансов, занятых вопросами выбора оптимального соотношения затрат и рисков при разработке альтернативных стратегий финансирования. Весьма полезным в работе миссии явилось участие эксперта Программы Финансового Анализа и Управления Долгами, реализуемой Конференцией ООН по Торговле и Развитию, и эксперта Международной Организации по Облегчению Долга.

При реализации управления данной стратегии Министерством финансов Республики Таджикистан были предприняты меры по улучшению управления государственным долгом, согласно рекомендациям миссии:

- Определение и анализ реалистичных потенциальных источников финансирования, включая соответствующие характеристики затрат и рисков;
- подготовка первоначальных прогнозов и идентификация рисков в ключевых областях финансовой политики – фискальной, монетарной, внешней и рыночной;
- анализ значимости и последствий реализации потенциальных стратегий для фискальной и монетарной политики и развитие рынка;
- ежегодное проведение анализа устойчивости государственного долга;
- усиление аналитической базы и четкое описание методики определения целевых порогов индикаторов риска.

## 5 Текущая макроэкономическая среда и ожидаемые прогнозы

Необходимо отметить, что мировой финансовый кризис не оказал прямого воздействия на макроэкономическую стабильность страны, однако его косвенное влияние было весьма значительно. Кризис негативно влиял на экономическую ситуацию республики посредством четырех наиболее крупных каналов: снижение мировых цен на экспортную страной продукцию, резкое сокращение доходов трудовых мигрантов, рост цен на импортируемые газ и топливо, существенное снижение потока прямых иностранных инвестиций. Как следствие, рост реального ВВП 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 2011 году наблюдается устойчивое увеличение объемов реального

производства, притока денежных переводов и постепенное снижение уровня инфляции. В 2013 году реальный рост ВВП составил 7,4%, что произошло в результате роста сельскохозяйственного и строительного секторов, а также сферы услуг. Проведение значительного объема строительных работ, поддержание стабильного обменного курса национальной валюты и сдерживание инфляции на уровне 3,7% в соответствии с прогнозом на среднесрочную перспективу будут способствовать ускорению темпов роста ВВП страны.

Несмотря на резкое отрицательное изменение внешних счетов платежного баланса страны стабильный приток капитала позволил увеличить резервы иностранной валюты. Так же негативное влияние на экономическую ситуацию в стране оказали высокие цены на продукты и рост таможенных пошлин на топливо, ввозимое с Российской Федерации. Весьма существенное улучшение макроэкономической ситуации прослеживается в 2012 и 2013 годах ввиду увеличения денежных потоков трудовых мигрантов и отмена пошлин на ГСМ со стороны Российской Федерации в конце 2013 года.

Темпы развития экономики, в период восстановления после последствий мирового финансового кризиса, носили весьма позитивный характер. За последние годы были внесены серьезные изменения в структуру бюджетных расходов, в сторону расширения социальных программ. Правительству удалось достичь общего профицита государственного бюджета (без учета программы государственных инвестиций, финансируемых за счет внешних источников) в размере 0,2% к Валовому внутреннему продукту, превышающем целевой показатель, во многом, благодаря динамичному росту доходов бюджета. Динамика основных макроэкономических показателей за 2009-2017 годы представлена в Таблице 2.

Таблица 2. Динамика основных макроэкономических показателей за 2010-2017 годы.

Показатель	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*
ВВП (млн. сомони)	24 705	30 069	36 161,1	40 524,5	46 692	53 944	61 409	69 976
Реальный рост ВВП (в%)	6,5	7,4	7,5	7,4	7,5	7,6	7,7	7,2
Внешнеторговый оборот (млн. долл. США)	3 853,1	4 443,3	5 137,6	5 284,8	5 775,8	6 320,3	6 795,5	7 465,8
В т.ч. Экспорт	1 195,3	1 256,9	1 359,4	1 163,4	1 200,5	1 360,5	1 560,2	1 802,8
Импорт	2 657,8	3 186,4	3 778,2	4 121,3	4 575,4	4 959,7	5 234,3	5 663
Инфляция (в %)	9,8	9,3	6,4	3,7	7,5	7,0	6,5	6,0

Общий объем доходов госбюджета, включая гранты (млн. сомони)	7 023,9	8 937,8	9 673,5	11 544,4	13 901	15 290	16 429,8	17 481,3
Первичные расходы бюджета	4 852,2	5 473,5	9 130,1	8 430,4	11 437,6	13 009,7	14 852	15 920,1
Расходы по процентным платежам	121,1	156,6	141,4	360	167,7	166,4	159,1	164,2
Общий объем расходов госбюджета (млн. сомони)	6 712,5	8 562,0	9 107,8	11 430	14 143,1	15 567,7	16 745,8	17 831,2
Всего государственный долг (в % к ВВП)	39,05	36,54	36,2	32,8	28,4	25,2	21,8	22,6
В т.ч. внешний (в % к ВВП)	34,37	32,50	28,56	25,4	22,5	20,0	17,3	18,6
В т.ч. внутренний (в % к ВВП)	4,68	4,0	7,64	7,1	5,97	5,2	4,6	4,0
Денежные переводы мигрантов (млн. долл. США)	2,04	2,51	2,72	2,96	3,23	-	-	-
Курс сомони к долл. США	4,37	4,75	4,76	4,76	4,82	4,92	5,01	5,11

Источник: Отдел финансовой статистики и макроэкономики Минфина РТ

\*Данные являются прогнозными

В течение 2009-2013 гг. была продолжена активная реализация Программы государственных инвестиций. 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.

