

Евразийский банк развития  
Управляющий средствами Евразийского фонда стабилизации и развития

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

по заявке

Республики Таджикистан

на получение финансового кредита  
из средств Евразийского фонда стабилизации и развития

в размере 40 млн. долларов США

ноябрь 2015

Данный документ имеет ограничения для распространения и может использоваться получателями только в целях исполнения их служебных обязанностей. Содержание документа может разглашаться только с разрешения Евразийского банка развития.

Республика Таджикистан  
Финансовый год: 1 января –31 декабря

**Курс национальной валюты**

На 16. 11.2015

<b>Валюта</b>	<b>Таджикский сомони</b>
1 Евро	7,1597
1 доллар США	6,6355
100 армянских драм	1,3773
10 казахстанских тенге	0,2156
10 кыргызских сом	0,9225
1 Российский рубль	0,1027

**Система мер и весов:** Метрическая система

ЕФСР	Евразийский фонд стабилизации и развития
ВБ	Всемирный банк
ВВП	Валовой внутренний продукт
ВМР	Валовые международные резервы
ВНД	Валовой национальный доход
ГУП	Государственное унитарное предприятие
ЕАБР	Евразийский Банк Развития
МВФ	Международный валютный фонд
ИПЦ	Индекс потребительских цен
МФ РТ	Министерство финансов Республики Таджикистан
НБ РТ	Национальный банк Республики Таджикистан
РТ	Республика Таджикистан
ПИИ	Прямые иностранные инвестиции
ПГИ	Программа государственных инвестиций
СТО	Счет текущих операций
ЧМР	Чистые международные резервы

**Документ подготовлен следующими сотрудниками ЕАБР:**

Директор проектного блока по финансовым кредитам ЕФСР  
Старший менеджер проектного блока по финансовым кредитам ЕФСР  
Старший менеджер проектного блока по финансовым кредитам ЕФСР  
Ведущий специалист проектного блока по финансовым кредитам ЕФСР  
Старший специалист проектного блока по финансовым кредитам ЕФСР  
Ведущий специалист проектного блока по финансовым кредитам ЕФСР

Мирзоев А.Р.  
Писарева Н.Н.  
Долговечный А.П.  
Бирюков П.А.  
Федоров И.Ю.  
Трифонов А. Э.

## Оглавление

<b>1. ЗАКЛЮЧЕНИЕ УПРАВЛЯЮЩЕГО.....</b>	<b>4</b>
<b>2. ОБОСНОВАНИЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ .....</b>	<b>15</b>
ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ .....	15
ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ – ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ.....	15
ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ РТ В УСЛОВИЯХ УХУДШЕНИЯ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКОЙ КОНЪЮНКТУРЫ.....	20
<i>ВВП и уровень жизни</i> .....	20
<i>Внешний сектор и валютная политика</i> .....	21
<i>Бюджетный сектор</i> .....	24
<i>Денежно-кредитный сектор</i> .....	25
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 1.....</b>	<b>26</b>
Заявка РТ на получение финансового кредита из средств ЕФСР в размере 70 млн. долларов США .....	26
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 2.....</b>	<b>27</b>
Матрица мер экономической политики предполагаемого финансового кредита на 2015-2016 годы.....	27
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 3.....</b>	<b>33</b>
РТ: Основные макроэкономические показатели .....	33
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 4.....</b>	<b>34</b>
Графики .....	34

## 1. ЗАКЛЮЧЕНИЕ УПРАВЛЯЮЩЕГО

Настоящее Заключение подготовлено по заявке Республики Таджикистан (далее – РТ, Заявитель) на получение финансового кредита из средств ЕФСР (далее – Кредит) в размере 70 млн. долл. США, поступившей в Евразийский Банк Развития 17 февраля 2015 г. письмом № 2-1(б)-2/354 (далее – Заявка, Приложение №1 к данному ЗаклЮчению). Основная заявленная цель Кредита - поддержка государственного бюджета 2015 -2016 г.г.

Рассмотрев Заявку, Управляющий предлагает к рассмотрению Советом ЕФСР следующие рекомендации и Заключение:

1. Заявка оформлена в соответствии с требованиями Фонда и подписана Министром финансов, Полномочным представителем РТ в Совете Фонда. Проработка Заявки в рамках подготовки ЗаклЮчения Управляющего затруднялась неполным и поздним предоставлением Управляющего информации, особенно в части данных по банковской статистике, платежному балансу и валютному рынку.

2. Заявка соответствует целям деятельности Фонда, направлениям предоставления финансирования, порядку и условиям предоставления средств Фонда, определенным Договором об учреждении Фонда, Положением о Фонде, и Порядком предоставления финансовых кредитов из средств ЕФСР. Антикризисная программа Правительства на 2015-2016 годы, на поддержку которой запрашивается кредит ЕФСР, сконцентрирована на проведении мер, направленных на повышение устойчивости экономики к внутренним и внешним шокам через реализацию осмотрительной денежно-кредитной и бюджетной политики и структурных реформ. Разработан ряд мер, направленных на укрепление и развитие финансового сектора, повышение эффективности и прозрачности деятельности государственных предприятий и улучшение инвестиционного климата. Программой также предусматривается повышение адресности социальной защиты населения и создание новых рабочих мест, в том числе для трудовых мигрантов, возвращающихся в страну.

3. Анализ ситуации в РТ позволяет сделать следующие выводы и рекомендации:

3.1. Уязвимость экономики РТ перед внешними шоками остается крайне высокой. Ухудшение экономической ситуации в регионе в целом и РФ в частности негативно повлияло на уровень национального дохода и показатели внешней задолженности. Сокращение объемов денежных переводов таджикских мигрантов, служивших в течение последних 15 лет фундаментальным фактором стимулирования экономического роста РТ, привело к замедлению прироста потребления, поддержанного сокращением уровня национальных сбережений и падением импортных цен на топливо и продовольствие, и снижению уровня жизни населения, несмотря на сохранение высоких темпов роста ВВП, что объясняется высокой склонностью к импорту по денежным переводам. Заметное сокращение импорта на фоне снижения внутреннего спроса привело к выпадению доходов бюджета, против плана 9 месяцев, на сумму, эквивалентную 1,6% ВВП. Планируемый дефицит бюджета 4-го квартала МФ РТ планирует профинансировать за счет сокращения бюджетных депозитов, уже находящихся на крайне низком уровне. Усилия властей по недопущению резкой девальвации сомони на фоне существенного удешевления национальных валют в большинстве стран региона привели к практически полному истощению ликвидной части ВМР, что осложняет задачи как дальнейшей поддержки обменного курса, так и

обеспечения исполнения обязательств по государственным обязательствам. Ослабление национальной валюты на фоне роста внешнего долга привело к ухудшению показателей внешнего долга. Увеличение валового внешнего долга за первое полугодие т.г. на 285 млн. долл. США на фоне девальвации сомони привело к росту его отношения к ВВП с 47,7% ВВП до 53,2% ВВП. Ограниченность экспортных поступлений (около 10% ВВП) и отсутствие условий для роста денежных переводов мигрантов в среднесрочной перспективе также формируют риски недостаточного притока иностранной валюты для погашения внешних обязательств. Так, если по состоянию на начало 2015 г. уровень внешнего долга был ниже притока от экспорта и переводов мигрантов на 9%, то по итогам полугодия - выше на 4,3%. Несмотря на то, что величина внешнего государственного долга находится на приемлемом уровне, составляя 22,5% ВВП, ожидаемое ухудшение показателей внешнего долга требует осмотрительной налогово-бюджетной и долговой политики.

3.2. ВВП РТ в январе-сентябре 2015 г. рос достаточно устойчивыми темпами. По итогам девяти месяцев, темпы роста экономики составили 6,4%, против 6,9% в соответствующем периоде 2014 г. Роль основного драйвера роста при этом перешла к инвестициям, значительный рост которых наблюдался с 2013 г., и освоение которых позволило значительно расширить промышленную базу РТ и повысить уровень импортозамещения<sup>1</sup> (рис. 1 в Приложении 4). В истекшем периоде 2015 г. рост промышленной продукции вырос на 12,8%, против 5,6% годом ранее. В обрабатывающей промышленности и электроэнергетике, куда направлялся наиболее значительный объем инвестиций, наблюдался самый большой прирост – с 1,4% (9 месяцев 2014 г.) до 12,1% (9 месяцев 2015 г.) и с 4,6% до 14%, соответственно. Основным источником инвестиций при этом являются прямые иностранные инвестиции и заемные средства Китая, тогда как доля государственных инвестиций сократилась с 46% в январе-сентябре 2014 г. до 40% в текущем периоде (рис.2). Рост был также поддержан хорошими результатами в сельском хозяйстве, продемонстрировавшем 5% прироста, против 3% в предыдущем периоде.

3.3. Сокращение денежных переводов, составившее в первом полугодии 22% в долларовом выражении<sup>2</sup>, имело негативное влияние на уровень благосостояния населения (рис. 3). По оценкам Управляющего, темпы прироста потребления в январе-сентябре сократились, против соответствующего периода 2014 г., более чем в два раза, до 3,5%. Учитывая, что темпы роста государственного потребления в этот период сократились, против предыдущего года, незначительно, замедление прироста по этому показателю объясняется, в основном, снижением частного потребления. На это также указывает сокращение реальных располагаемых денежных доходов населения на 2,9%, против января-сентября 2014 г., зафиксированное на фоне положительного роста реальной заработной платы в экономике (+1,1%), а также практически полного отсутствия прироста вкладов населения в банковской системе (+0,6%, против +7,6% в январе-сентябре 2014

---

<sup>1</sup> В частности, строительство нескольких цементных заводов с участием китайского капитала позволило резко снизить импорт цемента.

<sup>2</sup> В соответствии с данными Платежного баланса РТ за 1 полугодие 2015 г. В соответствии со статистикой Центрального банка РФ, объем трудовых переводов таджикских мигрантов упал за 1 полугодие на 46,2%.

г.)<sup>3</sup>. Прогнозы развития РФ, на территории которой генерируется подавляющее большинство переводов таджикских мигрантов, позволяют предположить, что в 2016 г. объем трудовых переводов вряд ли превысит уровень 2015 г., что, на фоне сокращения сбережений населения в текущем году<sup>4</sup>, может привести к дальнейшему сокращению реальных доходов населения, снижению темпов роста ВВП в среднесрочной перспективе и увеличению бедности. В этом случае, вызовом для Правительства становится реализация решительных структурных реформ и обеспечение адекватной поддержки бедных как по линии максимально возможного улучшения бизнес среды для создания новых рабочих мест, так и через их адресную поддержку, что потребует увеличения расходов бюджета.

