



МИНИСТЕРСТВО ФИНАНСОВ РЕСПУБЛИКИ
ТАДЖИКИСТАН

Среднесрочная стратегия
управления государственным долгом Республики
Таджикистан на 2024-2026 годы

Утверждена
постановлением Правительства
Республики Таджикистан
от «30» декабря 2023 года, №587

Среднесрочная стратегия управления государственным долгом
Республики Таджикистан на 2024-2026 годы

1. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

1. Среднесрочная стратегия управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2024-2026 годы (далее – Стратегия) является документом среднесрочного планирования и прогнозирования основных приоритетов государства в сфере управления государственным долгом, определяющим инструменты её исполнения.

2. Стратегия разработана в соответствии с требованиями статьи 20 Закона Республики Таджикистан «О государственном и гарантированном государством долге», положений Конституции Республики Таджикистан, а также отраслевых нормативных и правовых актов. Согласно части 3 статьи 20 Закона Республики Таджикистан «О государственном и гарантированном государством долге» стратегия при необходимости ежегодно пересматривается.

3. В целях своевременного финансирования государственных инвестиционных проектов, покрытия дефицита государственного бюджета и платёжного баланса Правительство Республики Таджикистан осуществляет внешние и внутренние заимствования в рамках приоритетов, утверждённых в рамках Национальной стратегии развития Республики Таджикистан на период до 2030 года и Среднесрочной программы развития на 2021-2025 годы.

4. Стратегия представляет собой продолжение предыдущей Стратегии управления государственным долгом РТ на 2021-2023 годы, пересмотренной для периода 2024-2026 годов с учётом прогноза динамики государственного долга для среднесрочного периода и ключевых макроэкономических показателей, использованных в процессе разработки государственного бюджета на 2024 год. Стратегия устанавливает цель и задачи управления государственным долгом, оценивает риски, связанные с управлением государственным долгом, а также действия, которые

должны быть предприняты органами государственной власти с целью обеспечения финансирования потребностей Правительства и улучшения структуры портфеля государственного долга для обеспечения устойчивости фискальной политики Республики Таджикистан.

5. Стратегия фокусируется на описании стратегии финансирования потребностей Правительство по базовому сценарию и выявлению сопутствующих факторов стоимости и рисков. Стратегия разработана с учётом регистрируемых темпов изменения цен (т.е. инфляции), процентных ставок и обменного курса в Республике Таджикистан, а также с учётом мер денежно-кредитной политики Национального банка Таджикистана, сложившейся ситуации на внутреннем финансовом рынке и её воздействия на финансирование дефицита государственного бюджета, утверждённого ежегодным бюджетным законодательством Республики Таджикистан и соответствующими среднесрочными прогнозами на трёхлетний период.

2. ЦЕЛЬ И ЗАДАЧИ СТРАТЕГИИ

6. Основной целью управления государственным долгом Республики Таджикистан является обеспечение потребностей Правительства Республики Таджикистан в финансировании путём привлечения заёмных средств с минимально возможными издержками в среднесрочной и долгосрочной перспективе при разумной степени риска, создание и поддержание функционального рынка государственных ценных бумаг.

7. В контексте макроэкономической ситуации, а также приоритетов налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики государства двумя основными задачами Стратегии являются:

1) удовлетворение потребностей в финансировании государственного бюджета путём привлечения заёмных средств при контролируемом уровне риска и воздействии на устойчивость налогово-бюджетной политики Республики Таджикистан:

- реализация задачи будет осуществлена путём регулярного мониторинга параметров долга и ежегодного анализа устойчивости долга ответственными работниками Министерства финансов Республики Таджикистан, разработки, утверждения и реализации трёхлетних программ государственных внешних и внутренних заимствований, ежегодно утверждаемых Правительством

Республики Таджикистан и Маджлиси Намояндагон Маджлиси Оли Республики Таджикистан, разработкой и утверждением методологии проведения анализа кредитных рисков при рассмотрении новых заимствований и государственных гарантий, и управлением параметрами рисков путём установления лимитов воздействия по трём видам рисков: валютного риска, риска процентной ставки и риска рефинансирования. Эти лимиты воздействия (риска) представлены в таблице 1.

Таблица 1: Показатели рисков, связанных с государственным долгом Республики Таджикистан на 2024-2026 годы

Показатели рисков на 2024-2026 годы	Значение на 2024-2026 годы
Валютный риск	
Доля внутреннего государственного долга в совокупном государственном долге (% от общего объёма)	Не более 15,0%
Доля государственного долга в иностранной валюте (% от общего объёма долга)	Не более 85,0%
Риск рефинансирования	
Доля государственного долга, подлежащего оплате в течение одного года (% от общего объёма дохода государственного бюджета)	Не более 25,0%
Средний срок погашения долга по всему портфелю государственного долга (количество лет)	10-15 лет
Государственные ценные бумаги, выпущенные на первичном рынке, подлежащие оплате в течение одного года (% от общего объёма выпуска)	Не более 75,0%
Риск процентной ставки	
Доля государственного долга с плавающей процентной ставкой (% от общего объёма)	Не более 15,0%

- установленные интервалы показателей риска согласно таблице 1 позволят обеспечить высокую степень гибкости в управлении государственным долгом в целях реагирования на изменения условий финансовых рынков и представляют желаемую структуру портфеля государственного долга. Разрешаются незначительные отклонения от предложенных лимитов (пределов) при условии, если они не создают дополнительных финансовых рисков.

2) сокращение степени риска устойчивости государственного долга путём улучшения структуры портфеля государственного долга. Реализация задачи будет осуществлена посредством своевременного погашения обязательств Правительства Республики Таджикистан по евробонду, выпущенному в 2017 году, и принятия мер по обеспечению льготного заимствования в установленных пределах (по отношению к валовому внутреннему продукту и другим показателям), диверсификации долгового портфеля через постепенное развитие рынка государственных ценных бумаг и сопутствующей благоприятной регулятивной среды, улучшения позиций Республики Таджикистан в суверенном рейтинге, присуждаемом международными рейтинговыми агентствами, а также сокращения доли гарантированного и нельготного заимствования в общей структуре портфеля государственного долга.

3. ОХВАТ СТРАТЕГИИ И ОПРЕДЕЛЕНИЕ БАЗОВОЙ ВАЛЮТЫ

8. Представленные в Стратегии данные основаны на фактических данных по состоянию на конец 2022 года и октябрь 2023 года, а прогнозы на предстоящий период могут быть изменены в зависимости от приоритетов финансирования, макроэкономической ситуации и развития рынка государственных ценных бумаг.

9. Стратегией охвачен весь государственный долг согласно определению, приведённому в Законе Республики Таджикистан «О государственном и гарантированном государством долге». В определении данного закона и охват данной Стратегии не входят какие-либо обязательства местных исполнительных органов государственной власти, однако в Стратегию помимо внутреннего и внешнего государственного долга включены долговые обязательства предприятий, под государственную гарантию.

10. Базовой валютой, в которой приведены все номинальные показатели государственного долга в рамках данной Стратегии, является доллар США, кроме случаев представления некоторых показателей внутреннего долга в национальной валюте – сомони.

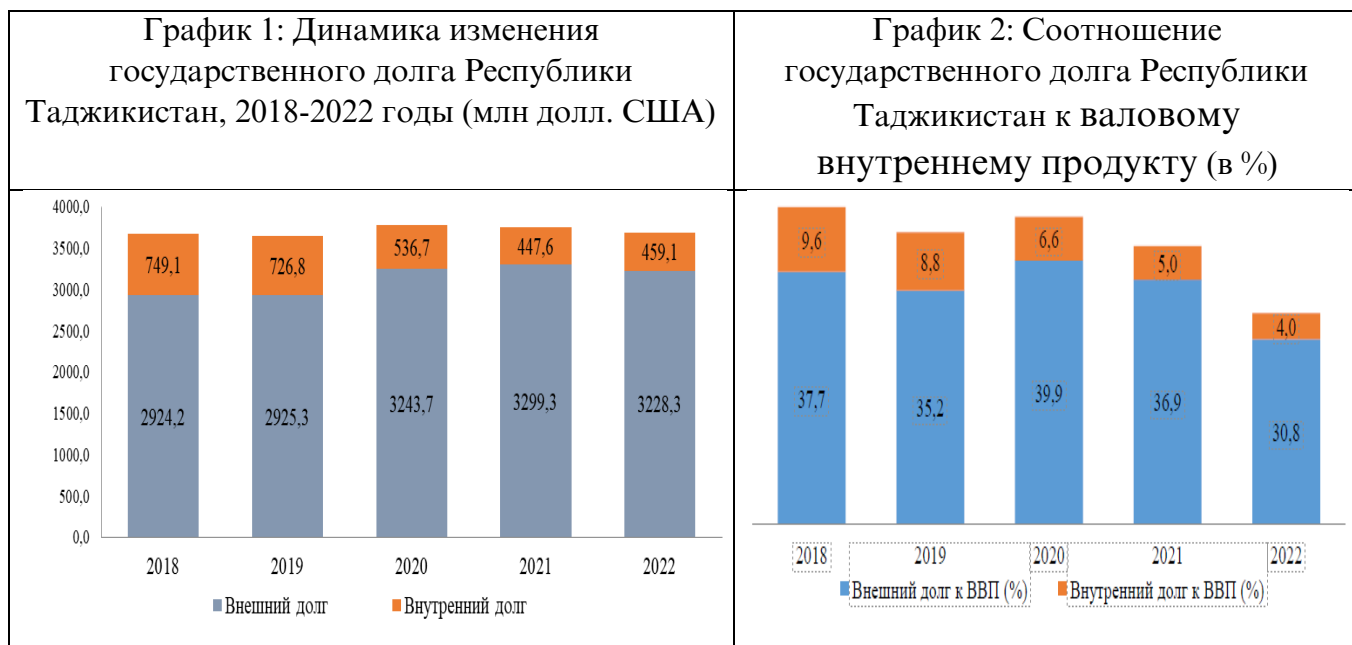
4. ОПИСАНИЕ ПОРТФЕЛЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

11. Государственный долг Республики Таджикистан по состоянию на конец 2022 года составил 3687,4 млн долларов США или 34,8 процента от валового внутреннего продукта. Данный показатель сократился по сравнению на конец 2021 года на 59,5 млн долларов США и в 2022 году составлял 42,8 процента от валового внутреннего продукта. В структуре государственного долга по-прежнему преобладают внешние заимствования, на долю которых приходится 88 процента от совокупного долгового портфеля. Причиной сокращения объёма государственного долга в 2022-2023 годах стало положительное сальдо между погашениями основной суммы и новыми заимствованиями и привлечение грантовых средств.