## 6 Стоимостные и рисковые характеристики существующего долгового портфеля Республики Таджикистан

### a) Общекономические риски.

Управление государственным долгом является частью системы управления государственными финансовыми ресурсами Республики Таджикистан. Настоящая стратегия предусматривает проведения мониторинга и анализа влияния макроэкономических факторов, платежного баланса, фискальных рисков на способность погашать и обслуживать государственную задолженность, а также оптимальный размер долгового заимствования и стоимостные параметры долга.

В настоящий момент государственный долг Республики Таджикистан подвержен в большей или меньшей степени влиянию следующих рисков:

- Следует рассматривать возможность более низкого показателя экономического роста по сравнению с прогнозируемым, что также повлияет на снижение уровня доходов и увеличению дефицита бюджета.

- Снижения показателя экономического роста является слабо

развитый бизнес климат республики.<sup>3</sup> К тому же весьма сдерживающим активное развитие бизнеса фактором является отсутствие постоянного электропитания в районах и областях в зимний период, что обрекает предприятия и фирмы на производственные сбои и, следовательно, экономическую неэффективность. Рост инфляции в результате подверженности экономики Таджикистана к колебаниям цен на товары и топливо так же может негативно сказываться на бизнес климате страны.

- Российская Федерация по-прежнему остается основным источником денежных переводов, прямых иностранных инвестиций и главным торговым партнером Таджикистана. Процесс глобальной экономической рецессии, происходящей в странах еврозоны, казалось бы, не может прямо воздействовать на экономику республики. Однако негативному влиянию экономического кризиса стран Европы напрямую подвержена экономика России и ухудшение экономического климата в данной стране будет способствовать сокращению денежных переводов, прямых инвестиций и повышению цен на ввозимые в Таджикистан товары и топливо, что может выразиться в экономическом спаде страны.

Все вышеперечисленные возможности наступления рисковых ситуаций и ухудшения экономической обстановки в стране в долговом аспекте могут выразится в необходимости дополнительного привлечения кредитных ресурсов и, следовательно, усилию нагрузки на бюджет Республики Таджикистан и ослаблению долговой устойчивости.

#### *Б) Прямые долговые риски существующего долгового портфеля.*

На конец 2013 года внешний государственный долг Республики Таджикистан, включая выданные государством гарантии, составил 2 188,48 млн. долл. США, или 25,7 процентов от ВВП страны. Прямой внешний государственный долг составляет 23,1 процентов ВВП и ввиду четкой приверженности государства к сохранению устойчивой долговой ситуации состоит, в основном, из концессионных внешних заимствований (см. Таблицу 3). Основными и наиболее крупными кредиторами Республики Таджикистан являются Всемирный Банк, Азиатский Банк Развития и Эксимбанк КНР.

Таблица 3. Показатели внутреннего и внешнего долга Республики Таджикистан.<sup>4</sup>

	Млн. Долл. США	% от ВВП	% от общей долговой корзины	Средневзвешенная процентная ставка (%)
Внешний долг	1964,93	23,1	79,6%	1,7
Внутренний долг	608,22	7,1	20,4%	4,2
Всего долг	2573,15	30,2	100%	2,2

Источник: Расчеты Министерства Финансов

<sup>3</sup> Согласно ежегодному изданию Всемирного Банка «Показатели ведения бизнеса» в 2012 году Таджикистан занял 147 место из 183 возможных.

<sup>4</sup> Необходимо отметить, что долги НБТ и без гарантийные долги госпредприятий исключены из анализа существующих рисков долгового портфеля, так как эти долги не обслуживает бюджет страны. Включение вышеуказанных долгов может повлечь безосновательное увеличение прогноза сумм, необходимых для обслуживания долга.

Внутренний долг постоянно действующий финансовый инструмент. Государство выполняет свое текущее обязательство перед кредиторами внутри страны с помощью поддержания баланса между притоком и оттоком заемных средств и процента. Крупнейшие платежи по внутреннему долгу приходятся на 2015 год, что в обозримой перспективе увеличит объем обслуживания внутреннего долга.

В целях поддержания безопасного уровня внутреннего долга и макроэкономической стабильности необходимо удержать пороговое значение внутреннего долга к доходам бюджета не более 20 %, относительно ВВП - 7 %.

С учетом развития государственного рынка ценных бумаг, для привлечения необходимых средств в государственный бюджет, с целью финансирования социальных нужд, данные пороговых значений могут быть пересмотрены в следующей стратегии.

На конец 2013 года Внутренний долг составил 7,1 процента ВВП, но в дальнейшем данный показатель будет уменьшаться, ввиду того что основные выплаты приходятся на 2015 год. Внутренний долг состоит из:

- Государственных векселей Министерства финансов РТ (долг хлопкосеющих хозяйств) на сумму 295 млн. сомони;
- Казначейских векселей Министерства финансов РТ на сумму 153,8 млн. сомони;
- Государственных векселей для рекапитализации НБТ на сумму 400 млн. сомони;
- Государственных казначейских векселей сроком 91 день для покрытия дефицита бюджета;
- Государственных выигрышных лотерейных займов - 10 млн. сомони;
- Государственных векселей для капитализации Агроинвестбанка, составляющего 200 млн. сомони;
- Государственных векселей для капитализации Агроинвестбанка, составляющего 500 млн. сомони;
- А также векселей, выпущенных в целях увеличения доли Правительства РТ в уставном капитале МФИ.