3.4. В первом полугодии 2015 г. существенно улучшилось состояние СТО и финансового счета. Дефицит СТО сократился на 200 млн. долл. США с 9,4% ВВП в январе-июне 2014 г. до 4,4% ВВП в соответствующем периоде 2015 г. Сокращение притока денежных переводов с учетом значительного ослабления сомони к доллару США (более, чем на 20%), а также ввод ряда импортозамещающих мощностей в стране привели к сокращению спроса на импорт, величина которого сократилась более чем на 500 млн. долл. США или на 21,8%, против первого полугодия 2014 г. Одновременно с этим, экспорт товаров и услуг вырос на 19,7%, в том числе экспорт товаров - на 34%. На фоне существенного укрепления реального курса сомони к российскому рублю (на 21%), рост экспорта не может быть объяснен улучшением конкурентоспособности таджикских производителей, поскольку во много объясняется ростом экспорта золота<sup>5</sup> и летательных аппаратов. Рост по традиционным позициям таджикского экспорта (за исключением некоторого увеличения экспорта хлопка) не наблюдался. Улучшение по финансовому счету (+8,5% ВВП, против 5,8% ВВП годом ранее) связано, в основном, с увеличением задолженности за импорт (увеличение притока по торговым кредитам на 136 млн. долл. США), ростом ПИИ на 75 млн. долл. США, а также незначительным ростом привлечения иностранных кредитов на 20 млн. долл. США.

3.5. Улучшение позиций по СТО и финансовому счету не привело к пополнению ВМР, что, в частности, объясняется проблемами курсообразования и связанными с этим интервенциями НБТ (рис.4). Значительная девальвация в странах - торговых партнерах в конце 2014 – начале 2015 г.г. и стремление властей РТ не допустить обесценивание национальной валюты сформировали существенное давление на курс сомони, увеличив потребность в интервенциях со стороны НБТ, что сократило уровень ВМР на 34 млн. долл. США, что составляет около 7% ВМР по состоянию на начало года. Учитывая низкий уровень ВМР (около 1,2 месяца импорта) и сокращение ликвидной части ВМР<sup>6</sup> с 20% на

---

<sup>3</sup> По фиксированному курсу.

<sup>4</sup> В 1 квартале 2015 г. реальные доходы выросли на 4,1% на фоне некоторого сокращения реальных заработных плат, что предполагает использование сбережений на потребление. Однако, начиная с 2 квартала, динамика этих показателей изменилась на прямо противоположную – темпы прироста реальных доходов перешли в отрицательную зону при одновременном восстановлении реальной заработной платы.

<sup>5</sup> Управляющий не располагает информацией о поправках к платежному балансу, что не позволяет сделать вывод о том, какая часть экспорта золота приходилась на операции Минфина и Национального банка, что затрудняет вывод о реальном вкладе этой статьи в улучшение текущего счета.

<sup>6</sup> Иностранная валюта. Сокращение ликвидной части ВМР объясняется интервенциями НБТ и увеличением доли золота в ВМР в результате монетизации золота МФ РТ и НБТ.

конец 1 квартала 2014 г. до 8,5% на конец 1 квартала 2015 г., НБТ принял решение административного ограничения курса, что усугубило проблему множественности курсов. В марте 2015 г. отклонение рыночного курса от официального составляло порядка 10% с пиковыми отклонениями более 13%. На фоне укрепления российского рубля в мае-июне 2015 г. величина отклонений значительно снизилась (4,9% в среднем), однако отсутствие рыночного механизма формирования обменного курса привело к дальнейшему разрастанию диспропорций, уровень которых в сентябре-августе, в среднем, достигал 7,4% (рис.4).

3.6. Отсутствие прозрачности в политике курсообразования, снижение внутреннего спроса, в том числе на импорт, снижение платежеспособности заемщиков и платежной дисциплины<sup>7</sup> стали факторами ухудшения ситуации в банковском секторе. Доля просроченной задолженности, устойчиво растущая последние 2 года, достигла 15,2% на начало октября (против 9,3% и 11,5% на начало 2014 г. и 2015 г., соответственно). Доля плохих кредитов в портфеле банков достигла в сентябре 2015 г. 29,3% (против 27,2% на начало 2015 г.). Увеличение кредитных рисков и сокращение ресурсной базы банков на фоне наблюдаемого по итогам 1 полугодия чистого оттока капитала по линии коммерческих банков и небанковских финансовых организаций в размере 105 млн. долл. США, против притока по 45 млн. долл. США годом ранее, обусловили поддержание высоких реальных процентных ставок по кредитам и сокращение объемов кредитования. Рост кредитов экономике по фиксированному курсу за 9 месяцев 2015 г. составил 2,3%, против 16,6% за аналогичный период 2014 г. Сокращение наблюдается как в отношении кредитов в иностранной валюте (0,2% против 13% годом ранее), так и кредитов в сомони (5,6% против 21,9% годом ранее).

3.7. Одним из важных факторов, препятствующих развитию и укреплению финансового сектора, является практика директивного кредитования, в соответствии с которой банки с государственной долей собственности вынуждены выдавать кредиты по распоряжениям Правительства субъектам хозяйствования без должной оценки рисков и эффективности проектов. Кроме вытеснения частных кредитов и увеличения плохих долгов, директивное кредитование также ведет к росту расходов бюджета и/или увеличению внутреннего долга Правительства из-за необходимости рекапитализации банков. В 2012 г. на рекапитализацию Агроинвестбанка, одного из крупнейших банков страны, активно вовлеченного в директивное кредитование, Правительством было израсходовано 700 млн. сомони (2% ВВП)<sup>8</sup> за счет увеличения внутреннего долга. Наблюдаемое в текущем периоде ухудшение ситуации в банковском секторе также несет высокие риски повышения давления на бюджет в случае возникновения необходимости поддержки государственных банков.

3.8. По причине высокой зависимости доходов бюджета РТ от внешних факторов, сокращение денежных переводов мигрантов и падение спроса на импорт имели негативное влияние на наполняемость бюджета в текущем году. Налоги на импорт, составляющие в общих

---

<sup>7</sup> См. п. 3.4 выше.

<sup>8</sup> Из них 500 млн. сомони – на погашение плохих долгов, 200 млн. сомони – в виде вклада Правительства в уставный фонд банка. В результате этих операций, доля Правительства в уставном фонде банка превысила 51%.

налоговых поступлениях РТ около 37% в среднем за последние 4 года, в январе-сентябре т.г. показали отрицательную динамику роста (-11,4% в номинальном выражении), а их доля в ВВП сократилась с 9,2% по итогам 9 месяцев 2014 г. до 7,6% в текущем периоде. Положительный прирост общих доходов бюджета из внутренних источников<sup>9</sup>, составивший 6,9% в номинальном выражении, был достигнут благодаря уверенному росту налогов на внутренние товары и услуги (+10,4%) и неналоговых поступлений (+37,1%), что объясняется как положительным ростом всех секторов экономики<sup>10</sup>, так и усилением налогового администрирования, в том числе через расширение числа проверок деятельности хозяйствующих субъектов и возросшее количество штрафных санкций. По причине исчерпания административного ресурса, и на фоне отсутствия факторов повышения платежеспособного спроса на импорт, МФ РТ ожидает выпадение доходов бюджета до конца года в сумме, эквивалентной 100 млн. долл. США. Это приведет к полному использованию накопленного за 9 месяцев профицита (789 млн. сомони, или 2,3% ВВП)<sup>11</sup> на финансирование расходов и сократит без того небольшие запасы депозитов Правительства в НБТ, составлявшие на конец августа сумму, эквивалентную расходам 2-х месяцев.

3.9. Сокращение уязвимости бюджета РТ перед внешними шоками требует скорейшей диверсификации экономики и роста ее эффективности, особенно в государственном секторе, который, несмотря на проведенную в годы независимости приватизацию, остается значительным. Большинство крупных государственных предприятий страны, на которых создается около 40% валовой добавленной стоимости, являются убыточными по причине неадекватного ценообразования<sup>12</sup> на их товары и услуги; неэффективности затрат из-за несовершенства структуры предприятий и налагаемых на них социальных и благотворительных функций; и плохого управления. В соответствии с отчетом Министерства финансов РТ, по итогам 2013 г.<sup>13</sup> общая задолженность<sup>14</sup> 24-х крупнейших государственных предприятий, мониторинг которых осуществляется министерством, составила сумму, эквивалентную 31% ВВП, что, в конечном итоге, определяет уровень условных обязательств Правительства. Около 55% этой задолженности было сформировано ОАХК «Барки Точик»<sup>15</sup> (БТ) в результате неэффективного управления компанией, включая отсутствие адекватного учета электроэнергии и связанных с этим

---

<sup>9</sup> Налоговые и неналоговые поступления.

<sup>10</sup> Кроме платных услуг населению, сократившихся за 9 месяцев на 8,1% в ответ на сжатие платежеспособного спроса населения.

<sup>11</sup> Без учета доходов и расходов бюджета по линии Программы государственных инвестиций.

<sup>12</sup> В соответствии с отчетом МФ РТ за 2013 г. по фискальным рискам, по причине установления цен на товары и услуги ниже уровня себестоимости, 24 крупнейших государственных предприятия недополучили 874,6 млн. сомони (2,2% ВВП), львиная доля которых приходится на Барки Точик по причине низких тарифов на электричество.

<sup>13</sup> Национальная статистика не публикует данные о финансовых результатах деятельности реального сектора. Единственным источником информации по рентабельности государственных предприятий являются отчеты МФ РТ, публикуемые со значительным лагом.

<sup>14</sup> В состав общей задолженности включаются задолженность по налогам и обязательства по прямым и гарантированным долгам.

<sup>15</sup> Государственная национальная энергетическая компания, занимающаяся производством, транспортировкой, передачей, распределением и продажей электро- и теплоэнергии.



значительных коммерческих потерь, низкого уровня тарифов, не покрывающих себестоимость электроэнергии, и других операционных и технических проблем. В результате, БТ является крупнейшим должником перед бюджетом по налоговым платежам, а квазифискальный дефицит компании, определяемый как разница между уровнем себестоимости и текущими низкими тарифами, составляет около 2% ВВП ежегодно. К предприятиям, генерирующим значительные квазифискальные риски Правительства, относятся также ГУП «Талко», Таджикская железная дорога, и некоторые государственные банки. Риски перехода условных обязательств Правительства, сгенерированных госпредприятиями, в прямые обязательства, также очень высоки.

3.10. На уровень налоговых поступлений в РТ, являющийся самым низким среди стран региона со схожим уровнем доходов (рис.5), в значительной степени влияет масштабная система предоставления налоговых и таможенных льгот, эффективность которых требует дополнительного изучения. По оценкам властей, общая стоимость этих льгот в 2013 г. оценивалась на уровне около 4 млрд. сомони, что было эквивалентно половине собранных в указанном году налогов. Управляющий признает, что определенная часть этой суммы имеет нейтральный для бюджета характер (т.е. сокращает расходы бюджета на аналогичную сумму)<sup>16</sup>, однако для определения эффективности льгот и оценки упущенных для бюджета возможностей требуется проведение дополнительного анализа. Налоговые льготы определяются как Налоговым кодексом, так и ежегодным Законом о государственном бюджете, в котором предоставляемые льготы носят индивидуальный характер, что явно противоречит международной практике по предоставлению равных условий хозяйствования всем субъектам.