12. По итогам девяти месяцев 2023 года остаток государственного долга составил 3577,0 млн долларов США, сократившись на 5,1 процент по сравнению с этим же периодом 2022 года.

Таблица 2: Структура государственного долга Республики Таджикистан, в 2018-2022 годах (млн долларов США)

	2018	2019	2020	2021	2022
Внешний долг	2 924,2	2 925,3	3 243,7	3 299,3	3 228,3
Внутренний долг	749,1	726,8	536,7	447,6	459,1
Государственный долг	3 673,3	3 652,1	3 780,4	3 746,9	3 687,4
в т.ч.: гарантированный долг	65,8	75,3	96,4	119,1	140,7



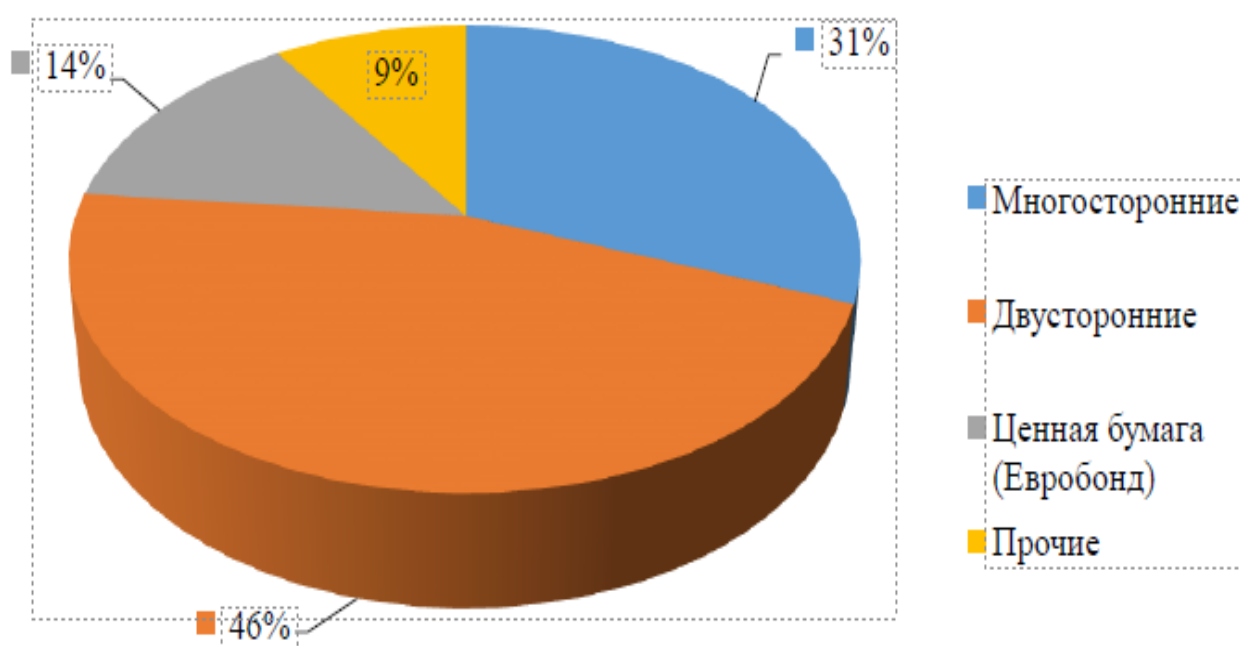
13. По состоянию на конец 2022 года объём обслуживания государственного долга Республики Таджикистан составил 322,1 млн долларов США, в том числе за счёт погашения внешнего долга – 254,6 млн долларов США, и внутреннего долга – 67,5 млн долларов США. Данный показатель увеличился по сравнению с 2021 года на 10,3 млн долларов США. Успешная реализация политики управления государственным долгом позволила выполнить принятые долговые обязательства своевременно и в полном объёме.

Таблица 3: Показатели обслуживания внешнего долга Республики Таджикистан в 2018-2022 годах (в %)

	Пороговые значения	2018	2019	2020	2021	2022
Общий объём обслуживания долга к экспорту товаров и услуг (в %)	21,0	20,9	19,5	15,9	10,8	11,9
Общий объём обслуживания долга к доходам государственного бюджета (в %)	23,0	8,8	9,4	9,8	8,9	7,1

14. Коэффициент обслуживания долга к экспорту товаров и услуг в 2022 году составил 11,9 процент, что сократился на 4,0 процентных пункта по сравнению с показателем 2020 года. В свою очередь, коэффициент обслуживания внешнего долга по отношению к государственным доходам за 2022 год составил 7,1 процент и сократился на 1,8 процентных пункта по сравнению с 2021 годом (таблица 3).

График 3: Доля многосторонних, двусторонних и прочих кредитов в общем объеме обслуживания государственного долга Республики Таджикистан (в %) на 1 января 2023 года



15. На евробонд, пороговый объем выплат по которому превышает приемлемый уровень риска долговой устойчивости в среднесрочной и долгосрочной перспективе, приходится 14 процентов от общего объема обслуживания государственного долга Республики Таджикистан.

§1. Внешний долг

16. Внешний долг Республики Таджикистан по состоянию на конец 2022 года составил 3228,3 млн долларов США, т.е. 30,8 процента от валового внутреннего продукта. Объем внешнего долга Республики Таджикистан за 2022 год сократился по сравнению с

показателем 2021 год на 71 млн долларов США. Общий объём внешнего долга за отчётный период уменьшился за счёт погашения основного долга в сумме 181,4 млн долларов США, включая полное погашение долга Национального банка Таджикистана перед внешними кредиторами.

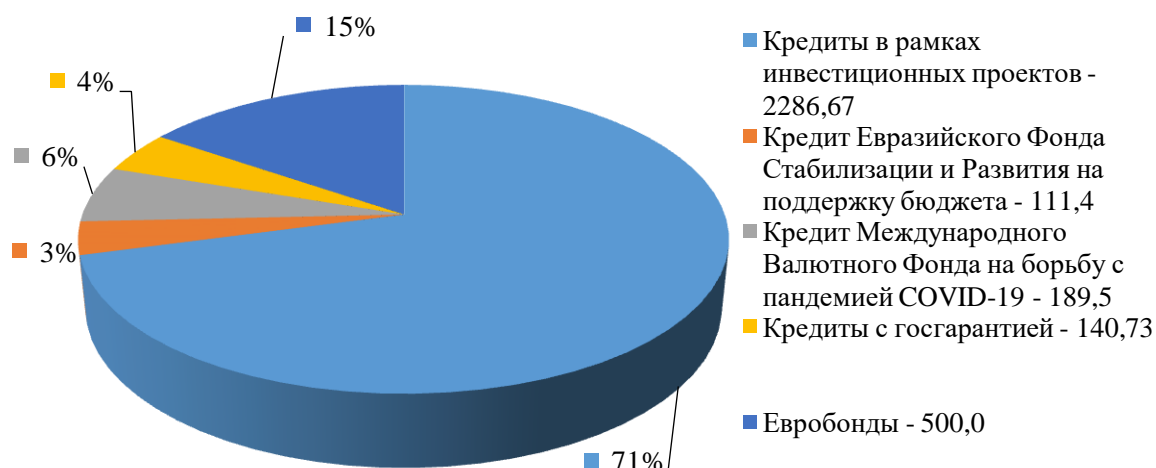
Таблица 4: Внешний долг и прямой внешний государственный долг Республики Таджикистан (млн долларов США и % от валового внутреннего продукта)

	2018	2019	2020	2021	2022
Внешний долг	2 924,2	2 925,3	3 243,7	3 299,3	3 228,3
в % от валового внутреннего продукта	37,7	35,2	39,9	36,9	30,8
ПВГД	2 761,2	2 781,3	3 132,4	3 177,6	3 087,6
в % от валового внутреннего продукта	35,6	33,5	38,5	35,6	29,4

17. Прямой внешний государственный долг составляет в номинальном выражении 3087,6 млн долларов США, что в процентном соотношении составляет 29,4 процента от валового внутреннего продукта. Ввиду чёткой приверженности Правительства Республики Таджикистан к сохранению устойчивой долговой ситуации, в структуре ПВГД преобладают льготные внешние заимствования.

18. Структура внешнего государственного долга по оставшимся срокам погашения показывает, что по состоянию на 31 декабря 2022 год кредиты с государственной гарантией составляли 4,4 процента от совокупного остатка внешней задолженности Республики Таджикистан. Вместе с тем, в структуре внешнего долга Республики Таджикистана, как и в предыдущие годы преобладает прямой внешний государственный долг, на долю которого приходится 95,6 процентов от общего долгового портфеля страны.

График 4: Остаток внешней задолженности Республики Таджикистан в разбивке по источникам и целям кредитования, 2022 год (млн долларов США)



19. В последние годы наблюдается тенденция роста двусторонних кредитов в общем долговом портфеле Республики Таджикистан, что во многом связано с предоставлением грантовых средств со стороны традиционных многосторонних партнёров по развитию, таких как, например, Всемирный Банк и Азиатский Банк Развития. Эти средства выделяются с целью реализации стратегически важных для страны проектов по строительству и реабилитации дорожной и энергетической инфраструктуры, а также в повышение эффективности государственного управления и развитие частного сектора.

