

**Министерство финансов
Республики Таджикистан**



**Стратегия управления государственным долгом
Республики Таджикистан на 2009 – 2011 годы**

Душанбе, 2008

Аббревиатура

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

Стратегия управления государственным долгом на 2009-2011 годы

Содержание

I. ВВЕДЕНИЕ	4
II. ПРЕДЫДУЩАЯ СТРАТЕГИЯ СОКРАЩЕНИЯ ВНЕШНЕГО ДОЛГА НА 2003-2007.....	5
III. УЧТЕННЫЕ УРОКИ И УРОВЕНЬ ДОЛГА НА КОНЕЦ 2007 ГОДА	5
IV. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ В ТАДЖИКИСТАНЕ, 2003-08.	7
V. ЦЕЛЬ И ЗАДАЧИ НОВОЙ СУГДТ НА 2009-2011.....	9
VI. РИСКИ, ВЛИЯЮЩИЕ НА УРОВЕНЬ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА	10
VII. РАЗВИТИЕ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ БУМАГ.....	11
VIII. ВНЕШНИЙ ДОЛГ ЧАСТНОГО СЕКТОРА	12
IX. ВЗАИМООТНОШЕНИЕ СУГДТ С ПГИ	13
X. УЛУЧШЕНИЕ КАЧЕСТВА ПОРТФЕЛЯ ВНЕШНИХ КОНЦЕССИОННЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ.....	15
XI. ЗАКЛЮЧЕНИЕ	16

I. Введение

Среднесрочная стратегия управления государственным долгом Таджикистана (СУГДТ) направлена на улучшение качества управления государственным долгом путем уменьшения степени рисков, возникающих под влиянием внутренних и внешних факторов. Вопрос совершенствования механизмов управления долгом государственного сектора и регулированием общего внешнего долга имеет своей целью достижение и поддержание экономической стабильности. Опыт развивающихся стран и стран с формирующимся рынком, где экономическая база является все еще ограниченной или недостаточно диверсифицированной, свидетельствует о высокой степени уязвимости, особенно от внешних источников. Несмотря на сравнительную стабильность макроэкономической ситуации Таджикистана за последние пять лет, его экономическая база продолжает концентрироваться на традиционных источниках и оставаться уязвимой.

В последнее время все же наблюдается положительная тенденция на снижение уровня задолженности Республики Таджикистан. Этому способствовали двухсторонние переговоры по реструктуризации долгов, списание долгов Международного валютного фонда (МВФ) в рамках Многосторонней инициативы сокращения долгового бремени, внедрение ограничений на вклад правительства в программу государственных инвестиций (ПГИ) в рамках Программы сокращения бедности и содействия экономическому росту нашей страны и установление критериев по привлечению кредитов только льготного характера.

Неудивительно, что новая стратегия управления государственным долгом опирается на те же основные принципы: прямые переговоры с кредиторами, ограничения на ПГИ и приверженность грант элементу (ГЭ). Новыми составляющими СУГДТ являются введение ограничений на выдачу государственных гарантий, ре-активизация внутреннего рынка государственных бумаг и мониторинг внешнего долга частного сектора. Также, для адекватного функционирования СУГДТ представляется необходимым улучшение координации всех министерств и ведомств.

В общем, СУГДТ является оптимально сформулированной стратегией правительства. Ее результативность и достижение ожидаемых результатов зависят от высокого уровня приверженности правительства к качественной реализации стратегии. Эффективность СУГДТ заключается в ее результативности, что подразумевает поддержание устойчивого уровня долга, основанное на соблюдении всех ключевых параметров, определенных в рамках данной стратегии.

Предполагается, что СУГДТ будет обновляться каждые три года для внесения необходимых модификаций, базированных на изменениях макроэкономических показателей и тенденций в экономике. Данная стратегия также соответствует намерению правительства в рамках программы мониторинга со стороны персонала МВФ (2008) стабилизировать в среднесрочной перспективе отношение внешнего государственного и гарантированного государством долга к ВВП на уровне около 40 процентов.

II. Предыдущая стратегия сокращения внешнего долга на 2003-2007гг.

В 2003 году было принято Постановление Правительства Республики Таджикистан от 4 июля 2003 года № 317-17 «О принятии стратегии уменьшения внешнего долга Республики Таджикистан». Основная цель стратегии заключалась в следующем:

- целенаправленном использовании и своевременное погашение обязательств перед международными финансовыми организациями;
- признание утративших силу гарантийных писем Правительства Республики Таджикистан, предоставленных в 1992-1998 гг.;
- привлечение льготных кредитов только в отрасли экономики страны, имеющих быструю окупаемость;
- установление ежегодного лимита на привлечение льготных кредитов с учетом устойчивости долга и приоритетности проектов;
- продолжение переговоров с иностранными кредиторами по урегулированию долговых обязательств и уменьшению затрат на обслуживание долга путем его уменьшения, списания, реоформления в грант и реструктуризации.

III. Учетные уроки и уровень долга на конец 2007 года

Таджикистан пережил серьезный трансформационный период, связанный с после-конфликтной ситуацией, которая негативно повлияла на экономику страны и принесла большой социально-экономический ущерб. Несмотря на это, власти все же добились снижения уровня долгового бремени. Министерство финансов (МФ) выполнило поставленные перед собой приоритетные задачи провести двухсторонние переговоры по реструктуризации долгов, внедрить ограничение на вклад правительства в ПГИ и следовать установленным критериям по привлечению кредитов только льготного характера.