4. Исходя из цели Заявки РТ на получение финансового кредита из средств ЕФСР, властями РТ и Управляющим была подготовлена Матрица мер экономической политики (далее – Матрица, приложение №2 к данному Заклучению) для поддержки финансовым кредитом ЕФСР, реализация мер которой направлена на повышение устойчивости бюджетной системы РТ через повышение эффективности управления государственной собственностью, оптимизацию налоговой политики, и повышение качества управления государственными финансами. Ключевые меры матрицы перечислены ниже.

4.1. Сокращение рисков для бюджета, создаваемых предприятиями государственного сектора ввиду их низкой рентабельности и высокого уровня сформированных квазифискальных дефицитов. В рамках Кредита, Управляющий поддержит усилия Правительства по подготовке Стратегии по сокращению фискальных рисков, создаваемых государственными предприятиями, и выполнение ее мероприятий. Для повышения прозрачности деятельности госпредприятий предусматривается введение аудита всех крупных предприятий независимыми лицензированными компаниями, или Счетной палатой, и расширение перечня государственных предприятий, выплачивающих 10% прибыли или дивидендов в бюджет. Реализация ряда мер Матрицы будет способствовать финансовому оздоровлению «Барки Точик» через усовершенствование финансового учета в компании в соответствии с международными стандартами, и разработку новой

---

<sup>16</sup> Например, многие кредитные соглашения по линии ПГИ предусматривают вклад Правительства в финансирование проекта в виде освобождения поставок оборудования от уплаты ввозного НДС,

методологии установления тарифов на электроэнергию на основании более совершенного учета затрат и потерь в энергосистеме.

- 4.2. Оптимизация налоговых и таможенных льгот как источник дополнительных доходов для бюджета. Управляющий поддержит проведение независимой ревизии таможенных и налоговых льгот на предмет их эффективности, по результатам которой будут подготовлены изменения в соответствующее законодательство об отмене наиболее неэффективных льгот, и включение стоимости всех льгот в бюджетную документацию, предоставляемую Правительству и Парламенту страны в рамках подготовки и утверждения бюджета.
- 4.3. Поддержание социальных расходов бюджета в условиях повышения рисков волатильности бюджетных доходов на фоне неблагоприятной внешней конъюнктуры. Матрица предусматривает выполнение бюджета социальных секторов в 2015 г. на уровне, утвержденном Законом о бюджете на 2015 г. (50,2% от общего объема расходов), и утверждение бюджета социальных секторов на 2016 г. на уровне не менее 50% общих расходов бюджета.
- 4.4. Совершенствование системы управления государственными финансами через развитие автоматизированных систем управления. Матрицей предусматривается внедрение модуля регистрации контрактов в бюджетной сфере, что позволит МФ РТ усилить контроль за целевым использованием бюджетных средств, улучшить предсказуемость в распределении средств и исполнении бюджета, и улучшить качество кассового управления наличностью. Мера, направленная на подготовку автоматизации процесса начисления и выплат заработной платы в бюджетной системе, позволит усилить контроль использования ресурсов на данную статью расходов и сократить трудозатраты бюджетных организаций.
- 4.5. Совершенствование валютной политики как инструмент повышения конкурентоспособности таджикского экспорта. Матрицей предусматривается выход на единый обменный курс в целях сокращения интервенций НБТ на его поддержку и наращивания ВМР.
- 4.6. Укрепление банковского сектора как инструмента диверсификации экономики и расширения налоговой базы. Предусмотрен ряд мер, направленных на усиление роли НБТ в контроле исполнения коммерческими банками пруденциальных нормативов, и повышения прозрачности деятельности банковской системы. Проект Матрицы также включает в себя условие по реализации графика погашения долгов кредитополучателями АИБ в размере 500 млн. сомони до конца 2016 г. Предполагалось, что возвращенная сумма пойдет на погашение векселей Правительства, выпущенных в 2012 г. с целью выкупа плохих долгов АИБ для недопущения его банкротства, и держателем которых в настоящее время является НБТ, что позволит Правительству обеспечить сохранность своих резервов, и будет способствовать повышению платежной дисциплины кредитополучателей. Однако на настоящий момент МФ РТ выступает за исключение данного условия из Матрицы по причине высоких рисков невыполнения данного показателя, в том числе из-за длительности процедур взыскания долгов через судебную систему.

5. В целом, реализация мер Матрицы позволит достичь следующих результатов: (а) повышение устойчивости бюджетного сектора через подготовку и реализацию Стратегии управления квазифискальными рисками, направленную на повышение качества управления государственными предприятиями; расширение налоговой базы через проведение ревизии и оптимизации налоговых и таможенных льгот; предоставление информации законодательным органам о стоимости и эффективности этих льгот для принятия экономически целесообразных решений; и совершенствование механизмов управления государственными финансами; (б) недопущение снижения расходов на финансирование социальных секторов при общем сдерживании расходов для выхода на запланированный дефицит бюджета не выше 0,5% ВВП; (в) укрепление банковского сектора через усиление мониторинга пруденциальных нормативов и принятие адекватных превентивных мер НБТ; (г) повышение качества валютной политики через выход на единый обменный курс, в том числе в целях сохранения и пополнения ВМР. При этом Управляющий отмечает, что эффективность мер программы в полной мере проявится в среднесрочной перспективе, и будет значительно выше при условии активизации других реформах УГФ, не включенных в Матрицу, в том числе в рамках проектов, финансируемых Всемирным Банком и другими партнерами по развитию.

6. Выполнение Заявителем обязательных условий предоставления финансовых кредитов:

6.1. Заявитель выполнил все внутригосударственные процедуры, необходимые для вступления в силу Договора об учреждении Фонда и внес первоначальный взнос в Фонд, а также выполнил иные требования, предъявляемые к участнику Фонда для целей получения финансового кредита, в порядке и на условиях, определенных Положением о Фонде и решениями Совета Фонда.

6.2. Рассматриваемый кредит является вторым из средств ЕФСР для РТ. Обслуживание Заявителем кредита, представленного в 2010 г. в сумме 70 млн. долл. США, происходит своевременно и в полном объеме.

6.3. Заявитель не имеет неурегулированных обязательств по обслуживанию и погашению внешнего долга перед правительствами государств – участников Фонда и перед ведущими международными финансовыми организациями.

7. Управляющий рекомендует принять положительное решение о предоставлении финансового кредита РТ на поддержку бюджета на 2015-2016 г.г. в размере 40 млн. долл. США при выполнении следующих условий:

- Устранение множественности курсов;
- Выполнение графика погашения долгов АИБ
- Рационализация системы налоговых и таможенных льгот – обязательное/контрольное условие второго транша.

8. Управляющий рекомендует освоение Кредита в 2015-2016 г.г. двумя траншами, каждый из которых должен предоставляться при условии одобрения Советом Фонда отчетов Заемщика о выполнении предварительных условий выдачи транша. Рекомендуются следующие размеры и контрольные даты оценки выполнения условий траншей:

	1 транш, 01. 09.2015	2 транш, 01.07. 201	Всего
Сумма, млн. долл. США	20	20	40

*Примечание:* предлагаемые в таблице объемы кредитования имеют индикативный характер. Они не должны рассматриваться как обязательство Фонда или его Управляющего предоставить указанные ресурсы в том объеме и тех формах, которые указаны в таблице.

9. Лимит доступа РТ к средствам ЕФСР, установленный решением Совета Фонда от 25 февраля 2010 г., составляет 170,3 млн. долл. США. С учетом ранее выданного кредита (70 млн. долл. США), рекомендуемая сумма кредита не превышает указанный лимит.

10. На основании Приложения 1 к Порядку предоставления финансовых кредитов из средств ЕФСР, Управляющий рекомендует установить для запрашиваемого Кредита следующие финансовые условия:

- процентная ставка – фиксированная, 1% годовых;
- начальная единовременная комиссия – нет,
- комиссия за резервирование – нет,
- срок использования кредита – не более 20 лет, включая льготный период не более 5 лет,
- требование о софинансировании кредита Получателем - нет.

11. Управляющий отмечает высокие риски выполнения программы, поддерживаемой данным Кредитом, и рекомендует следующие пути их снижения:

(а) Возможное дальнейшее ухудшение макроэкономической ситуации в основных странах-партнерах (включая Россию и Китай) может привести к ускорению темпов падения уровня жизни населения на фоне дальнейшего сокращения трудовых переводов, экспорта и инвестиций. Эти факторы будут иметь негативный эффект на платёжный баланс, уровень золотовалютных резервов и бюджетных депозитов, уже находящихся на чрезвычайно низком уровне, с одновременным увеличением расходов на социальную защиту населения. В качестве корректирующих мер, Управляющий рекомендует властям повысить гибкость валютной политики, и активизировать реформы в государственном секторе для улучшения финансового состояния и платежной дисциплины государственных предприятий. Вместе с поддержкой профицитного исполнения бюджета, это позволит улучшить конкурентоспособность таджикской экономики, поддержать международные резервы и аккумулировать дополнительные средства для социальной защиты.

(б) Введение административных мер для регулирования валютного рынка на фоне продолжающегося давления на обменный курс, высокой степени долларизации банковской системы и низкого уровня валютных резервов в условиях снижения экономической активности может привести к обострению ситуации на валютном рынке и кризису в банковской системе. Это негативно скажется на темпах экономического роста, усугубит ситуацию на предприятиях, снизит доходы бюджета и замедлит темпы реформ. Попытки сдерживать укрепление доллара в текущем году посредством административных мер и валютных интервенций НБТ уже привели к сокращению золотовалютных резервов страны до одного месяца импорта, несмотря на их пополнение в течение 2014 г. и начале

2015 г. через перевод немонетарного золота НБТ в монетарное. Положительно оценивая политику властей, направленную на унификацию обменных курсов с сентября 2015 г., Управляющий считает, что отсутствие четкого механизма его формирования не позволит монетарным властям адекватно реагировать на внешние шоки, что наглядно продемонстрировало ослабление обменного курса российского рубля в ноябре текущего года, приведшее к увеличению отклонений. Управляющий рекомендует властям повысить гибкость обменного курса посредством установления значения официального курса на основе результатов биржевых торгов, без проведения интервенций (за исключения резких всплесков) и введения каких-либо поправочных коэффициентов для официального курса. Проведение консервативной денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики (в том числе через прекращение практики размещения бюджетных депозитов в коммерческих банках и повышение ставки рефинансирования) окажут сдерживающие влияние на рост цен, вызванный девальвацией. Понижательное давление на инфляцию будет также оказывать благоприятная ситуация с мировыми ценами на продовольствие, находящиеся в настоящее время на самом низком уровне за последние пять лет.