20. За 2022 год в общей структуре долгового портфеля двусторонние кредиты и ценные бумаги (евробонд) составили 1 681,4 млн долларов США, или 52,1 процент, многосторонние кредиты – 1 406,1 млн долларов США или 43,6 процент, и прочие кредиты – 140,7 млн долларов США или 4,4 процент, в число которых включены кредиты с государственной гарантией.

§2. Внутренний долг

21. Внутренний государственный долг Республики Таджикистан по состоянию на конец 2022 года составил 459,1 млн долларов США или 4,0 процента от валового внутреннего продукта. Основным кредитором по внутреннему долгу является Национальный банк Таджикистана, на долю которого приходится

97,7 процента от внутреннего долгового портфеля Республики Таджикистан.

22. В структуре внутреннего государственного долга по инструментам по состоянию на 31 декабря 2022 год большую долю занимают государственные векселя для капитализации Открытое Акционерное Общество «Тоджиксодиротбанк» - 45,2 процента, снизившись по сравнению с 2021 год на 0,3 процентных пункта. На втором и третьем месте государственные векселя для капитализации Открытое Акционерное Общество «Агроинвестбанк» (19,9 процент) и задолженность Министерства финансов Республики Таджикистан перед Национальный банк Таджикистана (18,1 процент), после чего следуют государственные векселя, выпущенные с целью урегулирования задолженности Открытое Акционерное Общество «Агроинвестбанк» (10,2 процент) и прочие государственные векселя, ранее выпущенные для первичной капитализации Открытое Акционерное Общество «Агроинвестбанк» (4,3 процент). В целом, на Открытое Акционерное Общество «Агроинвестбанк» приходится 34,4 процента от общего объёма внутреннего государственного долга по инструментам.

График 5: Структура внутреннего долга Республики Таджикистан, 2022 год.



23. По сравнению с показателем 2021 года внутренний государственный долг сократился на 11,5 млн долларов США. Причиной сокращения объёма внутреннего долга в 2022 году является частичная выплата основного долга по государственным векселям для капитализации Открытое Акционерное Общество «Точиксодиротбанк», государственным векселям для капитализации Открытое Акционерное Общество «Агроинвестбанк», по привлечённому кредиту Министерства финансов Республики Таджикистан от Национального банка Таджикистана, по государственным векселям для урегулирования задолженности Открытое Акционерное Общество «Агроинвестбанк» (37 проблемных кредитов), по государственным казначейским векселям для покрытия дефицита бюджета, а также полная выплата обязательств по государственным векселям Министерства финансов Республики Таджикистан для финансирования сектора энергетики (Открытое Акционерное Общество «Рогунская ГЭС»), по долгосрочным казначейским облигациям Министерства финансов Республики Таджикистан, а также государственным векселям Министерства финансов для хлопкосеющих хозяйств.

24. В целях возобновления регулярного выпуска государственных казначейских векселей, покрытия дефицита бюджета и развития внутреннего рынка ценных бумаг с декабря 2009 года Министерство финансов Республики Таджикистан выпускает краткосрочные дисконтированные государственные казначейские векселя сроком обращения в 91 день и номинальной стоимостью 100 сомони. В течение 2022 года было проведено шесть аукционов с общим объёмом эмиссии в 300 млн сомони, из которых было реализовано государственных казначейских векселей на сумму 280 млн сомони, т.е. 75 процентов от объёма эмиссии в годовом исчислении. Общая сумма фактического погашения государственных казначейских векселей из бюджета составила 230 млн сомони, из которой 229,4 млн сомони это основная сумма, а 0,6 млн сомони – процентные платежи. Вместе с тем, в связи с неконкурентными (т.е. непривлекательными) процентными ставками (с доходностью в 0.99 процента) и условиями бывают случаи несостоявшихся аукционов. В 2022 году семь запланированных аукционов не состоялись и спрос на государственные казначейские векселя остаётся слабым.

5. РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С ТЕКУЩИМ ПОРТФЕЛЕМ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

25. Устойчивое управление государственным долгом требует тщательного анализа ключевых рыночных рисков, а также других сопутствующих рисков. В рамках анализа рыночных рисков рассматриваются валютный риск и риск процентной ставки, а в качестве прочих рисков рассматривается риск рефинансирования, риск условных обязательств и операционный риск. В этом разделе представлен анализ влияния данных рисков на долговой портфель Республики Таджикистан в среднесрочной перспективе.

§1. Валютный риск

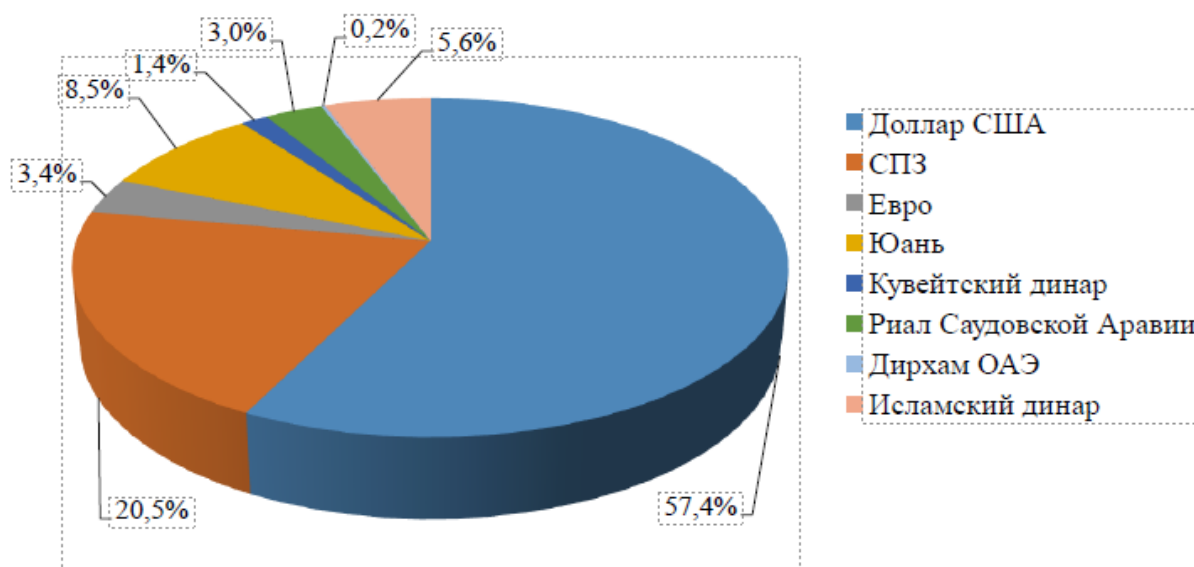
26. Валютным риском является риск, связанный с колебанием обменных курсов валют. Валютный риск является одной из основных категорий рисков, связанных с портфелем государственного долга, поскольку влияет как на обслуживание государственного долга, так и на его номинальный объём.

27. В связи с тем, что учёт доходов государственного бюджета осуществляется в сомони, а платежи по внешнему долгу производятся в иностранной валюте, государство несёт риски в форме возможного резкого изменения обменного курса национальной валюты - сомони. В настоящее время размеры погашения и обслуживания долга в значительной степени зависят от минимизации рисков, связанных с валютной структурой государственного долга. Низкая диверсификация валютной структуры государственного долга подвержена риску наступления финансовых потерь в результате кризиса и колебания курсов валют и с этой точки зрения является уязвимой, что негативно будет отражаться на состоянии экономической безопасности государства.

28. Структура государственного долга по видам валют подчёркивает уязвимость портфеля государственного долга по отношению к доллару США, специальные права заимствования и юаням, что предполагает необходимость постоянного мониторинга курсов этих валют. По состоянию на конец 2022 года 88 процент государственного долга Республики Таджикистан деноминировано в иностранной валюте – на доллары США приходится 57,4 процента от внешнего долга, на специальные права заимствования – 20,5 процент, на юани – 8,5 процента, на исламский динар – 5,6 процент

и на евро – 3,4 процента. Таким образом, внешний государственный долг подвержен валютному риску.

График 6: Структура валют внешнего государственного долга Республики Таджикистан в 2022 году.



29. Учитывая продолжающуюся девальвацию национальной валюты - сомони по отношению к доллару США и другим иностранным валютам, обслуживание внешнего долга приводит к дополнительным затратам и нагрузке на расходную часть государственного бюджета. Следовательно, обесценивание национальной валюты – сомони подвергло бы портфель государственного долга валютному риску, что создаёт дополнительную нагрузку по обслуживанию внешнего государственного долга.

30. В этой связи, потенциальным путём минимизации валютного риска может быть последовательное развитие внутреннего рынка ценных бумаг, а также выпуск долговых обязательств в национальной валюте с рыночной конъюнктурой.

§2. Риск процентной ставки

31. Риск процентной ставки продолжает считаться одним из наиболее значимых рисков, связанных с портфелем государственного долга, которыми не следует пренебрегать. С учётом того, что доля долга с плавающей процентной ставкой на

2022 год составила 6,9 процента и отражает рост на 1,1 процентных пункта по сравнению с 2021 годом, это связано в большей степени с внутренним государственным долгом, который из-за инструментов со сроком погашения до одного года представляет собой риск процентной ставки, а также выраженный риск рефинансирования.

32. Риску процентной ставки подвержены обязательства, условия погашения и обслуживания которых могут изменяться во времени в зависимости от изменения процентных ставок по существующему долгу с плавающей ставкой и по новым заимствованиям. Основным способом минимизации данного риска является отказ от использования заимствований, которым присущ высокий риск процентной ставки, в том числе заимствований с плавающей процентной ставкой. Источником риска процентной ставки являются изменения условий на рынке заимствований под влиянием экономических или иных факторов.