В основном, прежнее сокращение долга было достигнуто в рамках двухстороннего порядка, и, хотя достигнутые успехи показали, что такой подход оказался эффективным, многое все же зависело от решений внешних кредиторов. В связи с этим, реструктуризация долга не должна является постоянным и основным инструментом в управлении долгом. Новая стратегия должна не только руководствоваться целью поддержания устойчивости уровня долга, но и обеспечить четкое направление и основу для эффективного управления долгом.

Опыт также показывает, что привлечение значительных, даже если и концессионных, финансовых ресурсов оказало немаловажное влияние на увеличение уровня долга республики. В данное время уровень долга выделенного Таджикистану международными финансовыми институтами составляет 46% от общего долга, или 18% от ВВП по сравнению к двухсторонним долгам, равными 34% от ВВП (МВФ:2007). Хотя, в конечном итоге, правительство должно нести полную ответственность за проведение внешних заимствований, международные институты должны также проявлять осторожность в предоставлении займов. В этой связи, одной из главных целей данной стратегии является привлечение доноров и кредиторов ориентироваться именно на разработанную стратегию и предоставлять займы на основе реальных возможностей страны и способностей правительства эффективно использовать выделенные ресурсы.

Вышеотмеченные действия, включая списание долгов со стороны МВФ на сумму 99 млн. долл. США, помогли уменьшить уровень внешнего долга до 30,2% ВВП в 2007 году (см. Таблицу 1). Пик расходов на обслуживание государственного долга, относительно государственных доходов, составлял 27% в 2001 году, и постепенно снизился до управляемого объема 30,2 % в 2007 году. Внешний долг составляет основную массу государственного долга, или 98% от общего портфеля долга в 2007 году.

Таблица 1: Долговые показатели, 2003-07 гг.

	2003	2004	2005	2006	2007
Государственный долг (% от ВВП)	66,3	42,2	38,9	31,0	30,2
Государственный долг (млн. сомони)	3 153,9	2 588,1	2 792	2 859,0	3 852,0
Амортизация (в млн. долл. США)	20,7	22,3	55,7	138,8	36,9
Расходы на процентные платежи (в млн. долл. США)	14,6	14,0	12,1	9,5	11,8

Источник: Минфин РТ

В 2006 году между Правительством Таджикистана и Китайской Народной Республикой были подписаны три договора по концессионным товарным кредитам на общую сумму 603 миллиона долларов (см. Вставка 1). Эти кредиты направлены на проведение региональных инфраструктурных проектов, включая построение линии электропередач, строительство и реабилитацию автомобильной дороги, соединяющей север с центральным регионом страны. Несмотря на потенциальную позитивную экономическую и социальную отдачу, приток этих кредитов повлиял на уровень государственного долга страны, привел к повышению негативного сальдо текущего баланса и увеличению риска по управлению внешним долгом посредством выдачи государственных гарантий.

Вставка 1: Кредиты предоставленные Китайской Народной Республикой

В 2006 году Правительство республики подписало три кредитных соглашения с Китайской Народной Республикой на сумму \$603 миллиона долларов. Данные кредиты направлены на восстановление инфраструктуры и поддержки роста экспорта в регионе. Несмотря на то, что эти кредиты имели грантовый элемент, привлечения вышеотмеченного объема значительно повлияло на рост уровня внешнего долга, который достигнет 35% от ВВП в 2010 году.

Поскольку потоки прямых инвестиций в Таджикистан ограничены, Правительство было вынуждено привлечь концессионные кредиты для поддержки развития экономики, в том числе обеспечить электроэнергией население северной части страны. Поскольку эти проекты считаются стратегически важными и должны улучшить фундаментальное состояние инфраструктуры страны, это поможет привлечь больше прямых инвестиций в будущем.

В данное время МФ рассматривает и разрабатывает новые механизмы и варианты для поддержания устойчивости и доходности этих проектов, например, механизм толлинговой системы с целью повышения окупаемости проекта дороги Душанбе - Чанак и поддержки ее капитального состояния. Также рассматриваются различные варианты профессионального метода менеджмента дороги.

С помощью МФИ Правительство ведет реформирование нормативных актов законодательства для улучшения инвестиционного климата республики. Практика также свидетельствует о том, что необходимо улучшать физическое состояние инфраструктуры, чтобы создать основу для развития бизнеса и привлечения инвестиций в страну.

Правительство полностью осознает реальные риски, связанные с привлечением значительных объемов кредитов на поддержку инфраструктуры путем внешнего заимствования. Поскольку такой подход считается неустойчивым, Правительство намерено, принять более оптимальный подход и своевременные меры по улучшению инвестиционного климата, который позволит частному сектору играть более активную роль в реализации энергетических и других инфраструктурных проектов.

IV. Макроэкономическая ситуация в Таджикистане, 2003-08 г.г.

Начиная с 2003 года макроэкономическая ситуация Таджикистана отличается сравнительной стабильностью. За последние пять лет реальный рост ВВП достиг в среднем 8.6% при уровне инфляции 11.7%. Источники роста экономики в целом опираются на традиционные сферы (производство алюминия, сельское хозяйство, сфера услуг и строительство), а также на притоки денежных переводов. Несмотря на это необходимо отметить, что в 2007 году инфляционная ситуация ухудшилась под воздействием внешних факторов (при резком росте мировых цен на продовольственные товары и горюче-смазочные материалы) и не достаточно жесткой денежно-кредитной политике, что привело к высокому двухзначному уровню инфляции. Налогово-бюджетная политика, в свою очередь, внесла большой вклад в поддержании стабильности путем сдерживания инфляции и снижения уровня долга благодаря достижению бюджетных профицитов, не включая ПГИ. Хотя дефицит на конец 2008 года предусмотрен в размере 74 миллионов сомони, предполагается, что в рамках программы МВФ, бюджет будет сбалансирован (см. Таблицу 2, 3).