(в) Медленное продвижение в реформировании предприятий государственного сектора может сказаться на дальнейшем ухудшении фискальных позиций РТ через сокращение платежей в бюджет, увеличение налоговой задолженности, повышение условных обязательств и рост расходов бюджета на поддержку этих предприятий ввиду продолжающегося ухудшения их финансового состояния. Управляющий считает, что скорейшая подготовка качественной стратегии управления фискальными рисками, и ее безусловное исполнение, как это предусмотрено Матрицей, позволят ускорить ход реформ и повысить эффективность государственного сектора. Особое внимание при этом надо обратить на скорейшее решение проблем системообразующих предприятий, включая БТ. Важность успешного реформирования БТ заключается не только в повышении его роли как налогоплательщика, но и его роли в обеспечении более быстрого развития частного сектора. По результатам обследования Всемирного Банка Doing business – 2015, РТ находится на одном из последних мест в мире по доступу к электричеству (178 из 189 обследованных стран), а по результатам совместного обследования ЕБРР и ВБ, предприниматели РТ обозначили плохое снабжение электричеством как одну из самых крупных проблем в ведении бизнеса. Реорганизация БТ, улучшение управления этой компанией, включая сокращение потерь, и установление тарифов на уровне покрытия затрат повысят привлекательность сектора для инвестиций, улучшат качество предоставляемых услуг и доступ к электроэнергии всем потребителям.

(д) Медленное продвижение в реформировании банковского сектора, включая отсутствие прогресса в реструктуризации АИБ, а также продолжение директивного кредитования не только увеличат расходы бюджета на рекапитализацию ставших по этой причине убыточными государственных банков, но и снизят общую платежную дисциплину кредитополучателей и настрой банков на безусловное выполнение пруденциальных нормативов на фоне ослабления требований для банков, задействованных в директивном кредитовании. Прекращение какого-либо вмешательства Правительства в деятельность банков, усиление потенциала банков по оценке кредитных рисков, усиление

независимости НБТ и его банковского надзора должны стать приоритетными мерами властей для повышения устойчивости банков и их роли в стимулировании роста.

(е) Ухудшение геополитической ситуации в случае обострения обстановки в Афганистане и расширения влияния Исламского Государства может также оказать крайне негативное влияние на РТ.

## 2. ОБОСНОВАНИЕ ЗАКЛЮЧЕНИЯ

### ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

4.1. Таджикистан является небольшой (8,4 миллиона человек) и самой бедной страной СНГ (ВНП на душу населения в 2013 г. составлял 990 долл. США). Экономика страны была серьезно подорвана гражданской войной (1991-1997), и, несмотря на довольно быстрое восстановление в послевоенный период, остается слабо диверсифицированной и уязвимой перед внутренними и, особенно, внешними шоками. Критически высока зависимость от денежных переводов трудовых мигрантов, работающих, в основном, в Российской Федерации. Общий объем трудовых переводов вплоть до 2014 г. составлял более 45% ВВП<sup>17</sup>, что в 5 раз превышает поступления от экспорта. Это позитивно повлияло на сокращение бедности с 72% в 2003 г. до 34% в 2014 г.<sup>18</sup> Одновременно, трудовые переводы увеличивают спрос на импорт, ухудшая торговый баланс страны. Доля импортируемого продовольствия в потребительской корзине составляет более 60%. Экспортная база очень узкая, и зависит от внешнего спроса и цен на хлопок и алюминий, хотя в последние годы наметился некоторый прогресс в ее расширении в пользу сельскохозяйственной продукции. Развитие внешней торговли затруднено как географическим положением страны, так и недостаточной либерализацией деятельности в транспортном секторе. Инвестиционный климат недостаточно привлекателен для активного притока прямых инвестиций: по данным Doing Business -2015, РТ находилась на 166 месте из 189 экономик, участвовавших в обследовании, при этом особенно проблематичными оказались условия по доступу к электричеству (178 место), уплате налогов (169) и получению разрешений на строительство (168)<sup>19,20</sup>. Прирост инвестиций в последние годы объясняется активизацией сотрудничества с КНР.

### ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ – ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ

4.2. Модель экономического роста, сформировавшаяся в РТ за годы независимости, является крайне уязвимой перед внешними шоками ввиду существенной зависимости экономики от динамики денежных переводов трудовых мигрантов, и её высокой склонности к импорту на фоне низкого уровня накопленных золотовалютных и бюджетных резервов. Высокие темпы прироста экономики, составлявшие в 2000-2014 г.г., в среднем, 7,9% ежегодно, поддерживались

---

<sup>17</sup> 2007-2013 г.г., без учета 2009-2010 г.г., во время которых денежные переводы сократились в среднем до 37% ВВП, что связано с последствиями мирового финансового кризиса.

<sup>18</sup> По международной черте бедности, оцениваемой в 2,5 доллара в день (пересчитанному на основе раритета покупательной способности).

<sup>19</sup> По сравнению с предыдущим обследованием, РТ улучшил свои позиции на 11 пунктов, в основном, за счет улучшений по уплате налогов (вследствие принятия новой редакции Налогового кодекса), и получению кредитов.

<sup>20</sup> По данным другого обследования, ВЕЕPS (проводимого совместно ЕБРР и ВБ и основывающегося на опросах представителей бизнеса), основными проблемами в ведении бизнеса названы затрудненный доступ к финансам, налоговое бремя и администрирование. В первую пятерку основных проблем также входят наличие коррупции и затрудненный доступ к электричеству.

постоянно растущими объемами денежных переводов таджикских мигрантов, достигшими практически половины ВВП к 2013 г., тогда как экономическая база оставалась узкой и слабо диверсифицированной. При росте реального ВВП в 2,7 раза в 2013 г. по сравнению с 2000 г., занятость за этот период увеличилась только в 1,3 раза, тогда как число выехавших на заработки за границу составляло в последние годы, по оценкам, более 1 млн. человек.

- 4.3. Показатели внешнеторговых операций страны отражают низкую диверсификацию экономики: уровень экспорта в последние 5 лет не превышал в среднем 17% ВВП, против 50% ВВП в среднем в странах, схожих с РТ по уровню доходов, а стоимость импорта в эти годы в четыре раза превышала экспорт. Узкая экспортная база усиливает зависимость экспортных доходов от волатильности мировых цен на хлопок и алюминий, составляющих более половины<sup>21</sup> общего экспорта страны. Поддержание низкого дефицита счета текущих операций (3,4% ВВП в среднем за 2010-2014 г.г.) при значительном дефиците торгового баланса (более 40% ВВП в среднем за период) было возможно только благодаря притоку денежных трансфертов на фоне незначительного уровня прямых иностранных инвестиций и крайне низкого уровня международных резервов страны, составляющего около одного месяца импорта.
- 4.4. Основным драйвером роста ВВП является сектор розничной торговли и услуг, доля которого в ВВП составляет более 40% и активный рост которого в последнее десятилетие поддерживался растущими денежными переводами и соответствующим ростом располагаемых доходов населения. Роль промышленности в экономическом развитии постоянно снижается: с 2000 г. её доля в ВВП сократилась в 3 раза до 12%<sup>22</sup> в 2014 г. Активизация рыночных реформ в сельском хозяйстве в последние несколько лет, увеличившая свободу дехкан в управлении землей и освободившая их от бремени хлопковых долгов, накопленных в 90-е годы, позволила увеличить производство целого ряда сельскохозяйственных культур, не являющихся традиционными для РТ – пшеницы, овощей и картофеля, и повысить эффективность сектора. Недостаток и дороговизна кредитных ресурсов, практическое отсутствие государственной помощи и вспомогательных услуг являются основными препятствиями дальнейшего развития сектора.
- 4.5. Несмотря на проведенную в годы независимости приватизацию, государственный сектор в РТ все еще значителен. В соответствии с данными национальной статистики, на государственных предприятиях работает около трети всех занятых, создается около 40% добавленной стоимости, и абсорбируется около 50% всех инвестиций в капитал<sup>23</sup>. Государственные предприятия доминируют в таких секторах, как энергетика, промышленность, ЖКХ и некоторых направлениях

---

<sup>21</sup> В 2008 г. их доля в общем экспорте составляла 80%. Снижение доли свидетельствует о некоторой диверсификации экспорта, в том числе за счет продовольствия и сельскохозяйственной продукции, но также отражает снижение мировых цен на хлопок и алюминий.

<sup>22</sup> По данным АБР, в последнее десятилетие доля рабочих мест в промышленности сократилась с 20% до 6%.

<sup>23</sup> WB, Tajikistan Policy Notes on Public Expenditure, Policy Note #5 Fiscal Risks from State-Owned Enterprises.



транспортного сектора. Ввиду отсутствия адекватной финансовой отчетности в открытом доступе, трудно оценить, насколько рентабельными являются эти предприятия. В соответствии с отчетом МФ РТ о фискальных рисках за 2013 г., из 24 крупнейших госпредприятий, мониторинг деятельности которых осуществляет МФ<sup>24</sup>, 13 предприятий по итогам этого года имели прибыль, остальные были убыточными. Общая задолженность этих предприятий составила более 2,5 млрд. долл. США, или практически третью часть ВВП соответствующего года<sup>25</sup>. Около 55% этой задолженности было сформировано ОАХК «Барки Точик»<sup>26</sup>, что отражает неэффективность управления компанией, включая отсутствие адекватного учета электроэнергии и ассоциированные с этим значительные коммерческие потери, низкий уровень тарифов, не покрывающих себестоимость электроэнергии, и других операционные и технические проблемы. В результате, «Барки Точик» является крупнейшим должником перед бюджетом по налоговым платежам, а ежегодные квазифискальный дефицит компании составляют около 2% ВВП. К предприятиям, генерирующим значительные квазифискальные риски Правительства, относятся также ГУП «Талко», Таджикская железная дорога, и некоторые государственные банки.

4.6. Основными факторами убыточности государственных предприятий являются искажения в ценообразовании на их товары и услуги; неэффективность затрат из-за несовершенства структуры предприятий и налагаемых на них социальных и благотворительных функций; и плохое управление. Поддержание деятельности этих предприятий на фоне отсутствия или незначительного прогресса в реформах значительно увеличивает нагрузку на МФ РТ через обслуживание внешнего долга крупнейших предприятий («Барки Точик» и «Талко») и сокращение доходной базы ввиду высокой налоговой задолженности предприятий госсектора. По итогам 2013 г., из общей налоговой задолженности перед бюджетом на уровне 885 млн. сомони, долг наблюдаемых 24 госпредприятий составил 53%. Риски перехода условных обязательств Правительства, сгенерированных госпредприятиями, в прямые обязательства, также очень высок.