33. В общей структуре государственного долга страны доля заимствования с фиксированной процентной ставкой составляет 95,6 процента, тогда как доля заимствования с *плавающей* процентной ставкой составляет 4,4 процента, большая часть которых приходится на внутренний долг. Большинство кредитов, привлекаемых на внешнем рынке, будучи высокольготными, имеют фиксированную процентную ставку (от 0,15 до 3 процента). Лишь по займам ЕБРР, ЕИБ и АБИИ, общее число которых составляет 37 кредитов, установлен фиксированный спред сверх шестимесячной SOFR. Таким образом, процентный риск по внешним государственным заимствованиям незначителен.

§3. Риск рефинансирования

34. Риск рефинансирования особенно актуален для Республики Таджикистан в связи с запланированным увеличением объёма обслуживания долга в среднесрочной перспективе. Согласно прогнозу Министерства финансов Республики Таджикистан, начиная с 2025 года ожидается резкое увеличение выплат для погашения внешнего государственного долга по погашению основной суммы долга по еврооблигациям, запланированное на 2025-2027 годы, по причине завершения льготного периода по ряду кредитов Эксимбанка Китайской Народной Республики а также начала выплаты кредита Международного Валютного Фонда на поддержку бюджета в 2025-2030 годы (ежегодно около 38 млн

долларов США) приведёт к тому, что отметка выплат для погашения долга превысит 453,7 млн долларов США и достигнет пиковой отметки в 498,0 млн долларов США в 2026 году, хотя в 2028 году ожидается снижение выплат до 385,3 млн долларов США.

35. Помимо этого, сохранение напряжённой геополитической ситуации в регионе усиливает неопределённость среди инвесторов и может вызвать колебания спроса на государственные ценные бумаги, что характеризуется растущими процентными ставками и нестабильной рыночной конъюнктурой. Например, принимая во внимание оценки профиля погашения внутреннего государственного долга, в ближайшие годы пик погашения приходится на 2025-2027 годы, что свидетельствует о том, что внутренний государственный долг продолжает оставаться преимущественно краткосрочным.

Таблица 5: Показатели обслуживания государственного долга за 2021-2022 годы.

	Внутренний долг		Внешний долг		Государственный долг (всего)	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Средний срок погашения долга (в кол-ве лет)	5-10	5-10	15-20	15-20	10-15	10-15
Долг, подлежащий оплате в течение одного года (в % от общего объёма долга)	2,1	1,8	6,8	6,9	8,9	8,7

36. В этой связи, первоочередной задачей Министерства финансов Республики Таджикистан на данном этапе является поиск источников погашения внешнего долга по еврооблигациям. Весь процесс должен отвечать рекомендациям партнёров по развитию в части привлечения исключительно льготных внешних заимствований. Что касается внешнего государственного долга, в результате структуры погашения кредитных договоров от международных кредиторов с льготными периодами и длительными сроками погашения, риск рефинансирования снижается.

37. Для управления риском рефинансирования Министерству финансов Республики Таджикистан необходимо продолжить политику построения ликвидных рядов на основе выпусков

государственных ценных бумаг с длительными сроками погашения. Соответственно, эти меры будут способствовать консолидации и расширению кривой доходности в сомони и в конечном итоге обеспечат снижение подверженности долгового портфеля к риску рефинансирования и ликвидности на внутреннем рынке, насколько это позволяют рыночные условия.

§4. Риск условных обязательств

38. В портфеле государственного долга Республики Таджикистан потенциальным источником этого риска являются гарантированные заимствования учреждений и организаций государственного сектора, предоставляющим государственные услуги и имеющими форму государственных предприятий. Гарантированные заимствования на конец 2022 года составили 140,7 млн долларов США или 4,4 процента от совокупного государственного долга. Этот показатель превышает показатель 2021 года, в конце которого гарантированные заимствования составили 119,1 млн долларов США или 3,6 процента от общего государственного долга. Обслуживание по гарантированным кредитам выросло с 15,2 млн долларов США в 2021 году до 21,4 млн долларов США в 2022 году.

39. Также следует отметить обязательства крупных государственных предприятий перед внешними кредиторами, которые составляют 1,03 млн долларов США по состоянию на конец 2022 года и которые так же могут считаться условными обязательствами.

40. Анализ финансовых и экономических рисков вызвал обеспокоенность по поводу плохой работы крупных государственных предприятий. Более глубокое отклонение финансовых результатов этих компаний может возложить на Правительство бремя в среднесрочной перспективе как по субсидированию предоставляемых ими услуг, так и по принятию на себя финансовых обязательств перед внешними кредиторами.

41. В целях ограничения влияния риска условных обязательств будет продолжаться реализация ряда мер, таких как мониторинг финансового положения бенефициаров гарантированного государством заимствования и проведение первоначальной оценки возможности материализации существующих условных обязательств. В зависимости от оценки ожидаемых издержек и

кредитных рисков Министерством финансов Республики Таджикистан будут определены применимые гарантийные взносы в соответствии с Законом Республики Таджикистан «О государственном и гарантированном государством долге». Мерой управления этими рисками также служит включение гарантий в сумму совокупного долга при расчёте лимита долга к валовому внутреннему продукту. В среднесрочной перспективе дополнительной мерой со стороны Министерства финансов Республики Таджикистан по управлению этими рисками является включение в закон Республики Таджикистан о государственном бюджете Республики Таджикистан на соответствующий год положения о бюджетном ассигновании на убытки от гарантий в случае невозврата их основным заёмщиком.

§5. Операционный риск

42. Операционный риск обусловлен тем, как организована деятельность по управлению государственным долгом. В контексте эффективного внутреннего контроля управление государственным долгом осуществляется согласно действующими (т.е. утверждёнными) нормативными и правовыми положениями. Существуют методические указания и положение главного управления государственного долга и привлечения государственных инвестиций Министерства финансов с чётким разделением обязанностей сотрудников.

43. Основной операционный риск, влияющий на эффективность деятельности по управлению государственным долгом связан с высокой текучестью кадров и вопросом обучения новых сотрудников. В последние годы этот вопрос в некоторой степени решался путём найма новых сотрудников на отдельные должности и их обучения на рабочем месте и через программы технического содействия. Вместе с тем, уход сотрудников и общая текучесть кадров остаётся актуальной проблемой. В связи с этим Министерство финансов Республики Таджикистан рассмотрит возможность применения регулятивных мер для удержания и мотивации опытных сотрудников, принимая во внимание специфику сферы управления государственным долгом.

44. Помимо этого, важно обеспечивать тесную координацию в сфере управления государственным долгом между главным управлением государственного долга и привлечения

государственных инвестиций и другими ответственными структурными подразделениями Министерства финансов Республики Таджикистан, а также между ответственными сотрудниками Министерства финансов Республики Таджикистан и другими министерствами и ведомствами государственного сектора, включая Национальный банк Таджикистана и Министерство экономического развития и торговли Республики Таджикистан.

6. РЕЗУЛЬТАТЫ СТРАТЕГИИ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ НА 2021-2023 годы.

45. Уровень государственного и гарантированного государством долга Республики Таджикистан в 2021-2023 годах поддерживался в пределах 60,0 процента от валового внутреннего продукта согласно Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2021-2023 годы.

46. Стратегия управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2021-2023 годы была направлена на обеспечение устойчивости государственного долга путём соблюдения фискальных мер и минимизации расходов на обслуживание существующего долга. Эти меры поспособствовали стабильности государственной финансовой политики, позволив эффективно реализовать приоритетные проекты развития, а также обеспечить своевременное и строгое обслуживание внешнего долга.

47. За январь-сентябрь 2023 года реальный рост валового внутреннего продукта Республики Таджикистан составил 8,3 процента, номинальный объём валового внутреннего продукта за этот период составил 54,2 млрд. сомони, что больше показателя 2022 года на 7,9 млрд сомони. Развитие в стране обеспечивается в первую очередь за счёт промышленного производства, которое увеличило реальный выпуск продукции на 10,3 процента по сравнению с предыдущим годом. Сельскохозяйственное производство также увеличилось на 10,9 процента, а грузооборот, пассажирооборот, строительство и товарооборот внесли свой вклад в рост. Розничная торговля и платные услуги по всем каналам реализации обеспечили 5,5 процента прироста к валовому внутреннему продукту страны. Объём промышленного производства за январь-июнь 2023 года составил 20,7 млрд. сомони, увеличившись на 10,3 процента по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Рост производства обеспечили

добывающая, обрабатывающая промышленность и электроэнергетика. Сельское хозяйство также оказало положительное влияние на экономику: объём сельскохозяйственной продукции увеличился на 7,9 процента по сравнению с прошлым годом и составил 18,6 млрд. сомони. Для обеспечения продовольственной безопасности государство уделяет первостепенное внимание эффективности землепользования, повторному посеву и многократному сбору урожая сельскохозяйственной продукции.

48. Валютная политика была основана на режиме плавающего регулируемого курса, без определения и объявления пределов изменения курса и в 2021-2023 годы официальный курс национальной валюты – сомони по отношению к доллару США укрепился в среднем за год на 2,3 процента. На изменение курса сомони повлияли сезонные факторы и другие известные внешние и внутренние факторы. В 2021-2023 годы Республика Таджикистан обеспечила нормативы государственного долга на основе рекомендаций международных финансовых организаций.

49. В соответствии с предыдущей стратегией в период с 2021 по 2023 годы со стороны Правительства Республики Таджикистан осуществлялась умеренная политика предоставления государственных гарантий. Министерством финансов Республики Таджикистан с соблюдением требований и процедур выдачи государственных гарантий с 2021 года по 1 сентября 2023 года привлечено 54,2 млн долларов США под государственную гарантию.