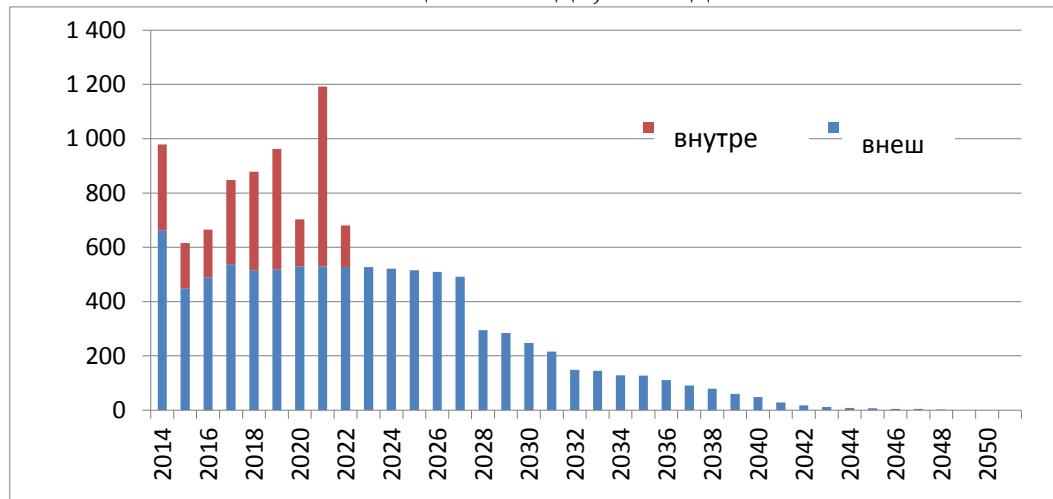
Низкий показатель общей средневзвешенной процентной ставки по всему долговому портфелю, равной 1,7 процента, несмотря на довольно высокую средневзвешенную процентную ставку по внутреннему долгу, равную 4,2 процента, обусловлен большим количеством высокольготных кредитов в общем долговом портфеле, процентные ставки по которым варьируются в отрезке от 0,75 до 3 процентов.

Ввиду того, что возможность финансирования государственного бюджета за счет двусторонних и многосторонних доноров остается весьма стабильной в среднесрочной перспективе риск рефинансирования является весьма умеренным. Средний период погашения всего государственного долга

составляет 8,5 лет.

Данные показатели свидетельствуют о стабильной долговой ситуации республики. Амортизационная структура долгового портфеля является плавной, что показано на Рисунке 1. Исключением лишь являются пики в 2018 и 2021 годах ввиду наступления сроков по выплате долгов хлопкового сектора и задолженности перед НБТ. Следует отметить, что ГКВ, выпускаемые сроком на 91 день представляют собой риски рефинансирования и процентной ставки, однако ввиду небольшого количества в общей структуре долгового портфеля их влияние весьма ограничено.

Диаграмма 1. Структура погашения государственного долга по состоянию на конец 2013 года, млн. долл. США



Источник: Расчеты Министерства финансов.

Подверженность портфеля государственного долга к риску процентной ставки является низкой (см. Таблица 4). Это обуславливается фактом того, что всего 16 из 129 активных долговых обязательств<sup>5</sup>, или 2,7 процента от общего внешнего государственного долга, являются кредитами с плавающей процентной ставкой. Следует отметить, что внутренний долг наиболее подвержен риску процентной ставки ввиду наличия внутренних кредитов, привязанных к инфляционной банковской процентной ставке и выпуском краткосрочных ГКВ.<sup>6</sup>

Таблица 4. Риск рефинансирования и процентной ставки, по состоянию на конец 2013 года.

	Внешний долг	Внутренний долг	Всего
Риск процентной ставки			
Долг с фиксированной процентной ставкой (%)	97,3	58,3	88,4
Долг с процентной ставкой, изменяющейся в 2014 году	9,1	41,7	16,5

<sup>5</sup> В основном, это гарантии, выданные государством под кредиты Европейского Банка Реконструкции и Развития, момент выплаты по которым может наступить лишь в случае дефолта.

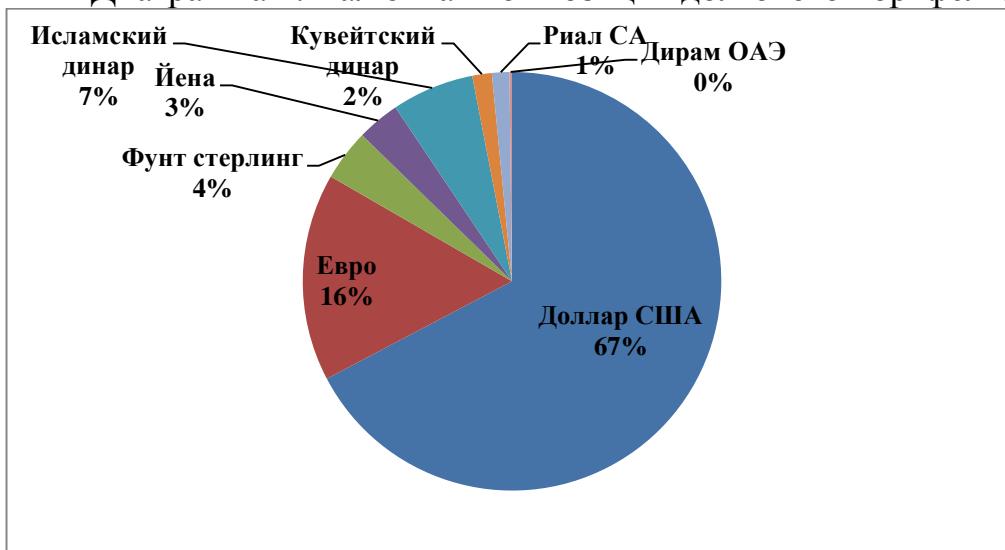
<sup>6</sup> Процентная ставка по ГКВ является фиксированной, однако ввиду весьма короткого срока их обращения (всего 91 день) приходится каждый раз проводить заимствование на весьма неопределенных условиях по новой процентной ставке.