4.7. Финансовый сектор РТ находится на ранней стадии своего развития, ввиду чего степень его участия в росте ВВП незначительна. Глубина финансового рынка и монетизация экономики являются самыми низкими среди стран ЕФСР: стоимость активов банковской системы РТ составляет 36% ВВП<sup>27</sup>. По сравнению с соседними странами, РТ занимает низкое место в рейтинге степени проникновения кредитов и депозитов. Депозиты составили 14,2% ВВП в 2014 г., что несколько выше 13,1% в

---

<sup>24</sup> В 2008 г. в Министерстве финансов РТ был создан специальный департамент по мониторингу фискальных рисков крупнейших государственных предприятий. В настоящее время в списке предприятий, обязанных предоставлять финансовую отчетность в данный департамент, включено 24 государственных предприятия из 800 функционирующих госпредприятий.

<sup>25</sup> В состав общей задолженности включаются задолженность по налогам и обязательства по прямым и гарантированным долгам.

<sup>26</sup> Государственная национальная энергетическая компания, занимающаяся производством, транспортировкой, передачей, распределением и продажей электро- и теплоэнергии.

<sup>27</sup> В КР этот показатель составляют 40% ВВП, в РА – около 80% ВВП.

2013 г. Объем кредитов частному сектору как доля ВВП вырос с 19% в 2013 г. 20,2% в 2014 г. По показателю «доступ к кредиту» в отчете Всемирного Банка Doing business-15, среди 189 стран РТ занимает 116 место. Улучшение доступа к кредитам, особенно для малых и средних предприятий (МСП), наряду с другими мерами требует от РТ соблюдения регулирующих стандартов, формирование кредитной культуры, развития финансовой инфраструктуры, модернизации системы по обеспеченным сделкам, и продвижения лучшего управления рисками.

- 4.1. Одним из важных факторов, препятствующих развитию и укреплению финансового сектора, является практика директивного кредитования, в соответствии с которой банки с государственной долей собственности вынуждены выдавать кредиты по распоряжениям Правительства субъектам хозяйствования без должной оценки рисков и эффективности проектов. Кроме вытеснения частных кредитов и увеличения плохих долгов, директивное кредитование также ведет к росту расходов бюджета и/или увеличению внутреннего долга Правительства из-за необходимости рекапитализации банков. В 2012 г. на рекапитализацию Агроинвестбанка, одного из крупнейших банков страны, активно вовлеченного в директивное кредитование, Правительством было израсходовано 700 млн. сомони (2% ВВП) за счет увеличения внутреннего долга.
- 4.2. По итогам 2014 г., доля плохих кредитов в портфеле банков составила 27,2%, против 23%, зафиксированных в конце 2013 г. Совокупный коэффициент достаточности капитала банковской системы снизился до 14,7% против 22,1%, доходность капитала и заявленная рентабельность собственного капитала на конец года 2014 г. были отрицательными на уровне 4,4% и 29,2%, соответственно. Столь негативные показатели системы объясняются как общими невысокими показателями системы, так корректировкой бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках Агроинвестбанка, отражающей последствия вовлеченности банка в директивное кредитование.
- 4.3. Действующая модель экономического роста оказывает прямое влияние на степень устойчивости государственного бюджета РТ. Несмотря на заметный прогресс в улучшении налогового администрирования в последние годы, уровень налоговых поступлений в РТ остается одним из самых низких в регионе (добавить цифры). Более половины этих поступлений формируются различного рода сборами с импорта и налогами от розничной торговли и услуг, уровень сборов которых в значительной степени зависит от объемов импорта потребительских товаров и доходов населения, поддерживаемых денежными переводами мигрантов. Убыточность многих государственных предприятий обуславливает их низкую роль в формировании доходов бюджета. Низкий уровень налоговых поступлений является, в том числе, результатом значительного количества налоговых и таможенных льгот, составляющих, по оценкам властей, около 4 млрд. сомони<sup>28</sup>,

---

<sup>28</sup> Управляющий признает, что определенная часть этой суммы имеет нейтральный для бюджета характер (т.е. сокращает расходы бюджета на аналогичную сумму), однако для определения стоимости этой категории льгот требуется проведение дополнительного анализа.

или практически половину собираемых налогов. В конечном итоге, традиционно профицитное исполнение бюджета РТ в последнее десятилетие<sup>29</sup> было возможным благодаря благоприятной внешней конъюнктуре и консервативному планированию расходов бюджета, включая социальные сектора. В результате, расходы бюджета на образование и здравоохранение в расчете на душу населения в стране значительно ниже, чем по региону в среднем, что несет угрозу эрозии человеческого капитала.

4.4. Еще одним ограничителем роста социальных расходов является высокая доля капитальных расходов в государственном бюджете, что, на фоне ограниченных доходов бюджета, вытесняет текущие расходы. Объем капиталовложений достиг своего пика в 2007-2008 г.г., составив практически 14% ВВП и 50% всех бюджетных расходов, что объясняется началом реализации в 2007 г. крупных инвестиционных проектов в энергетике и дорожном секторе, финансируемых кредитами китайского правительства. После этого доля капитальных вложений сократилась в 2014 г. до 8% ВВП и 28% общих расходов, однако только благодаря значительному сокращению инвестиционных грантов и кредитов – с 8% ВВП в 2008 г. до 2,6% ВВП в 2014 г. Инвестиционные ресурсы Правительства в этот период, наоборот, заметно выросли – с 3,7% ВВП в среднем в 2001-2006 г.г. до 6,4% ВВП в 2007-2014 г.г. Эти показатели являются самыми высокими среди стран со схожим уровнем доходов. Вместе с тем, эффективность этих значительных инвестиций не является однозначно высокой – по крайней мере, инвестиционный бум последней декады не отразился на изменении прироста ВВП. Планы Правительства РТ по финансированию строительства Рогунской ГЭС, общая стоимость которой оценивается в 5-6 млрд. долларов США, из бюджета, создает очень высокие риски как для общей фискальной устойчивости, так и для перспектив повышения социальных расходов до среднего регионального уровня. Первоочередной задачей властей РТ в этих условиях является повышение эффективности государственных инвестиций и более активное развитие частного сектора, что позволит провести приватизацию части государственных функций или сократить нагрузку на бюджет через развитие государственно-частного партнерства.

4.5. Несмотря на заметное сокращение внешнего государственного долга в последние пятилетие с 34,4% ВВП в 2011 г. до 22,7% ВВП, долговая устойчивость РТ подвержена значительным рискам, ассоциированным с недостатками и уязвимостью действующей модели экономического роста. Ухудшение внешней среды на фоне отсутствия явного прогресса в продвижении структурных реформ, слабых государственных институтов и низких международных резервов увеличивает эти риски. Продолжение политики мягких бюджетных ограничений и директивного кредитования увеличивают уровень условных обязательств Правительства и, в случае реализации рисков, окажут крайне негативный эффект

---

<sup>29</sup> Без учета Программы государственных инвестиций.

на устойчивость бюджета и долга, особенно в условиях отсутствия внутреннего долгового рынка.

## **ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ РТ В УСЛОВИЯХ УХУДШЕНИЯ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКОЙ КОНЬЮНКТУРЫ**

### ***ВВП и уровень жизни***

1.1. В условиях сохраняющейся высокой уязвимости экономики РТ перед внешними шоками, ухудшение экономической ситуации в регионе в целом и РФ в частности негативно повлияло на уровень национальных сбережений и показатели внешней задолженности. Сокращение объемов денежных переводов таджикских мигрантов, служивших в течение последнего десятилетия локомотивом экономического роста РТ, стало результатом замедления прироста потребления и снижения уровня жизни населения на фоне роста ВВП. Заметное сокращение импорта на фоне снижения внутреннего спроса привело к выпадению доходов бюджета, против плана 9 месяцев, на сумму, эквивалентную 1,6% ВВП. Выход на сбалансированное исполнение бюджета МФ РТ планирует обеспечить только за счет сокращения бюджетных депозитов, уже находящихся на крайне низком уровне. Усилия властей по недопущению резкой девальвации сомони на фоне существенного удешевления национальных валют в большинстве стран региона привели к практически полному истощению ликвидной части ВМР, что осложняет задачи как дальнейшей поддержки обменного курса, так и обеспечения исполнения обязательств по государственным долгам. Ослабление национальной валюты на фоне роста внешнего долга привело к ухудшению показателей внешнего долга. Увеличение валового внешнего долга за первое полугодие т.г. на 285 млн. долл. США на фоне девальвации сомони привело к росту его отношения к ВВП с 47,7% ВВП до 53,2% ВВП. Ограниченность экспортных поступлений (около 10% ВВП) и отсутствие условий для роста денежных переводов мигрантов в среднесрочной перспективе также формируют риски недостаточного притока иностранной валюты для погашения внешнего долга. Так, если по состоянию на начало 2015 г. уровень внешнего долга был ниже притока от экспорта и переводов мигрантов на 9%, то по итогам полугодия - выше на 4,3%. Несмотря на то, что величина внешнего государственного долга находится на приемлемом уровне, составляя 22,5% ВВП, ожидаемое ухудшение показателей внешнего долга требует осмотрительной долговой политики. В этой связи Управляющий поддерживает рекомендации МВФ по привлечению Правительством РТ долга только на льготных условиях со значительным грант-элементом<sup>30</sup>.

1.2. ВВП РТ в январе-сентябре 2015 г. рос достаточно устойчивыми темпами. По итогам девяти месяцев, темпы роста экономики составили 6,4%, против 6,9% в соответствующем периоде 2014 г. Роль основного драйвера роста при этом перешла к инвестициям, значительный рост которых наблюдался с 2013 г., и освоение которых позволило значительно расширить промышленную базу РТ и повысить уровень

---

<sup>30</sup> Минимальная величина грант-элемента, рекомендованная МВФ для Таджикистана, составляет 35%

импортозамещения<sup>31</sup>. В истекшем периоде 2015 г. рост промышленной продукции вырос на 12,8%, против 5,6% годом ранее. В обрабатывающей промышленности и электроэнергетике, куда направлялся наиболее значительный объем инвестиций, наблюдался еще более быстрый прирост – с 1,4% (9 месяцев 2014 г.) до 12,1% (9 месяцев 2015 г.) и с 4,6% до 14%, соответственно. Основным источником инвестиций при этом являются прямые иностранные инвестиции и заемные средства Китая, тогда как доля государственных инвестиций сократилась с 46% в январе-сентябре 2014 г. до 40% в текущем периоде. Рост был также поддержан хорошими результатами в сельском хозяйстве, продемонстрировавшем 5% прироста, против 3% в предыдущем периоде.