Таблица 2: Основные макроэкономические параметры, 2006-10 гг.

	2006	2007	2008	2009	2010
Реальный рост ВВП (%)	7,0	7,8	7,0	7,1	7,0
ВВП в текущих ценах (млн. сомони)	9 272	12 780	16 380	20 665	25 650
Среднегодовой ИПЦ (%)	12,5	19,7	15,0	13,0	12,0
Платежный баланс (% от ВВП)*	-2,5	-15,2	-15,3	-11,1	-4,0
Платежный баланс (млн. дол.США)*	-70	-476	-528	-423	-169
Государственный долг (% от ВВП)	31,0	30,2	34,4	32,9	29,2
Государственный долг (млн. сомони)	2 859	3 852	5 256	6 787,6	7 442
Обменный курс - среднегодовой	3, 30	3,44	3,45	3,55	3,69

Источники: Госкомстат, Минфин и МВФ.

* данные МВФ

Таблица 3: Основные бюджетные параметры, 2006-2010 гг.

	2006	2007	2008	2009	2010
Баланс бюджета (% от ВВП)	+ 0,4	+1,6	0	-0,5	-0,5
Баланс бюджета (млн.сомони)	+ 36,8	+129,7	+526,1	-103,0	- 128,3
Доходы	1 680,4	2 451,5	3 650	4 662,5	6 195
Расходы (бюдж. средства)	1 643,4	2 321,8	3 124	4766	6 323,3
вкл. процентные платежи	30,8	68,4	91,1	106,9	102,6

Источник: Минфин РТ.

В связи с возникшей инфляционной ситуацией Правительством республики ведется работа по разработке мер по снижению инфляционного давления. Согласно прогнозным показателям на среднесрочную перспективу инфляцию предполагается удерживать на уровне 13% в 2009 году и 12% в 2010 году. Для этого будет необходимо усилить эффективность денежно-кредитной политики и проводить благоразумную бюджетную политику.

Дефицит платежного баланса постепенно увеличивался и достиг 5,9% от ВВП в 2007 году не включая государственные кредиты Китайской Народной Республики. Курс национальной валюты в течение 2007 года оставался сравнительно стабильным. По официальным данным Национального банка Таджикистана (НБТ) за 2007 год курс национальной валюты по отношению к доллару США составил 3,4425 сомони. Официальный обменный курс сомони к доллару США изменился с 3,4265 сомони в начале периода до 3,4649 в конце периода, или на 1,1% (0,0384 сомони) (Диаграмма 1). Для сравнения, за период 2006 года изменение курса составляло 7,1% (0,2272 сомони).

Диаграмма 1. Динамика курса национальной валюты за январь-декабрь 2007 года (1 долл. США к сомони)¹



Ставка рефинансирования НБТ составляла 15,0 % на конец декабря 2007г. Средневзвешенная процентная ставка по депозитам, привлеченными банками и кредитными организациями за период январь-апрель текущего года по срочным депозитам составила 16,7% в национальной валюте и 10,7% в иностранной валюте. Реальные процентные ставки в иностранной валюте по депозитам, а также выдаче

¹ Источник: Национальный Банк Таджикистана

кредитов, особенно в долларах США, являются очень высоким для экономики Таджикистана, что связано с низким уровнем развития банковского сектора, отсутствием здоровой конкуренции, а также недостаточном развитии уровня финансового посредничества в стране.

Высокие процентные ставки на внутреннем рынке также зависят от денежно-кредитной политики и политики обменного курса. Как уже говорилось более широкое меню инструментов и ужесточенная денежно-кредитная политика смогли бы повлиять на уровень инфляции и способствовать снижению реальных процентных ставок. Необходимо отметить, что для первоначального выпуска государственных ценных бумаг на внутреннем рынке, индексированных на уровень инфляции, также требуется стабильная денежно-кредитная политика, чтобы избежать высокой ставки рефинансирования и способствовать формированию кривой доходности.

V. Цель и задачи новой СУГДТ на 2009-11 годы²

Основной целью СУГДТ является улучшение качества управления государственным долгом и достижение его устойчивого уровня путем эффективного и целесообразного использования привлекаемых ресурсов. СУГДТ направлена на уменьшение затрат путем диверсификации структуры долга. Новая стратегия послужит основным руководством для министерств и ведомств и повысит уровень прозрачности и подотчетности, учитывая объем институциональных возможностей правительства в отношении финансирования ПГИ.

С целью достижения эффективного управления государственным долгом, политика Правительства Республики Таджикистан будет руководствоваться следующими принципами):

- 1) продолжением проведения постоянных переговоров с двухсторонними кредиторами по реструктуризации, списанию или возможному обмену долга на активы;
- 2) введением двух главных коэффициентов для обеспечения устойчивости государственного и гарантированного государством долга, а именно (Приложение 4):
 - а) годовой потолок в размере 25% обслуживания государственного долга, т.е. платежи основного долга и процентов не должны превышать 25% от объема государственных доходов³ (Приложение 2); и
 - б) потолок в размере 30% NPV (чистая приведенная стоимость) на долю государственного и гарантированного государством долга от ВВП. Общий потолок на соотношение внешнего долга и ВВП в номинале должен составить 40% (Приложение 2);
- 3) ограничением государственных заимствований только высоко-льготными кредитами, содержащими ГЭ как минимум 35%, согласно рекомендации

² В разработке настоящей стратегии было использовано руководство по управлению государственным долгом, подготовленное МВФ и Всемирным Банком.