50. В результате инфляционных давлений на уровне национальной экономики бюджетный дефицит финансируется за счёт внешних займов по причине высокой стоимости (и зачастую отсутствия) источников на внутреннем рынке. В 2022 году основными кредиторами Правительства Республики Таджикистан являлись: Эксимбанк Китайской Народной Республики (992,5 млн долларов США или 30,7 процентов от общего объёма внешнего долга), держатели евробонда (500 млн долларов США или 15,5 процентов), Всемирный Банк (358,7 млн долларов США или 11,1 процента), Азиатского Банка Развития (285,1 млн долларов США или 8,8 процента) и Международный Валютный Фонд (189,5 млн долларов США или 5,9 процента от общего объёма внешнего долга).

51. Основные показатели данного документа, в том числе грантовый элемент привлеченных внешних кредитов, размер номинального долга к валовому внутреннему продукту, чистая приведённая стоимость долга к валовому внутреннему продукту и к доходам бюджета, а также их устойчивая динамика были обеспечены в период действия Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2021-2023 годы.

52. В частности, в течение 2021-2023 годов для достижения поставленных целей и задач в сфере управления государственным долгом Министерство финансов предприняло следующие действия:

- риски, связанные с портфелем государственного долга и условных обязательств (валютный риск, риск процентной ставки и риск рефинансирования) оценивались на месячной и квартальной основе, а также осуществлялся мониторинг параметров риска, связанных с государственным долгом, установленных в предыдущей Стратегии. Таким образом, по состоянию на 1 октября 2023 года все параметры риска установленных в предыдущей Стратегии на 2021-2023 годы находились на уровне годовых пределов;

- ежегодно со стороны Международного Валютного Фонда и Всемирного Банка проводился мониторинг и анализ устойчивости государственного долга. Показатели устойчивости долга и ключевые выводы по итогам анализа устойчивости долга опубликованы на вебсайте Международного Валютного Фонда и использованы при разработке Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан таким образом: по состоянию на 1 октября 2023 года доля обслуживания государственного долга по отношению к доходам государственного бюджета находится в устойчивых пределах и составляет 8,5 процента, что ниже установленного предела в размере 23,0 процента. Соответственно, данные показатели не создают дополнительных рисков для макроэкономической стабильности страны:

- до 2017 года в структуре внешних государственных заимствований основными кредиторами были многосторонние кредиторы, однако после выпуска евробонда в 2017 году и значительны заимствования от Эксимбанка Китайской Народной Республики, в структуре внешних государственных заимствований в 2022 году стали преобладать двусторонние кредиторы, составляющие 52,1 процентов от общего остатка внешнего долга:

- в течение 2022 года было подписано три кредитных соглашения с международными финансовыми институтами на общую сумму 25,8 млн долларов США;

- в целях реализации институциональных реформ в сфере управления государственным долгом Министерством финансов был утвержден «Среднесрочный план реформы управления государственным долгом на 2021-2023 годы» от 15 апреля 2021 года, №60 а также для выпуска и обращения государственных ценных бумаг было принято постановление Правительства Республики Таджикистан от 2 марта 2023 года, №76 «О правилах выпуска и обращения государственных ценных бумаг Республики Таджикистан». Большая часть поставленных реформ были выполнены или находятся в настоящее время на стадии реализации.

53. Индикаторы целевой структуры риска и стоимости долгового портфеля в Стратегии управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2021-2023 годы были установлены с целью поддержания соответствующей структуры портфеля государственного долга с точки зрения стоимости, степени риска и его сбалансированности.

54. Внедрение результатов анализа с применением ряда приемлемых моделей финансирования обеспечило возможность существенного снижения стоимости портфеля государственного долга с учётом сохранения среднего показателя уровня риска. Индикаторы и целевые показатели обеспечивают анализ тенденции формирования основных долговых показателей.

7. Макроэкономическая ситуация

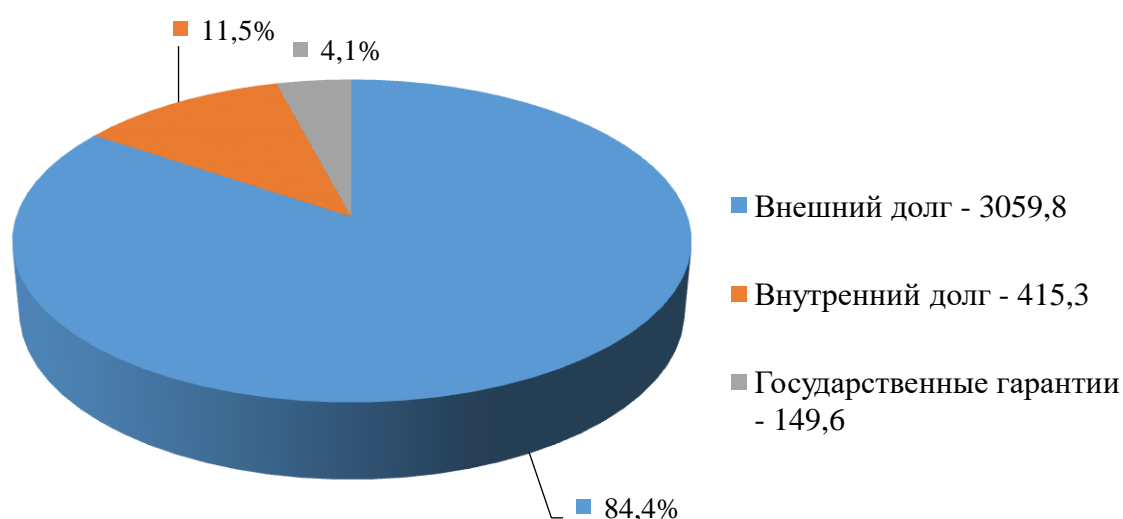
55. Рост экономики в Республике Таджикистан остаётся устойчивым, на который лишь незначительно воздействует текущие мировые конфликты. Риски пандемии коронавируса (КОВИД-19) достигли своего пика во второй половине 2020 года, но сократились до своего абсолютного минимума в 2022-2023 гг. Экономический рост продолжил положительную динамику с 9,4 процентов в 2021 году до 8,0 процента в 2022 году, а также 8,3 процент в первом полугодии 2023 года, благодаря заметному росту в промышленности и сфере услуг, а также благодаря притокам денежных переводов от трудовых мигрантов.

56. Инфляция значительно снизилась с 8,3 процентов в годовом исчислении в июне 2022 года до 2,4 процента в июне 2023

года, поскольку средняя инфляция в годовом исчислении упала с 7,0 процентов в первом полугодии 2022 года до 3,0 процента. Инфляция цен на продукты питания незначительно выросла с 2,3 процентов до 2,9 процента, тогда как цены на другие товары выросли на 2,3 процентов. В сфере услуг инфляция в 1,1 процент сменилась дефляцией в размере 0,4 процент, при этом запланированное повышение тарифов на коммунальные услуги было перенесено на второе полугодие 2023 года. В феврале 2023 года Национальный банк Таджикистана снизил учётную ставку с 13 процентов до 11 процента и затем до 10 процента в мае этого же года с целью стимулирования инвестиций и внутреннего потребления. В первом полугодии 2023 года национальная валюта (сомони) обесценилась на 7,0 процента по отношению к доллару США, но укрепились на 13,5 процента по отношению к российскому рублю. Учитывая эти события и несмотря на предстоящее повышение тарифов на коммунальные услуги, прогнозы по инфляции на среднесрочную перспективу остаются в пределах допустимого.

57. Более высокий объём поступлений государственного бюджета и консерватизм в реализации бюджетной политики улучшили бюджетные параметры. После небольшого дефицита в прошлом году Правительство Республики Таджикистан ожидает сохранение дефицита на уровне 0,81 процента от валового внутреннего продукта в 2023 году. Несмотря на то, что принятие Налогового кодекса Республики Таджикистан в новой редакции (с 2022 года) первоначально сократило налоговые поступления в государственный бюджет в 2022 году, объём поступлений в первом полугодии 2023 года превысил изначальные прогнозы на 7,3 процента и достиг уровня 22,5 процента от валового внутреннего продукта. Совокупный объём расходов государственного бюджета в первом полугодии 2023 года составил 1,7 млрд. долларов США, что на 10,1 процента меньше первоначально утверждённого бюджета и отражает курс на реализацию жёсткой бюджетной политики. Объём государственного долга составил 3,624 млрд. долларов США на конец июня 2023 года, снизившись с 34,8 процента от валового внутреннего продукта в конце 2022 года до 31,1 процента от валового внутреннего продукта по итогам первого полугодия 2023 года.

График 7. Структура государственного долга Республики Таджикистан на конец июня 2023 года (млн долларов США)



58. Ключевые макроэкономические предположения Стратегии представлены в таблице 6.

Таблица 6. Прогноз основных макроэкономических показателей Республики Таджикистан на 2022-2026 годы.