1.3. Сокращение денежных переводов, составившее в первом полугодии 22% в долларовом выражении<sup>32</sup>, имело однозначно негативно влияние на уровень благосостояния населения. По оценкам Управляющего, темпы прироста потребления в январе-сентябре сократились, против соответствующего периода 2014 г., более чем в два раза, до 3,5%. Учитывая, что государственное потребление в этот период не уменьшалось, замедление прироста по этому показателю объясняется снижением частного потребления. На это также указывает сокращение реальных располагаемых денежных доходов населения на 2,9%, против января-сентября 2014 г., зафиксированное на фоне положительного роста реальной заработной платы в экономике (+1,1%), а также практически полного отсутствия прироста вкладов населения в банковской системе (+0,6%, против +7,6% в январе-сентябре 2014 г.)<sup>33</sup>. Прогнозы развития РФ, на территории которой генерируется подавляющее большинство переводов таджикских мигрантов, позволяют предположить, что в 2016 г. объем трудовых переводов вряд ли превысит их уровень 2015 г., что, на фоне истощения сбережений населения в текущем году<sup>34</sup>, может привести к дальнейшему сокращению реальных доходов населения и увеличению бедности. В этом случае, вызовом для Правительства станет обеспечение адекватной поддержки бедных как по линии максимально возможного улучшения бизнес среды для создания новых рабочих мест, так и через их адресную поддержку, что потребует увеличения расходов бюджета.

#### ***Внешний сектор и валютная политика***

1.4. Несмотря на негативные внешние факторы, в первом полугодии 2015 г. существенно улучшилось состояние счета текущих операций (СТО). Дефицит СТО сократился на 200 млн. долл. США с 9,4% ВВП в первом полугодии 2014 г. до 4,4% ВВП за первое полугодие 2015 г. Улучшение произошло на фоне существенного сокращения переводов из-за рубежа, которые сократились на 380 млн. долл. США. Однако

---

<sup>31</sup> В частности, строительство нескольких цементных заводов с участием китайского капитала позволило резко снизить импорт цемента.

<sup>32</sup> В соответствии с данными Платежного баланса РФ за 1 полугодие 2015 г. В соответствии со статистикой Центрального банка РФ, объем трудовых переводов таджикских мигрантов упал за 1 полугодие на 46,2%.

<sup>33</sup> По фиксированному курсу.

<sup>34</sup> В 1 квартале 2015 г. реальные доходы выросли на 4,1% на фоне некоторого сокращения реальных заработных плат, что предполагает использование сбережений на потребление. Однако, начиная с 2 квартала, динамика этих показателей изменилась на прямо противоположную – темпы прироста реальных доходов перешли в отрицательную зону при одновременном восстановлении реальной заработной платы.

снижение сокращение притока денежных переводов с учетом значительного ослабления сомони к доллару США (более, чем на 20%) привело к сокращению спроса на импорт, величина которого сократилась более чем на 500 млн. долл. США или на 21,8%. Помимо сокращения внутреннего спроса, импорт сократился из-за ввода ряда импортозамещающих мощностей в стране<sup>35</sup>. Одновременно с этим, экспорт товаров и услуг вырос на 19,7%, в том числе товаров - на 34%. Рост экспорта не может быть объяснен улучшением конкурентоспособности таджикских производителей, поскольку во много объясняется ростом экспорта золота<sup>36</sup>, поставкой летательных аппаратов. Рост по традиционным позициям таджикского экспорта (за исключением некоторого увеличения экспорта хлопка) не наблюдался. Структура не отражает качественного улучшения текущего счета, поскольку зафиксированные источники роста экспорта не имеют устойчивого долгосрочного характера.

1.5. Увеличение притока иностранных инвестиций нивелировало оттоки краткосрочного капитала через каналы банковского сектора и небанковских финансовых организаций, что привело к улучшению финансового счета. Увеличение чистого притока капитала по финансовому счету на уровне 8,5% ВВП (против 5,8% ВВП годом ранее) было преимущественно связано с увеличением задолженности за импорт (увеличение притока по торговым кредитам на 136 млн. долл. США), ростом ПИИ на 75 млн. долл. США, а также незначительным ростом привлечения иностранных кредитов на 20 млн. долл. США. Одновременно банки и небанковские финансовые организации осуществили вывоз капитала, через увеличение своих активов за рубежом, что сформировало чистый отток капитала в размере 105 млн. долл. США, против притока (сокращения иностранных активов) на 45 млн. долл. США годом ранее. Рост иностранных активов, несмотря на высокие внутренние процентные ставки, во многом свидетельствует о низкой эффективности инвестиций внутри страны. Улучшение текущего счета и рост притока по финансовому счету не сформировали условий для увеличения ВМР, по итогам первого полугодия их величина сократилась на 34 млн. долл. США, что на 10 млн. долл. США больше, чем в прошлом году. В условиях отсутствия сфер приложения капитала, интервенции НБТ не приводили к сокращению внешнего долга или финансированию импорта. Это отразилось в значительной величине отрицательных статистических расхождений в размере 217 млн. долл. США, что составляет более 11% от всех притоков по текущему счету<sup>37</sup>. По мнению Управляющего, приобретаемая валюта не попадала в банковскую систему а оставалась на руках у населения, что фактически означает внутреннюю утечку капитала. Динамика международных резервов не отражает величину расходов НБТ на интервенции, поскольку в текущем году имело место пополнение ВМР за счет монетизации золота.

<sup>35</sup> В текущем году введены в строй ряд цементных заводов, что привело к существенном сокращению импорта цемента,

<sup>36</sup> Управляющий не располагает информацией о поправках к платежному балансу, что не позволяет сделать вывод какая часть экспорта золота приходилась на операции Минфина и Национального банка, что затрудняет вывод о реальном вкладе этой статьи в улучшение текущего счета.

<sup>37</sup> Приемлемой величиной статистических расхождений считается величина около не более 5%

- 1.6. Уровень и структура международных резервов отражают крайнюю степень уязвимости Таджикистана к внешним шокам. По состоянию на 01.07.2015 уровень резервов покрывал всего около 1,2 месяца импорта. При этом сохранение относительного уровня проходило на фоне сокращения номинального уровня международных резервов. Расходование ликвидной части ВМР (иностранной валюты) на интервенции привело к существенному ухудшению структуры ВМР. Текущая величина ликвидной части ВМР (37 млн. долл. США) может оказаться недостаточной не только для дальнейшей поддержки обменного курса, но и несет риски для обеспечения исполнения обязательств по государственным долгам.
- 1.7. Поддержание уровня обменного курса на фоне ограниченности ВМР привело к формированию множественности курсов. Значительная девальвация в странах - торговых партнерах в конце 2014 – начале 2015 г.г. сформировала существенное давление на курс сомони. Отсутствие гибкости политики обменного курса и непрозрачность механизма курсообразования потребовали значительных интервенций со стороны НБТ. В условиях низких резервов, НБТ принял решение административного ограничения курса, что привело к формированию системы множественности курсов. В марте 2015 г. отклонение рыночного курса от официального составляло порядка 10% с пиковыми отклонениями более 13%. На фоне укрепления российского рубля в мае-июне 2015 г. величина отклонений значительно снизилась, однако отсутствие рыночного механизма формирования обменного курса привело к дальнейшему разрастанию диспропорций.
- 1.8. Управляющий приветствует политику властей, направленную на унификацию обменных курсов, начатую с сентября 2015 г. При этом Управляющий считает, что отсутствие четкого механизма его формирования не позволит монетарным властям адекватно реагировать на внешние шоки, что наглядно продемонстрировало ослабление обменного курса российского рубля в ноябре текущего года, что трансформировалось в увеличение отклонений. Управляющий рекомендует властям повысить гибкость обменного курса посредством установления значения официального курса на основе результатов биржевых торгов, без проведения интервенций (за исключения резких всплесков) и введения каких-либо поправочных коэффициентов для официального курса.
- 1.9. Снижение мировых цен и ослабление внутреннего спроса позволят ограничить влияние девальвации на ускорение инфляционных процессов. Несмотря на существенную девальвацию в текущем году, значительного всплеска цен не наблюдалось. Во многом это связано с сокращением долларовых цен импорта на топливо и продовольствие. Ожидаемое замедление темпов экономического роста в 2016 г. на фоне региональной рецессии будет сдерживать расширение внутреннего спроса. В этой связи, отказ от регулирования обменного курса при условии проведения адекватной денежно-кредитной политики не приведет к значительному росту потребительских цен.
- 1.10. Ослабление национальной валюты на фоне роста внешнего долга привело к ухудшению показателей внешнего долга. Внешний долг за первое полугодие

увеличился на 285 млн. долл. США, что на фоне девальвации сомони, увеличило его отношение к ВВП с 47,7% ВВП до 53,2% ВВП. Ограниченность экспортных поступлений (около 10% ВВП) и отсутствие условий для роста денежных переводов мигрантов в среднесрочной перспективе формируют риски недостаточности притока иностранной валюты для погашения внешнего долга. Так, если по состоянию на 01.01.2015 уровень внешнего долга был ниже притока от экспорта и переводов мигрантов на 9%, то по итогам полугодия его величина уже превышала валютный приток на 4,3%. Несмотря на то, что величина внешнего государственного долга находится на приемлемом уровне, составляя 22,5% ВВП, ожидаемое ухудшение показателей внешнего долга требует осмотрительной долговой политики. В этой связи Управляющий поддерживает рекомендации МВФ по привлечению Правительством РТ долга только на льготных условиях со значительным грант-элементом<sup>38</sup>.

### ***Бюджетный сектор***

- 1.11. По причине высокой зависимости доходов бюджета РТ от внешних факторов, сокращение денежных переводов мигрантов и падение спроса на импорт имели негативное влияние на наполняемость бюджета в текущем году. Налоги на импорт, составляющие в общих налоговых поступлениях РТ около 37% в среднем за последние 4 года, в январе-сентябре т.г. показали отрицательную динамику роста (-11,4% в номинальном выражении), а их доля в ВВП сократилась с 9,2% по итогам 9 месяцев 2014 г. до 7,6% в текущем периоде. Общие доходы бюджета составили по итогам 9 месяцев 2015 г. 30,2% ВВП, против 29% ВВП за аналогичный период 2014 г. Прирост был обеспечен благодаря уверенному росту налогов на внутренние товары и услуги (15,5% ВВП против 15% ВВП), неналоговых поступлений (5% ВВП против 3,9% ВВП) и инвестиционных грантов (2% ВВП против 1% ВВП). Рост внутренних доходов объясняется как положительным ростом всех секторов экономики<sup>39</sup>, так и усилением налогового администрирования, в том числе через расширение числа проверок деятельности хозяйствующих субъектов и возросшее количество штрафных санкций.
- 1.12. Расходы в анализируемом периоде выросли на 2 п.п. ВВП до 29,9% ВВП за счет заметного увеличения капитальных расходов (с 7% ВВП до 9,5% ВВП) на фоне некоторого сокращения текущих расходов (на 0,4 п.п. ВВП). Рост капитальных расходов объясняется, в основном, интенсификацией строительства Рогунской ГЭС и активным освоением средств по проектам ПГИ, в рамках которой расходы увеличились на 1,9 п.п. ВВП.
- 1.13. В итоге, по причине более активного освоения средств по линии ПГИ, общее сальдо бюджета сократилось с +1,1% ВВП в январе-сентябре 2014 г. до 0,4% ВВП. Сальдо бюджета без ПГИ улучшилось с 2,2% ВВП до 2,3% ВВП. По причине исчерпания административного ресурса, и на фоне отсутствия факторов повышения платежеспособного спроса на импорт, МФ РТ ожидает выпадение доходов бюджета до конца года в сумме, эквивалентной 100 млн. долл. США. Это приведет к полному

<sup>38</sup> Минимальная величина грант-элемента, рекомендованная МВФ для Таджикистана, составляет 35%

<sup>39</sup> Кроме платных услуг населению, сократившихся за 9 месяцев на 8,1% в ответ на сжатие платежеспособного спроса населения.