Среднее время до изменения ставки (год)	9,6	4,1	8,3
Риск рефинансирования			
Долг, необходимый погасить в 2014 г. (%)	7,1	0,6	5,6
Среднее время до полного погашения долга (%)	9,6	6,7	8,9

Источник: Расчеты Министерства Финансов

Существующий портфель государственного долга весьма подвержен угрозе валютного риска. На Диаграмме 2 показана валютная композиция долгового портфеля, которая явно демонстрирует доминирование заимствований, осуществленных или обслуживаемых в долларах США (67 процентов всей валютной корзины существующего портфеля государственного долга).<sup>7</sup> Следовательно, высока вероятность увеличения стоимости долгового портфеля из-за обесценения сомони по отношению к доллару США. Однако, необходимо также отметить, что валютный риск сможет повлиять на стоимость обслуживания внешнего долга, предусмотренного в государственном бюджете страны.

Диаграмма 2. Валютная композиция долгового портфеля.<sup>8</sup>



Источник: Расчеты Министерства финансов РТ.

Риск ликвидности это риск, связанный с отсутствием денежных средств государственного бюджета для своевременного исполнения обязательств по погашению сумм основного долга и процентных платежей. Следует отметить, что угроза подверженности государственного долга РТ данному виду риска невысокая, так как в структуре долгового портфеля на конец 2013 года краткосрочные кредиты представляют сумму в размере 25 млн. сомони и проценты по обслуживанию являются невысокими. Срок погашения остальных кредитов варьируется в среднем от 5 до 40 лет, структурные особенности и

<sup>7</sup> Столь высокий показатель обусловлен большим количеством кредитов, деноминированных в СПЗ, обслуживание которых осуществляется в долл. США, и кредитов Исламского Банка, деноминированных в Исламских динарах, курс которых равен курсу СПЗ.

<sup>8</sup> Хотя в валютной корзине государственного долга нет кредитов, заимствованных в японской йене или британских фунтах стерлингах наличие кредитов деноминированных в СПЗ автоматически подразумевает существование вышеназванных в валютах в долговом портфеле. По состоянию на 30 декабря 2010 года валютная структура СПЗ является следующей: Доллар США – 41,9%; Евро – 37,4%; Британский фунт стерлинг – 11,3%; Японская йена – 9,4%. Источник: <http://www.imf.org/external/np/tre/sdr/sdrbasket.htm>

графики платежей по которым всегда тщательно рассчитываются и прогнозируются.

Риски по государственным гарантиям. Данный вопрос серьезно контролируется Правительством, поэтому разработан и принят целый комплекс мер по процедуре выдачи гарантий (см. Глава 7).

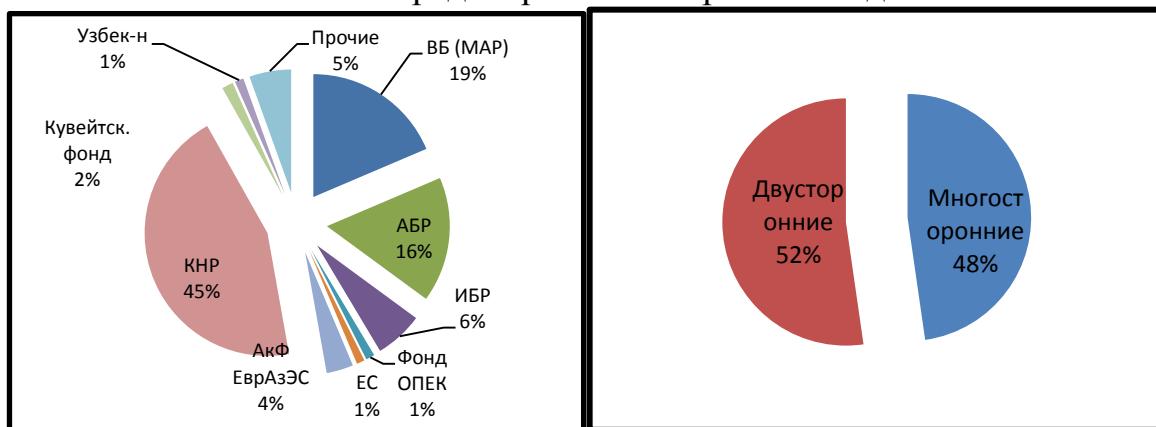
## 7 Стратегия финансирования государственного и гарантированного государством долга на 2015- 2017 гг.

### *A) Существующие и потенциальные источники финансирования*

С целью поддержания в долгосрочной перспективе показателей долга на стабильном уровне Республика Таджикистан будет продолжать политику осуществления внешних заимствований на льготной основе. Финансирование нужд государства может осуществляться за счет высокольготных кредитов, грант элемент которых не может быть меньше чем 35%.

Основные кредиторы Республики Таджикистан по состоянию на конец 2014\* года показаны на диаграмме 3.

Диаграмма 3. Структура долгового портфеля РТ по категории кредиторов на январь 2014 года.



Источник: Министерство финансов РТ.