³ Коэффициент объема расходов может иногда быть неточным, потому что многосторонние кредиты Всемирного банка и Азиатского Банка Развития, составляющие большую часть новых кредитных потоков, имеют отсрочки по основным платежам. Это означает, что влияние платежей основного долга будет полностью ощущаться только в последующие годы.

МВФ⁴. В случае, когда кредит имеет более низкий показатель ГЭ, чем предписано лимитом, но он сопровождается грантом, тогда ГЭ определяется наличием средневзвешенного грантового элемента в кредите и в гранте;

- 4) выдачей гарантий только Министерством финансов и только в исключительных случаях государственного заимствования. Объем выданных гарантий не должен превышать 20% от объема утвержденных государством кредитов на календарный год. Гарантии правительства будут выдаваться в ограниченном количестве только для обеспечения процесса развития, при условии, что они будут отвечать: (а) требованиям льготности (госсектор), и (б) будут подкреплены адекватным финансовым страхованием от риска неплатежа (частный сектор). Гарантирование проектов должно основываться на предварительно проведенном анализе экономической приемлемости проектов, имеющих быструю окупаемость, высокий уровень рентабельности и позитивную чисто приведенную стоимость (NPV) по отдам (см. Приложение 4);
- 5) привлечением ресурсов для поддержки и реализации новых национальных стратегий одобренных правительством, в частности Стратегии сокращения бедности (ССБ) и Национальной стратегии развития (НСР), направленных на достижение Целей развития тысячелетия (ЦРТ). Будет важно четко определить необходимость, качество и результативность предусмотренных государственных проектов в этих областях, и привлекать ресурсы для реализации таких программ через два основных источника: (1) средства, сэкономленные от обслуживания долга вследствие долгового облегчения, (2) дополнительный приток грантов.
- 6) привлечением заимствований по приоритетным направлениям ПГИ на основе тщательной оценки рентабельности и эффективности проектов и совершенствования институционального механизма координации и мониторинга их реализации (см. Приложение 4);
- 7) привлечением ресурсов путем развития рынка государственных бумаг с целью достижения сбалансированного портфеля заимствований, привлечения ликвидности с внутреннего рынка и расширения инструментов для проведения денежно-кредитной политики.
- 8) содействием тому, чтобы частный внешний долг способствовал развитию частного сектора без оказания сильного давления на платежный баланс и стабильность обменного курса.

VI. Риски, влияющие на уровень государственного долга

Долговая политика должна также быть нацелена на постоянное активное управление государственным долгом для снижения рисков, связанных с его структурой, и стоимости его обслуживания. Основными рисками, влияющими на уровень долга, можно считать следующие:

⁴ ГЭ рассчитывается с использованием справочной коммерческой процентной ставкой (Commercial Interest Reference Rate) плюс специфический предел допустимого риска для страны в качестве дисконтной ставки. Такое строгое соблюдение критерий исключает коммерческие и не льготные кредиты.

- риск дефолта или кредитный риск, при котором государство может оказаться не в состоянии производить своевременные выплаты по процентной и основной части долга. В частности, негативные внешние и внутренние макроэкономические шоки могут повлиять на устойчивость долга.
- риск обменного курса или валютный риск, связанный с колебаниями обменного курса, влияет на уровень задолженности, выраженной в иностранных валютах, и усиливает неустойчивость стоимости обслуживания долга (Приложение 3).
- риск процентной ставки, который может привести к изменению стоимости заимствований в зависимости от времени и объема потребности в заемных ресурсах, особенно в случае привлечения кредитов, имеющих коммерческий характер и индексированных на плавающие ставки.
- риски, связанные с платежами по государственным гарантиям, которые могут возникнуть в случае, когда проекты, гарантированные правительством и имевшие определенное время для построения, в связи с непредвиденными случаями требуют срочных расходов из бюджета в размере суммы освоения.

VII. Развитие внутреннего рынка государственных ценных бумаг

Так как в настоящее время экономическое развитие Республики Таджикистана опирается на внешнее финансирование, при этом присутствует высокий уровень валютного риска, ставящим управление долгом в жесткую зависимость от денежно-кредитной и курсовой политики и состояния платежного баланса. В этой связи возникает необходимость сбалансировать осуществление государственных заимствований в долгосрочном плане путем постепенного выравнивания условий привлечения внутренних и внешних заимствований.

Величина существующего внутреннего долга является небольшой, и основную массу этого долга составляет долг Министерства финансов перед Национальным банком Таджикистана (Приложение 1). Как уже говорилось, достижение бюджетных профицитов на протяжении последних нескольких лет позволило избежать накопления дополнительного внутреннего долга. Однако имеются планы по выпуску государственных внутренних ценных бумаг с целью оказания содействия методичному развитию рынка, достижения увеличения срока их погашения и расширения базы вкладчиков. В то же самое время, цель стратегии - сохранение устойчивого уровня внутреннего долга в течение продолжительного периода времени – сохраняется. Поэтому внутренние заимствования должны производиться в рамках годового 25% потолка, установленного для коэффициента общего объема обслуживания долга к доходам бюджета, рекомендуемых для государственных заимствований (Приложение 2).