Показатель	2022	2023	2024	2025	2026
Номинальный валовой внутренний продукт (в млн сомони)	115 739,4	129 940,0	143 945,0	162 869,0	185 075,0
Реальный рост валового внутреннего продукта (в %)	8,0	8,0	8,0	7,7	7,9
Индекс-дефлятора валового внутреннего продукта (в %)	108,4	103,9	102,6	105,0	105,3
Внешнеторговый оборот (в млн долларах США)	7 310	7 461	8 004	8 690	8 949
в том числе: Экспорт товаров и услуг (в млн долларах США)	2 142	2 200	2 720	3 332	3 479
в том числе: Импорт товаров и услуг (в млн долларах США)	5 168	5 261	5 284	5 358	5 471
Индекс потребительских цен, среднегодовой (в %)	4,2	5,2	7,8	7,3	6,9

Доходы государственного бюджета, включая гранты (в млн сомони)	36 056,8	37 072,9	42 956,5	47 280,7	53 909,6
Расходы государственного бюджета, включая гранты (в млн сомони)	35 338,9	38 102,7	44 108,0	48 913,5	55 804,6
Сальдо государственного бюджета (в % от валового внутреннего продукта)	0,62	-0,81	-0,80	-1,00	-1,02

59. Прогнозы ключевых макроэкономических параметров в базовом сценарии предполагают, что рост экономики Республики Таджикистан продолжит быть устойчивым, а инфляция будет сдерживаться в ожидаемом диапазоне в размере 6-8 процента годовых. Прогнозы на 2024-2026 годы также предусматривают, что дефицит государственного бюджета будет сохраняться на уровне, не превышающим 1,02 процента от валового внутреннего продукта. Однако несмотря на ожидания динамичного роста экономики в среднесрочной перспективе, объёмы экспорта будут расти более умеренными темпами и среднегодовой размер поступлений (т.е. доходов) государственного бюджета составит 29,6 процента от валового внутреннего продукта.

60. Республике Таджикистан удалось оправиться от мирового конфликта и с 2022 года наблюдается значительный приток финансовых средств, спрос на рабочую силу и укрепление обменного курса. Однако, по прогнозам S&P Global Ratings, макроэкономическая неопределенность будет сохраняться, поскольку снижение цен на металлы и экономический спад в России снизят денежные переводы и приток иностранных инвестиций в 2023 году. Несмотря на эти проблемы, Таджикистан поддерживает бюджетную дисциплину за счет мер по ограничению расходов и высоких темпов роста корпоративных, имущественных и неналоговых доходов, сдерживая дефицит бюджета.

61. Стабильный прогноз предполагает, что в ближайшие 12 месяцев 2023 года потребности Таджикистана в обслуживании долга останутся умеренными благодаря высокой доле льготных заимствований в государственном долговом портфеле. Однако рейтинг может быть снижен в случае повышения уровня внешнего долга или усиления геополитических рисков, что окажет влияние на обменный курс и валютные резервы. Возможности государства по

обслуживанию долга также могут быть ограничены в связи с сокращением доступа к льготному финансированию. С другой стороны, повышение рейтинга может быть пересмотрено в случае улучшения фискальных и экономических показателей Таджикистана, что приведет к замедлению темпов накопления государственного долга и повышению уровня доходов населения.

§1. Риски, связанные с макроэкономической ситуацией

62. При оценке макроэкономических показателей наблюдается ряд рисков, которые будут учтены при реализации задач Стратегии. Резкое изменение цен на энергоносители и продовольствие, а также сырьё, представляющее ключевые экспортируемые товары за пределы Республики Таджикистан, влекут за собой рост инфляции и, как следствие, потребность в дополнительных бюджетных ресурсах, что в свою очередь влияет на макрофискальную волатильность и может отрицательно повлиять на фискальную устойчивость в среднесрочной перспективе.

63. Возможное сокращение доходов государственного бюджета вследствие возможных спадов в экономике (вследствие как внешних факторов, таких как пандемия коронавируса или региональный конфликт, так и внутренних факторов, таких как кризис банковского сектора) может привести к ограничению фискального пространства и дефициту государственного бюджета Республики Таджикистан выше первоначально запланированного уровня. В результате потребности Правительства Республики Таджикистан в заимствованиях, связанные с этим, расходы на обслуживание долга и общий государственный долг могут неожиданно вырасти.

64. Сокращение объёмов поступлений от реализации экспорта товаров и услуг вследствие материализации таких рисков, как закрытие международных границ и снижение интенсивности международной торговли, в том числе по причине замедления темпов структурных реформ в экономике, может привести к значительному дефициту платёжного баланса, что приведёт к возможному увеличению инфляции и стоимости импорта товаров и услуг в краткосрочной перспективе из-за чрезмерной нагрузки на валютные резервы.

65. Кроме того, крайне важно оптимизировать структуру портфеля государственного долга и распределить общий долг между

наиболее оптимальным количеством источников заимствований с тем, чтобы предотвратить риски концентрации, которые могут возникнуть при заимствовании из одного источника. Кроме этого, риск условных обязательств также имеет тенденцию роста на протяжении последних лет и должен быть подвержен тщательному мониторингу с тем, чтобы избежать материализации данного риска.

66. Несмотря на то, что вероятность материализации каждого из этих рисков и предположений относительно низкая, Министерство финансов Республики Таджикистан будет осуществлять регулярный мониторинг макро-фискальной ситуации и оценки её воздействия на управление государственным долгом.

§2. Реализация ключевых задач Стратегии в контексте обеспечения устойчивости государственного долга

67. Реализация Стратегии будет руководствоваться необходимостью решения двух ключевых задач:

- удовлетворение потребностей в финансировании государственного бюджета путём привлечения заёмных средств при контролируемом уровне риска и воздействии на устойчивость налогово-бюджетной политики Республики Таджикистан;
- сокращение степени риска устойчивости государственного долга путём улучшения структуры портфеля государственного долга.

68. Помимо предложенных мер, достижение основных задач Стратегии сопряжено с необходимостью обеспечения совокупного объёма государственного долга в размере не более 60 процента от валового внутреннего продукта и не превышение параметров риска на 2024-2026 годы, указанных в Таблицах 1 и 7. В целях контроля уровня рисков и минимального воздействия на параметры устойчивости налогово-бюджетной политики, минимальная грантовая составляющая новых заимствований не должна быть ниже 35 процента, в то время как средневзвешенная процентная ставка долгового портфеля должна отражать высокую степень льготности при среднегодовых пределах не выше 3 процента. Другие параметры, достижение которых привязано к реализации первой задачи Стратегии, приведены в таблице 7.

Таблица 7: Целевые показатели и индикаторы Стратегии

Индикаторы	Целевые показатели	2023	2024	2025	2026
Минимальный грантовый элемент новых кредитных соглашений (в %)	35	35	35	35	35
Чистая приведённая стоимость долга к валовому внутреннему продукту (в %)	30	28,7	30,9	31,5	28,6
Средневзвешенная процентная ставка долгового портфеля (в %)	Не более 3,0	2,3	2,3	2,3	2,3
Средний срок погашения (кол-во лет)	4-9	8,1	5,5	5,5	5,5
Средний срок погашения внутреннего долга (годы)	4-7	4,0	5,0	5,0	5,0
Долг с фиксированной процентной ставкой (в % от общей суммы долга)	≥ 85	92,0	95,6	95,6	95,6
Долг в иностранной валюте (в % от общей задолженности)	≤ 85	88,0	88,0	85,0	85,0

69. Согласно базовому сценарию по итогам проведённого анализа устойчивости долга, государственный долг Республики Таджикистан продолжает оставаться устойчивым, как и в предыдущие годы, однако риск долгового кризиса (внешнего долга и общего государственного долга) остаётся высоким. Внешний долг остаётся чрезмерно подвержен волатильности экспорта товаров и услуг и условных обязательств. По этой причине базовый сценарий и стресс-тестирование указывают на необходимость управления рисками условных обязательств (в том числе путём сдерживания доли условных обязательств в общем объёме государственного долга) и расширении экспортной базы.

70. Базовый сценарий также показывает, что все показатели объёмов и выплат государственного долга находятся на стабильной траектории в среднесрочной перспективе. Несмотря на высокий риск внешнего долга, общий объём государственного долга не превысит пороговых значений как в базовом сценарии, так и при проведении стресс-тестов. Динамика и степень устойчивости

государственного долга могут ухудшиться лишь в том случае, если Правительство Республики Таджикистан прибегнет к бюджетной экспансии, влекущей за собой дополнительную потребность в финансировании, или если будут привлечены нелюбимые займы. С другой стороны, большая, чем ожидалось, степень экономической диверсификации или увеличение объёмов экспорта могут улучшить показатели устойчивости долга в долгосрочной перспективе.

71. Целевые показатели устойчивости представлены в таблице 8.

Таблица 8: Целевые показатели долговой устойчивости Республики Таджикистан на период 2024-2026 годы.

Показатель	2023	2024	2025	2026
Государственный долг к валовому внутреннему продукту	Не более 60%	Не более 60%	Не более 60%	Не более 60%
Обслуживание государственного внешнего долга Республики Таджикистан к экспорту товаров и услуг	Не более 15%	Не более 15%	Не более 15%	Не более 15%
Обслуживание государственного внешнего долга к доходам республиканского бюджета	Не более 25%	Не более 25%	Не более 25%	Не более 25%
Минимальный уровень льготности внешних займов (с учетом грантов)	35%	35%	35%	35%
Выпуск государственных гарантий (в сомони)	0	0	0	0
Размещение государственных казначейских векселей на аукционной основе	67%	100%	100%	100%
Удельный вес государственных казначейских облигаций в общей структуре ежегодных эмиссий государственных ценных бумаг	Положительная динамика	Положительная динамика	Положительная динамика	Положительная динамика

72. Помимо вышеназванных мер, Правительство Республики Таджикистан привержено выплате основного долга и процентов по государственным ценным бумагам (евробонд), выпущенным на международном финансовом рынке в сентябре 2017 году в объёме 500 млн долларов США со средней процентной ставкой 7,125 процента на 10 лет. Именно выплаты по евробондам, пик которых приходится как раз на 2025-2027 годы, по результатам проведённого анализа устойчивости долга приводят к ожидаемым превышениям порогов соотношения чистой приведённой стоимости внешнего государственного долга к экспорту товаров и услуг, и соотношения объёмов обслуживания внешнего государственного долга к экспорту товаров и услуг. В частности, согласно прогнозам по итогам анализа устойчивости долга второй порог стабилизируется при окончании выплат по евробонду после 2027 года. При непропорционально низких объёмах экспорта товаров и услуг внешнее нелёгкое заимствование на международном финансовом рынке представляется крайне затруднительным и увеличивает риск долгового кризиса при устойчивости государственного долга.