Эксимбанк Китайской Народной Республики остается одним из основных партнеров Республики Таджикистан на данный момент. Наблюдается устойчивое увеличение финансирования проектов, решающих проблемы энергетической независимости и транспортного развития, осуществляемых за счет кредитных средств Эксимбанка КНР. Начиная с 2007 года количество привлеченных кредитов увеличилось с 216,7 млн. долл. США до 1,0 млрд. долл. США в 2013 году. Проекты, финансируемые за счет кредитов КНР составляют более 40% всего кредитного портфеля Республики Таджикистан.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> После анализа устойчивости долга (DSA), проведенного совместно Всемирным Банком и МВФ, Таджикистану была присвоена высокая степень подверженности долговому кризису в случае наступления критических ситуаций (таких как: сильная девальвация национальной валюты, сокращение роста ВВП и экспорта). Следовательно, такие Международные Финансовые Институты как Всемирный Банк и

Более того, ожидается дальнейшее сотрудничество Республики Таджикистан с Антикризисным фондом ЕврАзЭс в сфере бюджетной поддержки, а также такими кредиторами как Исламский Банк Развития, Саудовский фонд, Кувейтский фонд исламского развития, Фондом Абу-Даби.

Необходимо отметить, что данная стратегия привержена к развитию внутреннего рынка ценных бумаг, путем расширения количества инструментов внутреннего заимствования и увеличения сроков погашения по выпускаемым Государственным Казначейским Векселям. Поэтому в будущем предполагается увеличения финансирования нужд государства за счет внутренних источников.

### *Б) Принятая стратегия финансирования*

Данная часть обосновывает наиболее возможную и оптимальную в современных для Таджикистана экономических условиях стратегию финансирования с точки зрения ее стоимости и риска.

Детерминистическая<sup>10</sup> модель анализа- модель, обуславливающая причинно-следственную связь явлений и процессов, разработанная Всемирным Банком и МВФ и используемая в развитых странах мира так же была применена для разработки настоящей Стратегии государственного долга на 2015-2017 годы.<sup>11</sup>

Ввиду отсутствия собственной кривой доходности на внутреннем рынке Таджикистана, данная кривая была рассчитана на основе кривой доходности форвардов Американского Казначейства<sup>12</sup> и ожидаемой инфляционной разницы. Последний Индекс Облигаций Развивающихся Стран (Emerging Market Bond Index (EMBI)) установил страновой спред<sup>13</sup> для Таджикистана и схожих с Таджикистаном экономик в отрезке от 500 до 600 базисных пункта (б.п.).<sup>14</sup> В данном анализе был использован минимально возможный кредитный спред в 500 б.п.

Азиатский Банк Развития в Страновых Стратегиях Партнерства (CPS) предусматривают лишь выдачу грантовых средств. Поэтому выдача кредитных средств данными кредиторами в среднесрочной перспективе не рассматривается.

<sup>10</sup> В переводе с латинского «determinare» – определять. Модель, обуславливающая причинно-следственную связь явлений и процессов. В данном случае задаваемых показателей и параметров.

<sup>11</sup> Главными целями, рассматриваемыми при разработки данных моделей были: четкое определение цели, сокращение стоимости обслуживания долга в краткосрочной перспективе и развитие внутреннего рынка ценных бумаг.

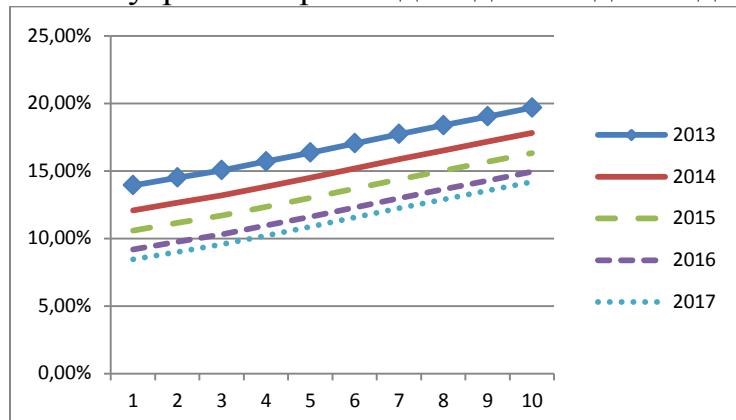
<sup>12</sup> <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.shtml>

<sup>13</sup> В переводе с английского «spread» - маржа. Разница между самым низким и самым высоким показателем. Термин часто используется для обозначения разницы между покупной и продажной ценами товаров, курсами ценных бумаг на день заключения и день исполнения сделки, между ценой покупателя и ценой продавца, широко используемые в биржевом, страховом и банковском деле.

В данном случае спред обозначает увеличение доходности по ц/РТ по сравнению с форвардами Американского Казначейства.

<sup>14</sup> К примеру, для таких стран как Камбоджа, Гондурас, Украина и Венесуэла кредитный рейтинг, присужденный компанией Moody's равен B2, следовательно, кредитный спред для этих стран будет составлять 500 б. п. Кредитный рейтинг для таких стран как Аргентина, Беларусь, Босния и Герцеговина, Ямайка, Молдова, Никарагуа и Пакистан равен B3, что соответствует кредитному спреду в 600 б.п.

Диаграмма 4. Внутренняя кривая доходности для Таджикистана.