Развитие рынка внутреннего долга должно принести ряд выгод экономике Таджикистана. Например, рынок будет содействовать мобилизации средств частных лиц на цели развития, укрепит инструмент денежно-кредитной политики и создаст определенную среду для развития корпоративного рынка.

Однако здесь также имеются риски. Процентные ставки в Таджикистане высокие, а срок погашения облигаций короткий. Выпуск чрезмерно большого количества краткосрочных ценных бумаг с высокими процентами может привести к

неуправляемого долговой тенденции, что и произошло во многих странах с переходной экономикой.

Следовательно, ре-активизация рынка внутреннего долга должна проходить поэтапно и вместе с реформами финансового сектора и снижением процентных ставок. Задача стратегии на начальных этапах заключается, следовательно, не в привлечении больших объемов ресурсов, а в создании рынка, расширении базы инвесторов и удлинении сроков погашения долга.

Предполагается, что меры, направленные на возобновления регулярных эмиссий государственных казначейских векселей (ГКВ), будут осуществляться следующим образом:

- Начать выпуск краткосрочных ГКВ (сроком в 3 месяца);
- Начать выпуск ценных бумаг (сроком на 12 месяцев), только после того как будет создан стабильный рынок ГКВ со сроком обращения 3 месяца и если будет спрос инвесторов на более долгосрочные ценные бумаги;
- При стабильном спросе на 3-х и 12-ти месячные ГКВ возможны дальнейшие выпуски облигаций с фиксированным купонном со сроком на 2, 3 или 5 лет⁵;
- Вместо выпуска новых серий ценных бумаг на каждом аукционе необходимо использовать повторный выкуп для получения больших размеров лота, что повысит ликвидность на вторичном рынке.
- НБТ, во избежание совпадения сроков обращения ценных бумаг, будет необходимо ограничить выпуск депозитных сертификатов сроком на 14 и 28 дней, а так же выступить в качестве торговой площадки, предоставив услуги по проведению расчетов и депозитарному хранению.
- Эмиссиям ГКВ должны предшествовать встречи между сотрудниками МФ, НБТ и первичными дилерами.

Полезной также может оказаться рекламная компания, ориентированная на посредников, институциональных и розничных инвесторов. Что касается последних, то можно было бы предусмотреть создание разветвленной сети по всей стране для предложения ценных бумаг небольшим частным инвесторам, опираясь при этом на банки, имеющие хорошую филиальную сеть. Это, в свою очередь, потребует большей подготовки и дополнительной поддержки в виде программного обеспечения для управления розничным портфелем.

Опыт НБТ по проведению аукционов по депозитным сертификатам показывает, что в большинстве случаев участвует лишь один покупатель – коммерческий банк со значительным объемом избыточной ликвидности, возникшей в результате монопольных прав на распоряжение бюджетными средствами, получаемых в качестве предоплаты. Таким образом, размещение более крупных объемов возможно лишь в том случае, если МФ согласно на ожидаемый скачок в аукционной кривой (повышение ставок заимствования), чтобы привлечь достаточное количество участников на рынок. В качестве подготовки к такому шагу, НБТ будет необходимо принять рыночный уровень доходности на аукционах депозитных сертификатов.

VIII. Внешний долг частного сектора

⁵ На раннем этапе развития рынка необходимо избегать выпуска облигаций привязанных к плавающим показателям (например, инфляции).

Негарантированный внешний долг частного сектора, как правило, не оказывает влияния на состояние государственного бюджета в случае неплатежа. Напротив, частные заимствования имеют положительный эффект на развитие экономики, часто следуя вместе с прямыми иностранными инвестициями.

Но риски все же присутствуют. Как показывает опыт многих стран, большой объем непогашенного частного внешнего долга, в том числе и краткосрочного, может неблагоприятно воздействовать на платежный баланс и обменный курс, увеличивая спрос на иностранную валюту, и тем самым отрицательно повлиять на экономическую стабильность. Такой долг также увеличивает общую сумму внешнего долга, что приводит к увеличению расходов на обслуживание долга и к высоким показателям коэффициента долга от ВВП. Это, в свою очередь, может повлиять на классификацию задолженности страны, и тем самым «отпугнуть» иностранных инвесторов.

В связи с вышеуказанными рисками следует проводить мониторинг частного внешнего долга и, вместе с частным сектором, принимать корректирующие шаги, когда такой долг становится неустойчивым. В банковском секторе такие меры чаще всего имеют пруденциальный характер. Также, как показывает создавшаяся ситуация в хлопковом секторе, для осуществления эффективного мониторинга необходимо развивать базу данных общего долга⁶.

IX. Взаимоотношение СУГДТ с ПГИ

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

В силу того, что финансовые ресурсы недостаточны, все проекты ПГИ рассматриваются с учетом ряда критериев, направленных на обеспечение их достаточной приоритетности и качества. Откровенно говоря, в значительной степени ПГИ – все еще планы с установленным трехлетним горизонтом, которые эпизодически подготовлены для внешней аудитории. Опыт с ПГИ показал, качество проектных предложений, подготовленных отраслевыми министерствами, является очень низким, не имеющим конкретных технико-экономических анализов, и они выходят за рамки финансовых возможностей бюджета. Институциональная структура, финансовый контроль и мониторинг за использованием партнерских фондов слабы и имеются проблемы с классификацией⁷. Правительство только недавно начало предоставлять планы проектов ПГИ Парламенту одновременно с Законом о государственном бюджете, как отдельный документ. ПГИ, подготавливаемая и осуществляемая вне бюджета Правительства, приводит к

6 В 2007 году было выявлено, что существенная часть частных долгов хлопкового сектора, включая внешние долги, была гарантирована НБТ, что сделало этот долг государственным и значительно увеличило долговое бремя республики.