использованию накопленного за 9 месяцев профицита (789 млн. сомони) на финансирование расходов и сократит без того небольшие запасы депозитов Правительства в НБТ, составлявшие на конец августа сумму, эквивалентную расходам 2-х месяцев.

### *Денежно-кредитный сектор*

- 1.14. В истекшем периоде 2015 г. в РТ наблюдалось значительное сокращение темпов кредитования. Рост кредитов экономике по фиксированному курсу за 9 месяцев составил 2,3% против 16,6% за аналогичный период 2014 г. Сокращение наблюдается как в отношении кредитов в иностранной валюте (0,2% против 13% годом ранее), так и кредитов в сомони (5,6% против 21,9% годом ранее). Это произошло на фоне увеличения ставки рефинансирования (со средних 5,36% за 9 месяцев 2014 г. до 8% за аналогичный период 2015 г.) и некоторого роста реальных ставок по кредитам в условиях сохранения номинальных процентных ставок и снижения темпов инфляции. Удорожание финансовых ресурсов банков привело к снижению спроса на заемные средства, особенно со стороны торгового сектора, деятельность которого сократилась из-за снижения покупательной способности населения.
- 1.15. Несмотря на сокращение прироста кредитования, доля плохих кредитов в портфеле банков значительно увеличилась. По итогам 2014 г., доля плохих кредитов в портфеле банков составила 27,2%, а в сентябре 2015 г. - достигла 29,3%. Данные плохие показатели связаны с высокой долей директивного кредитования, а так же слабой платежеспособностью субъектов экономики.
- 1.16. Сокращение уровня доходов населения на фоне снизившегося притока трудовых переводов привело к изменению структуры банковских депозитов в пользу депозитов юридических лиц. Если в 2014 г. депозиты по фиксированному курсу за 9 месяцев увеличились на 8,3%, причем депозиты юридических и физических лиц росли примерно одинаковыми темпами (на 9,6% и 7,6%, соответственно), то в истекшем периоде 2015 г. депозиты по фиксированному курсу выросли на 9,1%, при этом депозиты юридических лиц выросли на 24,3%, а депозиты физических лиц - только на 0,6%.
- 1.17. В стране наблюдается очень высокий рост денежной базы - 12,7% роста за 8 месяцев 2015 г. против 8,6% за аналогичный период 2014 г. Основным фактором ее роста стало увеличение денежной массы. За 9 месяцев текущего года она выросла на 18,5% по текущему курсу и на 10,4% по фиксированному курсу. За аналогичный период 2014 г. рост составил 5,4% по текущему курсу и 3,9% по фиксированному курсу, что во многом объясняется ростом наличных денег в обращении, которые выросли с начала года на 16,9%.

## **ПРИЛОЖЕНИЕ 1.**

**Заявка РТ на получение финансового кредита из средств ЕФСР в размере 70 млн.  
долларов США (приложена отдельным файлом)**

## ПРИЛОЖЕНИЕ 2.

### МАТРИЦА МЕР ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ ПРЕДПОЛАГАЕМОГО ФИНАНСОВОГО КРЕДИТА НА 2015-2016 ГОДЫ

(4 транша, общая сумма 40 млн. долл. США)

**КП – контрольный показатель**

**ИП – индикативный показатель**

Условие	1 транш (по состоянию на 01.09.2015) 20 млн. долл. США	2 транш (по состоянию на 01.07.2016) 20 млн. долл. США	Ответственный орган
<b>1. Макроэкономическая стабильность</b>			
1.1. КП. Максимальное значение ликвидности, предоставляемой банкам (на конец квартала)	160 млн. сомони на конец 2 квартала 2015 года	160 млн. сомони на конец 2 квартала 2016 года	НБТ
1.2. КП. НБТ предоставляет ликвидность только банкам, устойчивость которых подтверждается уровнем капитала, соответствующем Международным стандартам финансовой отчетности и нормативам, установленным НБТ, и только в случаях предоставления банками высоколиквидных залогов	На основании отчетности НБТ по результатам 8 месяцев 2015 года по кредитам по предоставлению ликвидности и выполнению пруденциальных нормативов банками, которым предоставлена ликвидность, с перечислением видов активов, предоставляемых в качестве залогов.	На основании отчетности НБТ по результатам 4 квартала 2015 года и 6 месяцев 2016 года по кредитам по предоставлению ликвидности и выполнению пруденциальных нормативов банками, которым предоставлена ликвидность, с перечислением видов активов, предоставляемых в качестве залогов.	НБТ
1.3. ИП. Максимальный уровень резервных денег	Не более 6,8 млрд. сомони	Не более 6,8 млрд. сомони	НБТ

Условие	1 транш (по состоянию на 01.09.2015) 20 млн. долл. США	2 транш (по состоянию на 01.07.2016) 20 млн. долл. США	Ответственный орган
1.4. ИП. Устранена множественность обменных курсов.	Отклонение от официального курса не более +/-2%	Отклонение от официального курса не более +/-2%	НБТ
1.5. КП. Максимальный дефицит бюджета (за исключением расходов на ПГИ, профинансированных иностранными кредитами и грантами)	Консолидированный бюджет за 9 месяцев (без ПГИ) выполнен с нулевым сальдо (ИП)	Консолидированный бюджет по итогам 2015 года (без ПГИ) выполнен с дефицитом не выше, чем 0,5% ВВП	МФ РТ
1.6. КП. Отсутствие просроченной задолженности государственного бюджета по выплате заработных плат и пенсий	Постоянно	Постоянно	МФ РТ
1.7. КП. Отсутствие привлечения нельготного государственного внешнего долга	Постоянно	Постоянно	МФ РТ
1.8. КП. Максимальный объем привлекаемого государственного внешнего долга		По состоянию на 1.01.2016 внешний госдолг вырос, против 1.01.2015 <sup>40</sup> , не более чем на 6 млн. долларов США на чистой основе <sup>41</sup>	МФ РТ
1.9. КП. Отсутствует просроченная задолженность по выплатам внешнего долга	Постоянно	Постоянно	МФ РТ
1.10. КП. Минимальное значение социальных расходов	В бюджете на 2015 год не менее 50,2% от уровня расходов бюджета (без учета ПГИ и расходов, связанных с финансированием основной суммы государственного долга)	Фактические расходы на социальные сектора за 2015 год составили не менее 50,2% от уровня расходов бюджета (без учета ПГИ и расходов, связанных с финансированием	МФ РТ

<sup>40</sup> По состоянию на 01.01.2015 уровень государственного внешнего долга составил 1932 млн. долл. США или 21,8% ВВП

<sup>41</sup> Данный показатель будет корректироваться на основе фактически предоставленных сумм кредитов, в том числе по линии поддержки бюджета.

Условие	1 транш (по состоянию на 01.09.2015) 20 млн. долл. США	2 транш (по состоянию на 01.07.2016) 20 млн. долл. США	Ответственный орган
		основной суммы государственного долга). Утвержденный бюджет на 2016 год предусматривает долю финансирования социальных расходов в общих расходах бюджета (без учета ПГИ и расходов, связанных с финансированием основной суммы государственного долга) не менее 50%.	
1.11. КП. Отсутствие новых эмиссий акций ОАО «Рогунская ГЭС» для физических лиц – резидентов РТ	Постоянно	Постоянно	Правительство
1.12. ИП. Регулярная публикация данных по общему внешнему долгу экономики по секторам, по долгу Правительства (включая гарантированный долг) и НБТ на квартальной основе	на ежеквартальной основе	на ежеквартальной основе	НБТ, МФ РТ
<b>2. Банковский сектор</b>			
2.1. КП. Повышение качества мониторинга НБТ по исполнению комбанками пруденциальных нормативов и принятие действенных решений по отношению к банкам, их нарушившим	Предоставление в ЕАБР отчетов НБТ по исполнению банками пруденциальных нормативов и решений НБТ по принятым мерам за 8 месяцев 2015 года	Предоставление в ЕАБР отчетов НБТ по исполнению банками пруденциальных нормативов и решений НБТ по принятым мерам за 4 квартал 2015 года и 6 месяцев 2016 года	НБТ

Условие	1 транш (по состоянию на 01.09.2015) 20 млн. долл. США	2 транш (по состоянию на 01.07.2016) 20 млн. долл. США	Ответственный орган
2.2. ИП. Повышение прозрачности и доступности информации о деятельности ОАО, вкл. банковский сектор	Обеспечена публичность информации, включенной в реестр: ✓ Информация о крупных акционерах размещена на сайтах АЦБ, МФ РТ, НБТ ✓ Проведена информационная работа в СМИ о начале публикации вышеуказанной информации с указанием адресов сайтов, на которых она размещена.	✓ Опубликована информация о случаях прямого владения крупными акционерами другими акционерными компаниями, включая банки или финансовые компании ✓ Раскрытие информации о характере и формах бизнес-активности банков с указанием возможного участия в капитале аффилированных структур.	Агентство по Ценным бумагам, НБТ
2.3. ИП. Окончательный отчет об исполнении Стратегии развития банковского сектора на 2010-2015 гг. должен быть опубликован		Публикация финального отчета по исполнению стратегии	НБТ
<b>3. Бюджетный сектор</b>			
3.1. ИП. График погашения долгов заемщиков АИБ на сумму 500 млн. сомони в пользу МФ РТ утвержден и выполняется в полном объеме.	По состоянию на 01.09.2015 погашены долги на сумму, эквивалентную 30% общей задолженности	По состоянию 01.07.2016 погашены долги на сумму, эквивалентную 100% общей задолженности	МФ РТ/НБТ/АИБ
3.2. ИП. Рационализация системы предоставления налоговых и таможенных льгот через повышение прозрачности информации по их стоимости и отмену неэффективных преференций.	Правительство согласовало Техническое задание и одобрило кандидатуру эксперта, предложенную Управляющим, на проведение независимой ревизии налоговых и таможенных льгот на предмет их эффективности, и предоставило всю необходимую информацию для проведения такой ревизии.	Оценка стоимости налоговых и таможенных льгот включена в бюджетные документы, предоставляемые на рассмотрение Правительству и Парламенту в рамках принятия государственного бюджета 2017 года и отчета об исполнении бюджета 2015 года, и опубликована на сайтах МФ, НК и ТК. Правительство внесло в Парламент РТ предложения по изменению законодательства в части отмены налоговых и таможенных льгот	МФ РТ/ Налоговый комитет/Таможенный комитет/МЭРТ РТ