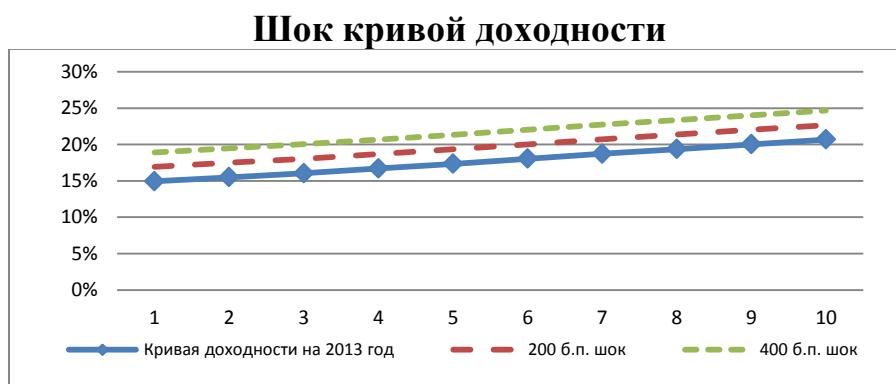


Источник: Расчеты Министерства финансов РТ

Каждая из предполагаемых стратегий с целью отбора наиболее оптимальной с точки зрения стоимости и вероятности риска подвергалась четырем разнообразным видам шоков:

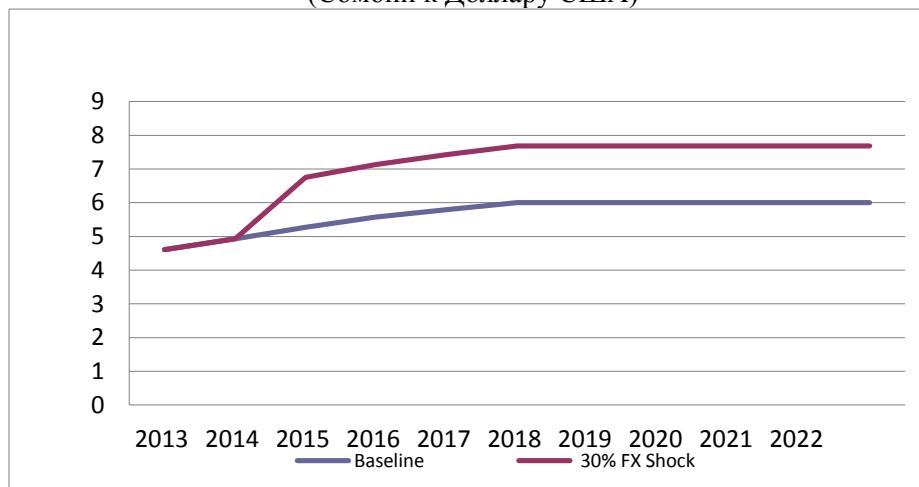
- Шок обменного курса. Перманентная девальвация курса сомони по отношению к доллару США в 30 процентов. Данная концепция позволит проследить изменение поведения долга в случае существенного увеличения показателя инфляции, что наблюдалось в течение прошлых 15 лет.
- Шок процентной ставки № 1. Увеличение процентной ставки до 400 б.п. В отношении внутреннего долга - увеличение кредитного спреда по кривой доходности до 600 б.п. Это позволит проследить влияние мирового кризиса процентных ставок на экономику Таджикистана.
- Шок процентной ставки № 2. Данный шок рассматривает схожие с шоком процентной ставки № 1 условия, уменьшенные на 50% плюс комбинация шока обменного курса.
- Комбинированный шок. Рассматривает в совокупности рост процентных ставок по кредитам вместе с шоком процентной ставки № 2 и 15%-ой девальвации национальной валюты по отношению к доллару США.

Диаграмма 5. Иллюстрация предполагаемых рыночных шоков.



## Шок обменного курса

(Сомони к Доллару США)



Источник: Расчеты Министерства финансов РТ

После тщательного анализа нескольких вариантов стратегий на предмет их стоимости и уровня риска в различных шоковых условиях, а также с точки зрения их наибольшей приемлемости в современных для Таджикистана экономических условиях и на среднесрочную перспективу была принята соответствующая стратегия финансирования.

Однако следует отметить, что данная стратегия финансирования была разработана в негибких условиях с наличием таких существенных ограничений как возможность привлечения лишь высокольготных кредитов с грант элементом не менее 35% и слабой развитости рынка ценных бумаг.

Структура финансирования нужд государства за счет привлечения кредитных средств на последующие три года выбрана в следующем процентном соотношении:

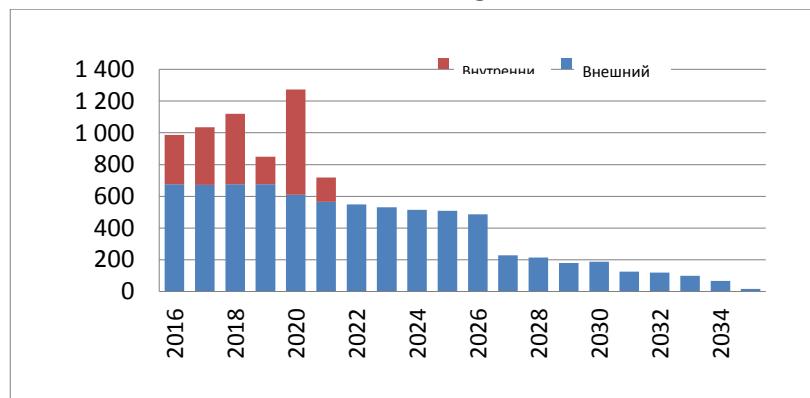
Таблица 5. Структура финансирования государственного долга на 2015-2017\* гг.

	% финансирования в		
	2015	2016	2017*
Всемирный Банк	0,00%	0,00%	0,00%
Азиатский Банк; Исламский Банк Развития; Эксимбанк КНР	39,95%	53,93%	57,5
Франция; Германия	4,63%	0,00%	0,00%
ОПЕК; Саудовский фонд; Кувейтский фонд; фонд Абу-Даби	17,48%	3,92%	9,0
Европейский союз; ЕБРР; Европейский Инвестиционный Банк	28,69%	31,79%	22,8

Источник: Расчеты Министерства финансов РТ

При данном раскладе амортизационная структура погашения государственного долга является плавно убывающей, что наглядно продемонстрировано на Диаграмме 6.