7 Казначейство МФ осуществляет контроль над выплатой партнерских средств/фондов из бюджета на специальные счета ЦРП, но не более того. Казначейство выдает полную сумму партнерского финансирования, выделенную для проектов соответствующим ЦРП без дальнейшего участия в управлении фондами.

фрагментации капитальных расходов⁸. В результате, два самых больших источника расходов – финансируемые бюджетом Централизованные капитальные вложения (ЦКВ) и внешне финансируемая ПГИ – оказываются параллельными процессами. Кроме того, партнерское финансирование ПГИ осуществляется отдельно от ЦКВ. Это усложняет не только планирование и выполнение ПГИ, но и долговое планирование.

Так как Министерство Финансов (МФ), Министерство Экономики и Развития Таджикистана (МЭРТ) и Государственный Комитет по Имуществу (ГКИ) контролируют выполнение проектов ПГИ, также не совсем ясно которая из структур несет первичную ответственность за исполнение установленных приоритетов по секторам и вопросам по распределению ресурсов. Это приводит к путанице, проблемам в подготовке бюджета и может вызвать дублирование обязанностей. Имеется риск, что каждая из структур разработает свои собственные форматы и стандарты отчетности, тем самым утраивая количество потраченного времени и усилий для сбора информации. Эти риски могут быть минимизированы, если, например, группа МЭРТ будет отвечать за техническую сторону проектной подготовки и выполнения, группы МФ – за финансовую сторону, а ГКИ – за соответствие проектов.

В связи с этим, для создания более эффективной структуры для разработки ПГИ, необходимо создание Комиссии по распределению бюджетных средств в рамках ПГИ. Этому органу можно будет делегировать полномочие принимать решения, определяющие стратегические приоритеты, пределы финансирования для министерств и утверждения их в проекте бюджета до рассмотрения его Правительством. ПГИ должна стать частью бюджетного документа и ежегодного Закона о бюджете (см. Вставку 2).

Размер ПГИ должен продолжать быть ограниченным, с одной стороны, руководствуясь бюджетными возможностями, и, с другой, способностью государственного сектора поглощать и эффективно использовать ресурсы. Также необходимо выработать пути лучшей интеграции ПГИ и инвестиционных проектов, не входящих в ПГИ, и приведения их в соответствие с целями ССБ.

Процесс подготовки ПГИ должен основываться на следующих концептуальных принципах: (а) стратегической значимости/важности, то есть, поддерживает ли проект стратегические приоритеты развития правительства; (б) роли правительства, то есть должен ли проект финансироваться частным сектором или правительством, принимающим во внимание роль проекта в рыночной экономике; (в) экономическом обосновании, то есть определены ли все затраты по проекту и выгоды, и окажется ли проект жизнеспособным с экономической точки зрения; (г) воздействием на бедность, то есть получают ли бедные слои населения выгоду от проекта, и (д) источниками финансирования и критериями устойчивости (см. Приложение 4).

Все эти шаги дадут возможность расширить социальные программы Правительства Республики Таджикистан, параллельно оказывая необходимую поддержку развитию основных секторов, определяющих состояние реальной экономики:

⁸ Помимо этого, не все расходы ПГИ представляют собой капитальные расходы. Типичный кредит или выделение гранта включают эксплуатационные расходы для управления кредита/гранта (закупки товаров и услуг), которые являются текущими расходами.

инфраструктуры, энергетики, образования, здравоохранения, инновационных технологий, науки и агротехнологий.

Вставка 2: Среднесрочная Программа Государственных Расходов

Среднесрочная Программа Государственных Расходов (СПГР) наряду с НСР на период до 2015 года и среднесрочной трехлетней ССБ является основным элементом национальной системы развития. Основная цель СПГР – увеличение эффективности государственных расходов. Внедрение стратегии позволит:

- улучшить качество налогово-бюджетной политики посредством прогноза государственных доходов базированного на реалистичном макроэкономическом прогнозе;
- улучшить эффективное распределение государственных ресурсов между секторами экономики, на основании заранее определенных приоритетов финансирования (ПГИ);
- дать оценку существующим несоответствиям между налогово- бюджетной политикой государства и распределением финансовых ресурсов;
- сформировать жесткие бюджетные ограничения для секторов, и, соответственно, повысить ответственность секторных министерств за целевое и эффективное использования выделенных средств.

Также:

- в структуре СПГР отражены такие важные компоненты, как среднесрочный (трёхлетний) прогноз доходов и расходов Государственного бюджета, а также среднесрочный прогноз уровня государственного долга страны и затрат на его обслуживание.
- полная интеграция СПГР в годовой бюджетный процесс позволит в существенной степени повысить прозрачность, предсказуемость и эффективность распределения бюджетных средств и облегчит поиск и обоснование необходимых внешних источников финансирования.