73. Смягчение или продление профиля выплат по внешнему долгу, в том числе путём реструктуризации текущих долговых обязательств Правительства Республики Таджикистан, могут позволить сократить превышение вышеназванных порогов в среднесрочной перспективе.

74. Достижение вышеназванных задач Стратегии также повлечёт за собой необходимость диверсификации долгового портфеля и, насколько это возможно, сократить долю гарантированного долга в общем объёме государственного долга Республики Таджикистан. Это позволит сократить потенциальный риск условных обязательств государственных предприятий и потенциальную нагрузку на государственный бюджет.

75. Деятельность Агентства по развитию рынка ценных бумаг при Министерстве финансов Республики Таджикистан направлена на соблюдение законодательных актов, регулирующих рынок ценных бумаг, совершенствование инфраструктуры, разработку пилотного проекта по выпуску новых государственных ценных бумаг, разработку комплексных мер по выходу на международные рынки. Агентство также планирует написать дорожную карту и разработать стратегию развития рынка ценных бумаг, диверсифицировать портфель ценных бумаг, присвоить рейтинги государственным ценным бумагам, создать единую платформу для

регуляторов и профессиональных участников, вступить в Международную ассоциацию рынка капитала (ICMA), IOSCO и создать Ассоциацию профессиональных участников рынка ценных бумаг Таджикистана.

§3. Сценарии управления государственным долгом на 2024-2026 годы.

76. Основной целью управления государственным долгом Республики Таджикистан является обеспечение потребностей Правительства Республики Таджикистан в финансировании путём привлечения заёмных средств с минимально возможными издержками в среднесрочной и долгосрочной перспективе при разумной степени риска. Так же выполнения обязательств по еврооблигациям, выплата по которым приходится на 2025-2027 года. Для достижение вышеназванных целей Правительство Республики Таджикистан намеревается:

- привлечение льготных кредитов, сохраняя порог государственного долга и придерживаясь грантового элемента;
- предусматривается обслуживание государственного долга в частности долг по еврооблигациям за счет субзаёмных соглашений;
- рефинансирование еврооблигаций, с учетом роста референтных процентных ставок на международном рынке капитала и неизменного кредитного рейтинга (Moody's B3 stable), выпуск новых еврооблигаций будет сделан под более высокие проценты по сравнению с дебютным выпуском (примерно 10 процент, с учетом нынешней доходности эталонных облигаций США и странового спреда (4.9 процента), что приведет к неоправданному росту обслуживания внешнего долга и отрицательно повлияет на бюджетную стабильность. С учетом вышеизложенного, доступности внешнего льготного финансирования, стабильного роста доходной части государственного бюджета, погашение Евробондов будет профинансировано за счет привлечения новых кредитов по поддержке бюджета и дополнительных поступлений государственного бюджета;
- так же есть вероятность привлечения нельготных заёмных средств для выполнения обязательств по Еврооблигациям.

Таблица 9: Варианты альтернативных сценариев управления долгом
Республики Таджикистан на 2024-2026 гг.

Риски индикаторов		2023	На конец 2026 года			
		текущий	C1	C2	C3	C4
Номинальный долг к валовому внутреннему продукту (%)		31,2	23,3	23,3	23,4	23,4
Чистая стоимость долга к валовому внутреннему продукту (%)		27,0	19,3	19,4	20,4	20,6
Процентные платежи к валовому внутреннему продукту (%)		0,9	0,6	0,6	0,6	0,6
Подразумеваемая процентная ставка		2,8	2,3	2,4	2,9	3,0
Риск рефинансирования	Задолженность в течение 1 года (% к общему)	7,1	11,2	11,2	11,1	11,1
	Задолженность в течение 1 года (% к валовому внутреннему продукту)	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6
	Среднее время до погашения внешнего портфеля (лет)	6,8	8,8	8,7	8,6	8,4
	Среднее время до погашения внутреннего портфеля (лет)	4,6	2,7	3,0	2,7	3,0
	Среднее время до погашения общего портфеля (лет)	6,5	8,2	7,9	8,0	7,7
Риск изменения процентных ставок	Среднее время до погашения (лет)	6,0	7,0	6,7	6,8	6,5
	Погашение долга через 1 год (в процентах от общей суммы)	13,0	23,5	23,4	23,4	23,4

	Долг с фиксированной ставкой за 1 год (от общего %)	93,5	87,2	87,2	87,2	87,2
	Государственные казначейские векселя в процентах от общей суммы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Валютный риск	Долг в валюте, % от общей задолженности	87,0	89,8	85,9	89,8	86,0

§4. Прогноз источников финансирования

80. В период с 2024 года до 2026 года, с учётом оценки сальдо (дефицита) государственного бюджета, а также текущего и ожидаемого фискального пространства, среднесрочные потребности Правительства Республики Таджикистан в финансировании будут покрываться в основном за счёт внешних источников, что является одним из основных факторов, способствующих увеличению сальдо государственного долга. Растущие потребности в финансировании и сохраняющийся дефицит государственного бюджета в установленных пределах подчёркивает необходимость привлечения внешних средств для финансирования инвестиционных проектов и, следовательно, соблюдения финансовых и структурных условий их доступности.

81. В период реализации настоящей Стратегии источники внешних заимствований останутся неизменными: кредиты от Международного Валютного Фонда, Всемирного Банка, Азиатского Банка Развития, Исламского Банка Развития, Арабских фондов, Европейского Банка Реконструкции и Развития, Азиатского Банка Инфраструктурных Инвестиций и Китайской Народной Республики. Для среднесрочных заимствований будут использоваться недавно привлечённые средства с плавающей процентной ставкой.

82. Ожидается, что в ближайшие три года объёмы двустороннего финансирования внешних займов останутся неизменными при росте и диверсификации заимствований по странам. Приоритетные проекты, такие как Рогунская ГЭС, будут рассматриваться исключительно на предмет привлечения льготных

кредитов. В период реализации настоящей Стратегии для финансирования энергетического сектора предусматривается привлечение кредитных средств на сумму около 1,0 млрд. долл. США.

83. Министерство финансов будет рассматривать структуру сроков погашения в процессе финансирования, которая, тем не менее, позволит продлить сроки погашения государственного долга и снизить риск рефинансирования. В частности, новые внешние заимствования, которые будут привлечены Правительством Республики Таджикистан, будут иметь срок погашения не менее 15 лет, и предпочтение будет отдаваться как двусторонним, так и многосторонним кредиторам.

Таблица 11: Прогноз внешнего финансирования Республики Таджикистан по базовому сценарию на период 2024-2026 гг.

Показатели	2023	2024	2025	2026
Валовое внешнее финансирование (в % от валового внутреннего продукта), в том числе:	1,8	3,5	3,3	3,3
Займы от многосторонних кредиторов на полуконцессионных условиях (в % от общей суммы)	94,6	97,3	97,1	99,6
Займы от многосторонних кредиторов с плавающей процентной ставкой (в % от общей суммы)	47,4	38,6	17,4	12,2
Займы от двусторонних кредиторов с фиксированной процентной ставкой (в % от общей суммы)	5,4	2,7	2,9	0,4

84. Принимая во внимание ограничения внутреннего и международного финансового рынка, в среднесрочной перспективе Министерство финансов Республики Таджикистан сосредоточится на диверсификации внешних кредитных источников для финансирования приоритетных проектов национальной экономики.

85. Внутреннее финансирование будет осуществляться за счёт выпуска государственных ценных бумаг и казначейских векселей со сроком погашения свыше трёх месяцев по рыночным процентным ставкам. Государственные казначейские векселя будут размещаться

по дисконтной цене и погашаться по номиналу. В ближайшие три года ожидается увеличение доли финансирования за счёт других внутренних долговых инструментов. По мере улучшения ситуации на внутреннем рынке государственных ценных бумаг, Министерство финансов Республики Таджикистан начнёт операции по выпуску государственных ценных бумаг с более длительным сроком обращения.

86. Министерство финансов будет поддерживать предсказуемую и гибкую эмиссионную политику, адаптированную к требованиям инвестиционной среды, особенно на фоне увеличения потребностей в финансировании Правительства Республики Таджикистан в условиях растущей доли реальных секторов экономики в росте валового внутреннего продукта и эволюции условий на внутреннем рынке, которые продолжают влиять на государственные ценные бумаги. Министерство финансов также стремится обеспечить предсказуемость и прозрачность предложения государственных ценных бумаг, чтобы иметь возможность оперативно реагировать на возможные изменения рыночных тенденций и поведения инвесторов. Среднесрочная структура внутреннего финансирования на первичном рынке представлена в таблице 12.

Таблица 12: Прогноз выпуска государственных ценных бумаг через аукционы по базовому сценарию на период 2024-2026 гг.

Показатели	2023	2024	2025	2026
Государственные ценные бумаги, выпущенные посредством аукционов на первичном рынке (в % от валового внутреннего продукта), в том числе:	0,31	0,41	0,36	0,32
Казначейские векселя (% от общей суммы государственных ценных бумаг)	0,31	0,41	0,36	0,32
Государственные облигации (% от общей суммы государственных ценных бумаг)	0	0	0	0

87. Деятельность на внутреннем рынке будет и дальше направлена на поддержание и развитие рынка государственных ценных бумаг. В связи с этим планируется разработать и утвердить среднесрочную дорожную карту по развитию рынка государственных ценных бумаг в Республике Таджикистан, основными действиями которой являются: расширение рынка государственных ценных бумаг; продвижение рынка государственных ценных бумаг; внедрение новых финансовых инструментов в отношении управления долгом; выпуск государственных облигаций как с фиксированной, так и с плавающей процентной ставкой с более длительным сроком погашения; и совершенствование платформы для выпуска государственных ценных бумаг и регулярных контактов между эмитентом в лице Министерства финансов Республики Таджикистан и профессиональные участники рынка ценных бумаг.