**Диаграмма 6. Структура погашения долга по состоянию на конец 2017 года, согласно принятой стратегии финансирования, млн. долл. США**



Источник: Расчеты Министерства финансов РТ

Как уже отмечалось ранее стратегия финансирования была принята в весьма негибких условиях при наличии существенных ограничений. Однако, используя инструмент детерминистического анализа ряда возможных сценариев стратегий финансирования, удалось достичь возможности существенного снижения стоимости портфеля государственного долга при сохранении среднего показателя уровня риска, что и являлось одной из главных целей, преследуемых при разработке Стратегии управления государственным долгом на 2015-2017 гг. Показатели, позволяющие сравнить тенденцию основных долговых индикаторов по состоянию на конец 2014\* года с показателями по состоянию на конец 2017\* года, достижение которых может оказаться следствием соблюдения принятой стратегии финансирования, приведены в Таблице 6.

**Таблица 6. Сопоставительный анализ основных долговых показателей.**

ПОКАЗАТЕЛЬ	По состоянию на конец 2013 года	По состоянию на конец 2017* года
Номинальный долг (внутренний и внешний) к ВВП (в %)	30,2	21,40
ЧПС долга к ВВП (в %)	19,4	14,3

	Фактическая средневзвешенная процентная ставка (в %)	2,2	2,7
Риск рефинансирования	СВП Внешнего долга ( в годах)	9,6	4,4
	СВП Внутреннего долга ( в годах)	6,7	4,2
	СВП Всего портфеля ( в годах)	8,9	4,4
Риск процентной ставки	СВ ИПС ( в годах)	8,3	4,9
	Долг ИПС в следующем году ( в годах)	16,5	14,3
	Долг с ФПС (% от общего)	88,4	96,7
Риск иностранной валюты	Долг в ИВ (% от общего)	77,3	67,3
	Долг в ИВ ( % от международных резервов)	24,4	13,6

СВП - Среднее время до погашения

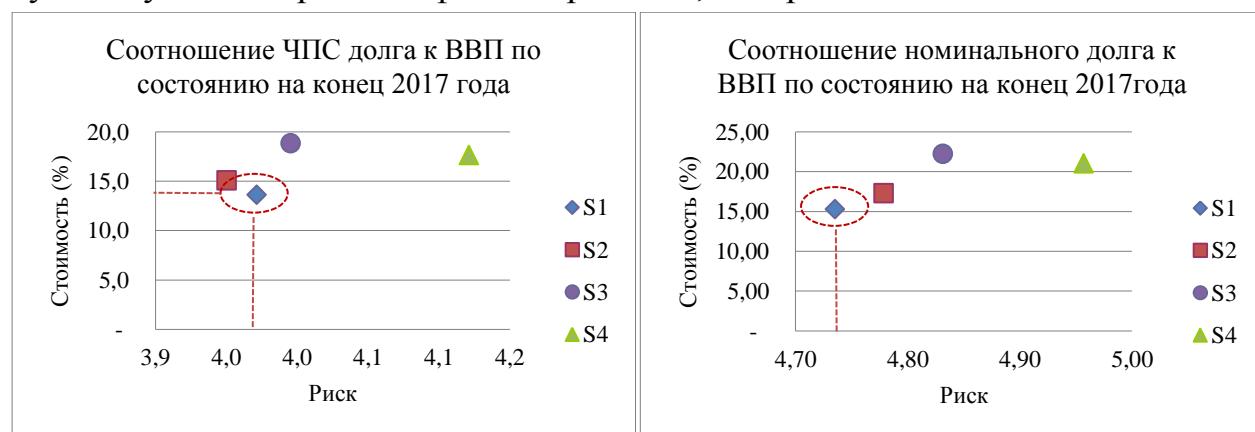
СВ ИПС - Среднее время изменения процентной ставки

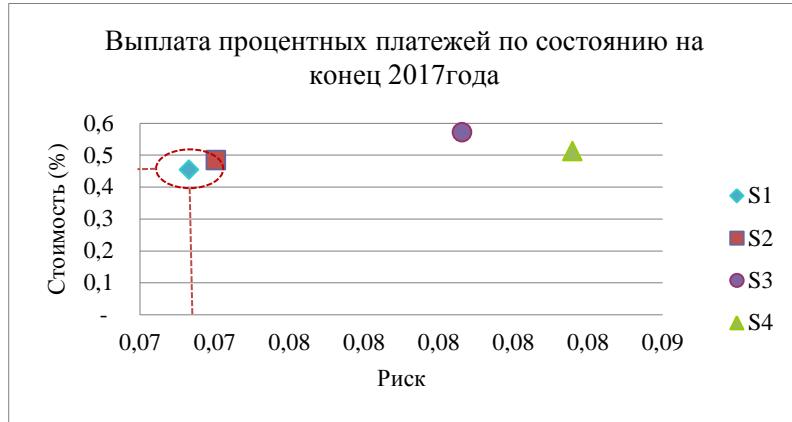
ИВ - иностранная валюта

ФПС – фиксированная процентная ставка

Источник: Расчеты Министерства финансов РТ

Далее приводятся диаграммы, на которых приведены комбинации проанализированных стратегий и наглядно демонстрирующие причины выбора существующей стратегии финансирования, которая отмечена как S1.





Нижеследующие параметры и пороговые значения рисковой и стоимостной композиции долгового портфеля установлены с целью поддержания оптимальной структуры портфеля государственного долга, с точки зрения его максимальной приемлемости и сбалансированности с учетом цены и степени риска.