Х. Улучшение качества портфеля внешних концессионных заимствований

Совместные проекты на основе стратегии ДССБ и стратегии партнерства страны с МФИ требуют тщательного первоначального анализа и обсуждения правительством в отношении их результативности и эффективности. Присутствие множества проектов замедляют их реализацию, что также усугубляется слабыми институциональными возможностями страны и отсутствием хорошей координации между ведомствами и другими участниками, в том числе донорами.

В настоящее время хорошим примером вышеупомянутому могут служить ряд проектов, финансируемых МФИ в аграрном секторе. На сегодняшний день общая сумма таких проектов составляет 549 миллионов долларов (без учета проектов технической помощи и грантов). Большинство проектов направлены на восстановление инфраструктуры, ирригации, выращивания хлопка и других сельхоз культур, а также развитие сельской местности и местных общин.

К сожалению, множество административных барьеров и неадекватное определение политики аграрного сектора препятствуют и замедляют качественную реализацию проектов и реформ, что негативно влияет на достижение ожидаемых результатов. Несмотря на значительные инвестиции правительства путем привлечения финансирования от МФИ и дополнительных внутренних ресурсов в аграрный сектор, результаты реформ совсем не очевидны. На сегодняшний день аграрный сектор продолжает являться самым проблематичным из секторов экономики. Основная проблема сконцентрирована в хлопковом секторе, долг которого составляет 15% от ВВП.

Поэтому качество внешних заимствований зависит от четкого определения политики и институциональных подходов к реализации проектов, которые приводят к их эффективности, а не создают дополнительные долговые нагрузки, несмотря на концессионный характер заимствований.

XI. Заключение

Следуя лучшей мировой практике, СУГДТ является оптимально сформулированной стратегией правительства. Приверженность и чувство собственности правительства служат ключевыми элементами для успешной реализации новой стратегии. Ожидаемые результаты непосредственно зависят от четкой реализации данной стратегии, направленной на поддержание устойчивого уровня государственного долга. СУГДТ также должна быть использована как основная стратегия и, непосредственно, как руководство по разработке бюджета и других проектов, связанных в ССБ и НСР на последующие годы.

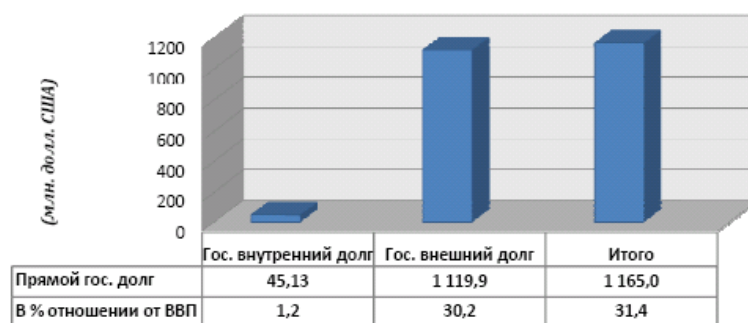
Основываясь на ключевых критериях устойчивости долга, настоящая стратегия ограничит приток внешнего долга независимо от его характера с целью сбалансирования и минимизации его темпа роста. Также предоставление государственных гарантий должно осуществляться только для тех проектов, которые имеют четкую техническую обоснованность и являются абсолютно приоритетными, то есть имеющими значительный вклад в реальный сектор экономики и ведущими к сокращению бедности.

Приверженность Правительства Республики Таджикистан к реформам создает все условия, чтобы обеспечить эффективную реализацию СУГДТ.

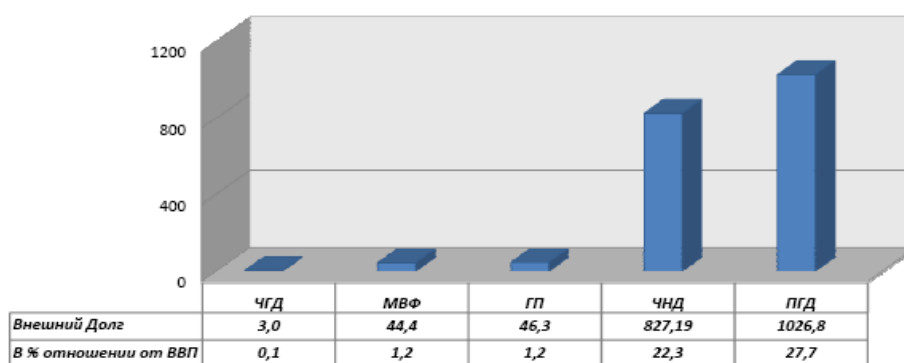
Приложение I

Индикаторы государственного долга на 2007г.

Внешний и внутренний государственный долг на 2007 г.