§5. Риски, связанные с портфелем государственного долга по базовому (предпочтительному) сценарию

88. Управление рисками необходимо с точки зрения эффективного управления государственным долгом Республики Таджикистан. Изменчивость финансовых рынков в результате колебаний процентных ставок, обменных курсов валют или уровня инфляции определяет возрастающую волатильность портфеля государственного долга. С этой точки зрения, в качестве рисков, связанных с портфелем государственного долга Республики Таджикистан, выделяются следующие риски: валютный риск, риск процентной ставки и риск рефинансирования. Наряду с указанными рисками существуют также операционный риск, который косвенно влияет на государственный долг, а также риск материализации условных обязательств.

Таблица 13: Показатели рыночных рисков, связанных с государственным долгом Республики Таджикистан на 2024-2026 годы

Показатели	31 декабря 2022 года (факт.)	31 декабря 2023 года (ожидание)	31 декабря 2026 года (прогноз)
Валютный риск			
Доля внешнего долга в совокупном государственном долге (% от общего объёма)	88,0%	88,0%	85,0%
Доля государственного долга в иностранной валюте (% от общего объёма)	88,0%	88,0%	85,0%
Риск рефинансирования			
Доля государственного долга, подлежащего оплате в течение одного года (% от общего объёма)	8,1%	10,3%	10,1%
Доля государственного долга, подлежащего оплате в течение одного года (% от валового внутреннего продукта)	3,1%	3,4%	4,6%
Средний период погашения долга по всему портфелю государственного долга (кол-во лет)	10	10	10
Средний период погашения долга по внешнему государственному долгу (кол-во лет)	10-15	10-15	10-15
Средний период погашения долга по внутреннему государственному долгу (кол-во лет)	5-10	5-10	5-10
Риск процентной ставки			
Доля государственного долга с фиксированной процентной ставкой (% от общего объёма)	95,6%	95,3%	94,7%
Доля государственного долга с процентной ставкой, подлежащей рефиксации в течение одного года (% от общего объёма)	4,4%	4,7%	5,3%
Долг в форме казначейских облигаций (% от общего объёма внутреннего долга)	2,1%	2,2%	2,3%

§6. Валютный риск

89. К концу 2026 года показатели рыночного риска, связанные с государственным долгом, указывают на то, что портфель государственного долга Республики Таджикистан будет подвержен и в дальнейшем валютному риску, в результате того, что 85,0

процента долга составит внешний государственный долг, который полностью выражен в иностранной валюте. Более того, доля внешнего государственного долга в совокупном объёме государственного долга на конец 2025 года увеличится на 2,5 процентных пункта по сравнению со значением, ожидаемым к 31 декабря 2023 года, что связано с прогнозом положительного чистого внешнего финансирования в долларах США, а также с прогнозом обесценивания национальной валюты (сомони) по отношению к доллару США в следующие три года.

90. В случае обесценивания национальной валюты по отношению к иностранным валютам, в которых выражен внешний государственный долг, портфель государственного долга будет в значительной степени подвержен валютному риску, что повлияет как на стоимость государственного долга, так и на его объём. В целях уменьшения подверженности долгового портфеля валютному риску, а также для достижения целевых показателей, установленных для параметров риска в рамках настоящей Стратегии, Министерством финансов Республики Таджикистан будет приниматься во внимание увеличение доли чистого финансирования в национальной валюте с учётом, в то же время, поглощающей способности внутреннего рынка страны и в целом спроса на долговые инструменты в сомони.

§7. Риск процентной ставки

91. Государственный долг с фиксированной процентной ставкой продолжит составлять большую часть в портфеле государственного долга в конце 2026 года, но ожидается его небольшое сокращение на 0,6 процентных пункта по сравнению с ситуацией на 31 декабря 2023 года, а средний период рефиксации государственного долга уменьшится на 2,5 года. Эти изменения связаны преимущественно с вероятностью небольшого уменьшения внешнего финансирования на концессионных условиях в следующие три года, а также с небольшим увеличением поступлений заимствований с плавающей процентной ставкой от многосторонних кредиторов.

92. В то же время значительная доля внутреннего краткосрочного долга создаёт более высокий риск рефинансирования и процентных ставок для портфеля

государственного долга Республики Таджикистан. По этой причине показатель государственного долга с плавающей процентной ставкой (в % от общего объёма) предполагает, что для целей мониторинга рисков, внутренний государственный долг со сроком погашения до одного года и с фиксированной процентной ставкой будет отнесён к категории долга с плавающей процентной ставкой, которая будет находиться в пределах установленного целевого диапазона, которым нельзя пренебрегать и который должен быть соотнесен с целями настоящей Стратегии, поскольку доля займов на рыночных условиях постоянно увеличивается, соответственно, процентный риск требует повышенного внимания.

§8. Риск рефинансирования

93. В результате увеличения внешнего финансирования и выполнения графика погашения долга, а также постепенного увеличения сумм, предназначенных для возврата платёжных обязательств, вытекающих из государственных гарантий, предоставленных Правительством Республики Таджикистан, и с тенденцией к снижению риска рефинансирования, к 31 декабря 2026 года средний срок погашения государственного долга увеличится примерно на 4,0 года.

94. Риск рефинансирования демонстрирует тенденцию к улучшению к концу 2026 года, так что долг, подлежащий оплате в течение одного года, уменьшится на 5,1 процентных пункта. Новые внешние поступления в период с 2024 года до 2026 года от международных финансовых институтов предусматривают, в среднем, льготный период в 4-5 лет, так что это окажет минимальное влияние на профиль погашения в течение анализируемого периода.

95. Несмотря на сложную ситуацию, характеризующуюся ростом процентных ставок и неустойчивостью рыночных условий, что может усилить неопределённость среди инвесторов и может привести к значительным колебаниям их спроса на государственные ценные бумаги, Министерство финансов Республики Таджикистан продолжит усилия по корректировке графика погашения с целью снижения риска рефинансирования в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

§9. Операционный риск

96. В среднесрочной перспективе (2024-2026 годы), с целью сокращения операционного риска, который может повлиять на операции по регистрации, обработке и отчётности данных по государственному долгу, Министерство финансов Республики Таджикистан будет в полной мере использовать обновлённую версию информационной системы управления долгом (DMFAS), установленную в 2023 году, и регулярно проводить проверку базы данных в соответствии с существующим графиком. Полноценная установка и интеграция DMFAS в бюджетную и казначейскую системы, а также соответствующее обучение сотрудников Министерства финансов позволит в среднесрочной перспективе начать самостоятельное проведение анализа устойчивости долга для регулярного мониторинга параметров устойчивости. В то же время Министерство финансов будет соблюдать меры реагирования, определёнными текущими нормативными и правовыми актами Республики Таджикистан по обеспечению непрерывности деятельности, связанной с управлением государственного долга.

§10. Риск условных обязательств

97. Риск материализации условных обязательств предполагает выплаты, которые могут быть осуществлены Министерством финансов Республики Таджикистан в качестве гаранта по гарантированному долгу от государственных предприятий и учреждений.

98. По состоянию на 31 июля 2023 года остаток государственных гарантий по отношению к валовому внутреннему продукту, выданных различным кредиторам, составил 1,3 процента, а в среднесрочной перспективе ожидается, что к концу 2026 года он составит примерно 0,9 процента от валового внутреннего продукта.

99. Принимая во внимание остаток государственных гарантий, которые могут иметь место к концу 2026 года, риск, связанный с материализацией условных обязательств, будет сокращён, т.к. прогноз выплат, которые могут быть осуществлены из государственного бюджета в счёт данных гарантий, не превышают 0,03 процента от валового внутреннего продукта в период с 2024 по 2026 года.

8. ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНОЕ ПОЛОЖЕНИЕ

100. Портфель государственного долга соответствует в среднесрочной перспективе разумным ограничениям в отношении сопутствующих рисков. Однако, согласно проведённому анализу, обострение кризисной ситуации (в связи с внешними потрясениями), ускоренный рост цен и ухудшение геополитической ситуации в регионе являются основными факторами, существенно влияющими на экономику, что может создать дополнительное давление на портфель государственного долга. Несмотря на то, что на протяжении 2022-2023 года большинство показателей риска, связанных с государственным долгом, соответствовали установленным годовым пределам, риск неблагоприятных последствий сохраняется. Соответственно, в случае значительного обесценивания национальной валюты (сомони) или повышения процентной ставки в контексте решений денежно-кредитной политики, принимаемых как на национальном, так и на международном уровне, ожидается, что в ближайшие годы уязвимая и нестабильная рыночная ситуация сохранится.

101. Таким образом, в среднесрочной перспективе будут продолжаться реформы для достижения конкретной цели поддержания и развития внутреннего рынка государственных ценных бумаг и превращения внутреннего финансового рынка в стабильный источник покрытия финансовых потребностей государственного бюджета.

102. Вместе с тем, действия, которые должны быть предприняты Министерством финансов Республики Таджикистан в области управления государственным долгом, недостаточны для существенного развития внутреннего рынка государственных ценных бумаг. Одной из предпосылок развития этого рынка и расширения базы инвесторов является также проведение реформ в других сегментах финансового рынка, таких как пенсионное обеспечение, страхование, биржевая и банковская деятельность и т.д. В среднесрочной перспективе Министерство финансов в тесной координации с Национальным банком Таджикистана и других ответственных министерств и ведомств предпримет необходимые меры по разработке, утверждению и реализации дорожной карты (или плана действий) по развитию рынка государственных ценных бумаг.

103. Прогресс в области внедрения мер, содержащихся в настоящей Стратегии, будет отражён в регулярной отчётности Правительству Республики Таджикистан и годовых консолидированных отчётах о состоянии государственного долга Республики Таджикистан, которые публикуются на вебсайте Министерства финансов Республики Таджикистан.