**Параметры и пороговые значения рисковой и стоимостной композиции портфеля государственного долга:**

	Наименование долгового показателя	Пороговое значение показателя
1.	Привлечение кредитов только на льготной основе, используя грант-элемент – показатель степени льготности предоставленного кредита	Минимум 35 %.
2.	ЧПС долга к ВВП (в %)	30 % <sup>15</sup>
3.	Фактическая средневзвешенная процентная ставка (в %)	Интервал от 0 до 3%
4.	Среднее Время до Погашения Внешнего долга (в годах)	9 – 4 года
5.	Среднее Время до Погашения Внутреннего долга (в годах)	От 4 до 7 лет
6.	Среднее Время до Изменения Процентной Ставки (в годах)	В пределах от 7 до 4 лет
7.	Долг, процентная ставка по которому изменится в следующем году	Не более 17%

<sup>15</sup> Согласно программе, планируемой к проведению совместно с МВФ в среднесрочной перспективе он не может превышать 30%. Здесь он приводится лишь в информативных целях для возможности обзора более полной картины долговой ситуации.

8.	Долг с фиксированной % ставкой (% от общего долгового портфеля)	Не менее 85%
9.	Долг в иностранной валюте (% от общего)	Не более 85% <sup>16</sup>

## 8 Государственные гарантии

Государственные гарантии сами по себе не являются прямым государственным долгом, однако несут в себе потенциальный риск выплаты и обслуживания, гарантированных государством долговых обязательств, в случае дефолта заемщика.

С целью максимального сокращения риска, сопутствующего выдачи гарантированных государством долговых обязательств предпринимается следующие меры:

- Предоставление государственных гарантий по займам от имени Правительства Республики Таджикистан может исключительно Министерство финансов;
- Объем выданных гарантий не должен превышать 20% от объема утвержденных государством кредитов на календарный год.
- Государственные 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.
- Выдача гарантии любому предприятию или организации должна быть подкреплена подтверждением платежеспособности заемщика, выданным независимым экспертом или компетентной организации.
- Приоритет при выдаче государственных гарантий будет отдаваться лишь проектам национального значения;
- Гарантирование проектов должно основываться на предварительно проведенном анализе экономической приемлемости проектов, имеющих быструю окупаемость, высокий уровень рентабельности и позитивную чисто приведенную стоимость по отдачам.

Диаграмма 7. Динамика гарантированного государством долга.

---

<sup>16</sup> Ввиду того, что подверженность существующего долгового портфеля риску обменного курса весьма высока, в дальнейшем планируется сокращение доли кредитов, номинированных в иностранной валюте путем постепенного наращивания темпов заимствования на внутреннем рынке.



Источник: Министерство финансов РТ.

## 9 Развитие внутреннего рынка государственных ценных бумаг

Данная стратегия имеет четкую приверженность содействию развития рынка государственных ценных бумаг. В настоящее время развитие государственного рынка ценных бумаг (ГРЦБ), является одним из приоритетных направлений фискальной и денежно-кредитной политики. Целью данной стратегии не является привлечение огромного количества внутренних заимствований, а постепенное развитие рынка, расширение базы инвесторов, диверсификация видов инструментов внутреннего заимствования, путем выпуска новых ценных бумаг, сроки погашения по которым будут варьироваться в пределах от 2 недель до 3 лет и обеспечение уровня государственного долга на устойчивом уровне, а также развития вторичного рынка ценных бумаг.

Для достижения вышеуказанных целей необходимо придерживаться следующих принципов:

- План по эмиссиям должен быть привязан к 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 и внутренним заимствованиям.

- Общий объем эмиссий, погашения, чистое финансирование и предполагаемые процентные платежи должны согласовываться в соответствии с планами эмиссий в рамках Министерства финансов между Главными управлениями Государственного бюджета, Центрального казначейства и государственного долга, с учетом сбалансированности государственного бюджета.

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 планирует рассмотреть вопрос внедрения более краткосрочного срока погашения, который не будет совпадать с самым длинным сроком погашения депозитных сертификатов НБТ (56 дней). То есть будут рассмотрены 6-8 недельные ГКВ или, в качестве альтернативы, те же 3-месячные ГКВ которые будут предлагаться в рамках последовательных нескольких, более часто проводимых аукционов.

Структура внутреннего государственного долга по состоянию на конец 2013 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. Помимо облигаций для компенсации долга по хлопку, в структуру внутреннего долга включены другие существующие статьи внутреннего государственного долга, такие как эмиссия облигаций Государственного внутреннего выигрышного займа Республики Таджикистан, ценные бумаги для рекапитализации НБТ, а также облигации, выпущенные в счет капитализации ОАО «Агроинвестбанка».

Условия обращения государственных долговых ценных бумаг, эмитированных на покрытие долгов по хлопку, рекапитализации НБТ и капитализации Агроинвестбанка препятствуют их выходу на рынок. Тем не менее, платежи по купонам и погашению могут финансироваться за счет соответствующего увеличения программы эмиссии обычных ГКВ в течение последующих лет. Это приведет к постепенному превращению нерыночных внутренних государственных долговых облигаций в рыночные.

## 10 Заключение

Стратегия управления государственным долгом является основополагающим документом с целью разработки и подготовки закона о государственном бюджете и определения объемов затрат на обслуживание долга, а также для формирования Программы государственных внешних заимствований РТ.

Процесс исполнения Стратегии управлением государственным долгом должен постоянно подлежать мониторингу, а также на ежегодной основе должен предоставляться отчет об исполнении Стратегии управления государственным долгом Правительству и Маджлиси Намояндагон Маджлиси Оли Республики Таджикистан.