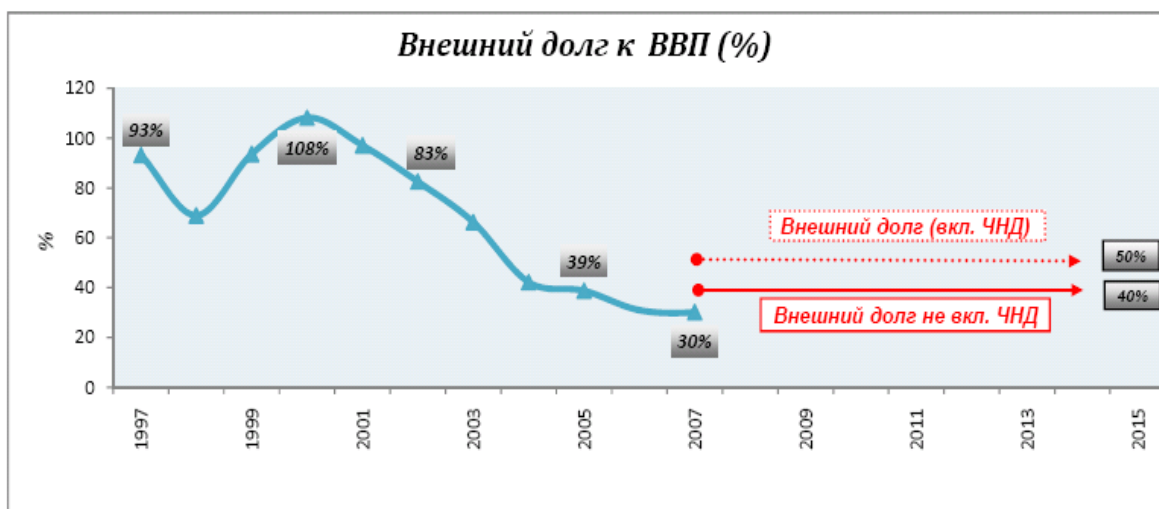
Внешний долг Таджикистана на 2007 г.



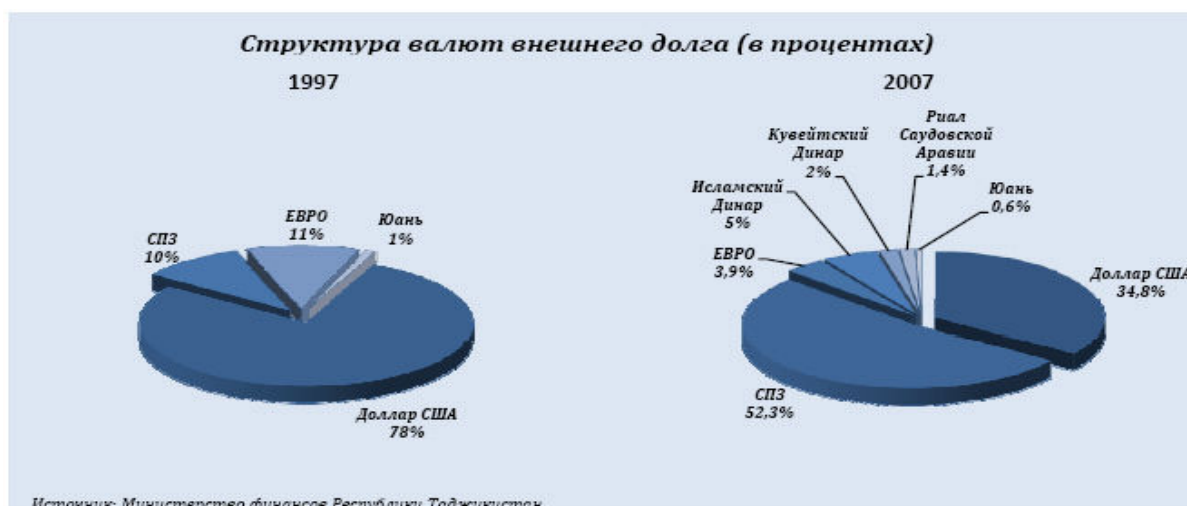
ЧГД - Частный гарантированный долг, ГП - Гос. предприятия, ПГД - Прямой гос. долг

Приложение 2

Коэффициенты устойчивости внешнего и государственного долга



Приложение 3 Портфель внешнего долга



Приложение 4

Критерии оценки эффективности и целесообразности привлечения внешних заимствований:

Наименование долгового показателя	Пороговое значение показателя
1. Привлечение кредитов только на льготной основе, используя грант-элемент – показатель степени льготы предоставленного кредита	Минимум 35 %.
2. Лимит уровня долга к ВВП в номинале	40 %
3. Чистая Приведенная стоимость (NPV) совокупного внешнего долга страны к объему ВВП	30 %
4. Чистая Приведенная стоимость (NPV) совокупного внешнего долга страны к объему экспорта товаров и не факторных услуг	100 %
5. Чистая Приведенная стоимость (NPV) совокупного государственного долга к доходам государственного бюджета	200 %
6. Объем платежей по погашению и обслуживанию внешнего долга страны к объему доходов бюджета	25 %
7. Объем платежей по погашению и обслуживанию совокупного внешнего долга страны к объему ВВП	8 %
8. Объем платежей по погашению и обслуживанию совокупного внешнего долга страны к объему экспорта товаров и не факторных услуг	15 %
9. Условия по определению устойчивости проектов	Различные критерии экономической приемлемости (FRR, ERR, Cost/Benefit)

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

Участники в разработке Стратегии Управления Государственным Долгом:

- Нуралиев Дж.К. – заместитель Министра финансов Республики Таджикистан;
- Авганов Т.Ё. – начальник Главного Управления государственного долга и государственных финансовых активов;
- Солиева Н.А. – начальник Отдела анализа государственного долга и финансовых активов Главного Управления государственного долга и государственных финансовых активов;
- Косимов З.О. – специалист Отдела анализа государственного долга и финансовых активов Главного Управления государственного долга и государственных финансовых активов;
- Курбанова З.А. – начальник Отдела финансовой статистики и макроэкономики Главного управления государственного бюджета;
- Рахимова Т.С. – ведущий специалист Управления по делам драгоценных металлов и камней.