Условие	1 транш (по состоянию на 01.09.2015) 20 млн. долл. США	2 транш (по состоянию на 01.07.2016) 20 млн. долл. США	Ответственный орган
3.3. ИП. Повышение качества управления квазифискальными рисками Правительства	Размещение отчета МФ РТ о квазифискальных рисках за 2013 год, сделанного на основании анализа отчетов 24 крупнейших гос. предприятий, на сайте МФ РТ. МФ РТ, с помощью консультантов по действующим проектам, подготовил Стратегию по сокращению квазифискальных рисков, с учетом рекомендаций Фонда.	До конца 2015 года, Стратегия одобрена Правительством; разработан и одобрен план действий по ее реализации. Реализация плана действий (конкретные меры будут согласованы после разработки Плана действий)	МФ РТ
3.4. ИП. Введение требования независимого аудита всех крупных ГП лицензированными компаниями, выбранными по тендеру, или Счетной палатой.		До конца 2015 года, МФ РТ подготовил и распространил инструкции по процессу отбора независимых аудиторов для проверки финотчетности госпредприятий. Заключения проведенных аудитов размещены на сайтах компаний и МФ.	МФ РТ
3.5. КП. 10% чистой прибыли госпредприятий и 10% дивидендов ОАО с государственной долей более 50% перечисляются в бюджет		Принято соответствующее постановление Правительства	МФ РТ
3.6. ИП. Внедрена система регистрации контрактов в бюджетной сфере	Выполнено ЕАБР получил документальное подтверждение		МФ РТ
3.7. ИП. Компьютеризация системы начислениями и выплат заработной платы в бюджетном секторе	Завершен обзор процессов для разработки модуля управления начислениями выплат заработной платы в бюджетном секторе.	Подготовлены функциональные спецификации для модуля управления начислениями и выплат заработной платы в бюджетном секторе.	МФ РТ
3.8. ИП. Расширение использования электронных систем УГФ	Подключение не менее 50 бюджетных организаций электронной системе УГФ с рабочих мест в режиме он-лайн.	Подключение не менее 500 бюджетных организаций (из 600 имеющихся) к электронной системе УГФ с рабочих мест в	МФ РТ

Условие	1 транш (по состоянию на 01.09.2015) 20 млн. долл. США	2 транш (по состоянию на 01.07.2016) 20 млн. долл. США	Ответственный орган
		режиме он-лайн	
<b>4. Реформа энергетического сектора</b>			
4.1. ИП Переоценка основных средств ОАХК "Барки Точик" и её подразделений.		ОАХК "Барки Точик" представило в Правительство результаты переоценки до конца 2015 года	Министерство энергетики и водных ресурсов РТ, ОАХК "Барки Точик"
4.2. ИП списание физически и морально устаревших основных средств, восстановление и дальнейшее использования которые считается не целесообразным.	Постоянно, до полного завершения	Постоянно, до полного завершения	Министерство энергетики и водных ресурсов РТ, ОАХК "Барки Точик"
4.3. ИП Определение безнадежных дебиторских и не имеющих источников покрытия кредиторских долгов ОАХК «Барки Точик» и их списание в установленном порядке.	Отчет подготовлен до 01.09.2015г.		Министерство энергетики и водных ресурсов РТ, ОАХК "Барки Точик"
4.4. ИП Разработка и утверждение новой методологии регулирования тарифов по оплате электроэнергии для предприятий отдельных направлений деятельности (производство, передача, распределение)		До конца 2015 года, Правительство РТ приняло решение о разработке новой методологии регулирования тарифов с целью их внедрения с 1 января 2017 года. По состоянию на 01.07.2016, проект методологии разработан и представлен в Правительство на рассмотрение	Министерство энергетики и водных ресурсов РТ, ОАХК "Барки Точик"



## ПРИЛОЖЕНИЕ 3.

### РТ: ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2011	2012	2013	2014				2014	2015	
				1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.		1 кв.	2 кв.
ВВП (млн. сом.)	30 069	36 161	40 525	7 811	10 069	13 718	14 009	45 605	8 310	10 849
ВВП (млн. долл.)	6 322	7 588	8 492	1 629	2 029	2 699	2 608	8 965	1 525	1 564
Реальный прирост ВВП (в % к аналог.периоду предгода)	107,4	107,5	107,4	107,0	106,5	107,2	106,3	106,7	105,3	107,20465
Инвестиции в основной капитал (в % к аналогичному периоду пред. года) 2/	н.д.	75,6	117,2	136,8	120,7	127,0	132,7	129,0	100,0	170,6
ИПЦ (к декабрю пред года) нарастающим итогом	9,4	6,5	3,7	2,4	4,5	5,6	7,3	7,3	1,5	2,6
Экспорт товаров и услуг (млн. долл) 1/	1 158	1 644	1 571	184	171	228	254	836	181	244
Экспорт товаров и услуг (% ВВП)	18,3	21,7	18,5	11,3	8,4	8,4	9,7	9,3	11,8	15,6
Импорт товаров и услуг (млн. долл)	4 239	5 273	5 671	1 022	1 304	1 319	1 312	4 957	813	1 006
Импорт товаров и услуг (% ВВП)	67,1	69,5	66,8	62,7	64,3	48,9	50,3	55,3	53,3	64,3
Сальдо торгового баланса (млн. долл)	-3 082	-3 629	-4 100	-838	-1 133	-1 091	-1 058	-4 121	-632	-763
Сальдо торгового баланса (% к ВВП)	-48,7	-47,8	-48,3	-51,4	-55,9	-40,4	-40,6	-46,0	-41,4	-48,8
Сальдо счета текущих операций (млн. долл. США)	-171	-244	-67	-245	-103	246	-249	-352	-205	63
Сальдо счета текущих операций (% к ВВП)	-2,7	-3,2	-0,8	-15,0	-5,1	9,1	-9,6	-3,9	-13,5	4,0
Доходы гос.бюджета (млн. сом.)	7 763	9 105	10 918	2 737	3 064	3 357	3 826	12 983	2 919	3 356
Доходы гос.бюджета (% ВВП)	25,8	25,2	26,9	35,0	30,4	24,5	27,3	28,5	35,1	30,9
Расходы гос.бюджета (млн. сом.)	8 562	9 071	11 433	2 386	3 120	3 307	4 463	13 276	2 579	3 583
Расходы гос.бюджета (% ВВП)	28,5	25,1	28,2	30,5	31,0	24,1	31,9	29,1	31,0	33,0
Сальдо гос.бюджета (млн. сом.)	-799	34	-515	351	-56	50	-637	-292	341	-227
Сальдо гос.бюджета (% ВВП)	-2,7	0,1	-1,3	4,5	-0,6	0,4	-4,5	-0,6	4,1	-2,1
Сальдо гос.бюджета БЕЗ ПГИ (млн. сом.)	140,3	519,0	83,9	492	31	170	-497	196	383	-294
Сальдо гос.бюджета БЕЗ ПГИ (% ВВП)	0,5	1,4	0,2	6,3	0,3	1,2	-3,5	0,4	4,6	-2,7
Курс сомони к доллару США (средний за период)	4,8	4,8	4,8	4,8	4,9	5,0	5,1	4,9	5,4	6,2
Кредит экономике (млн. сомони) на конец периода	4 800	5 493	7 531	5 113	7 051	8 945	6 498		7 051	8 945
Денежная база (млн. сом.) на конец периода	3 829	4 318	5 362	4 143	4 940	5 820	4 489	4 489	4 940	5 362
Денежная база (% к декабрю пред. года)	27,9	12,8	24,2	-2,0	1,9	8,5	6,4	6,4	2,9	14,1
Широкая денежная масса (млн. сом.) на конец периода	5 933	6 722	8 491	6 385	7 843	8 981	7 293	7 293	7 843	8 491
Денежный мультипликатор	1,5	1,6	1,6	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Ставка рефинансирования (за последний месяц периода)	9,9	6,5	5,5	6,5	6,1	5,9	6,5	6,5	6,1	5,5
Валовые международные резервы (млн. долл.) на конец периода	н.д.	н.д.	н.д.	423	570	538	511	511	474	457
Валовые резервы (мес. текущего импорта)	н.д.	н.д.	н.д.	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,8	1,4
Чистые международные резервы (млн.долл.)	303	356	353	363	349	492	436	436	349	353
Валовой внешний долг (млн.долл., на конец периода)	н.д.	н.д.	н.д.	4 963	4 734	4 725	4 392	4 392	4 685	4 677
Валовой внешний долг (% ВВП)	н.д.	н.д.	н.д.	56,9	53,7	52,2	49,0	49,0	52,9	55,7
Государственный внешний долг (млн.долл., на конец периода)	2 124	2 169	2 189	2 095	2 086	2 023	1 998	1 998	1 932	1 973
Государственный внешний долг (% ВВП)	33,6	28,6	25,8	24,0	23,7	22,3	22,3	22,3	21,8	21,8

Источник: Таджстат, МФ РТ, НБ РТ, расчеты сотрудников ПГФК ЕФСР.

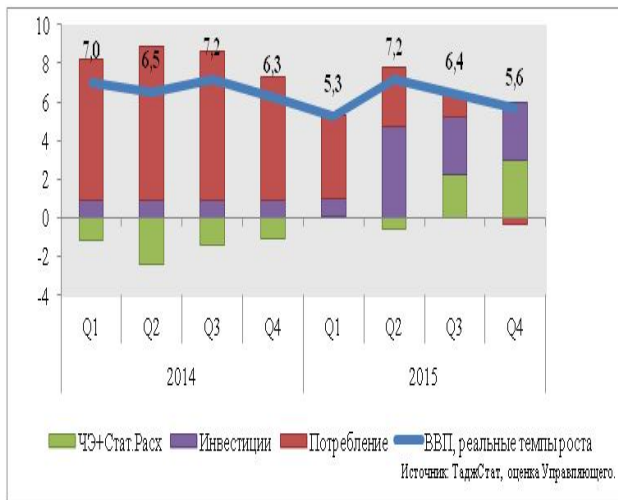
1/ с 2014 г. переход на РБП 6

2/ с 2014 г. - оценки Управляющего

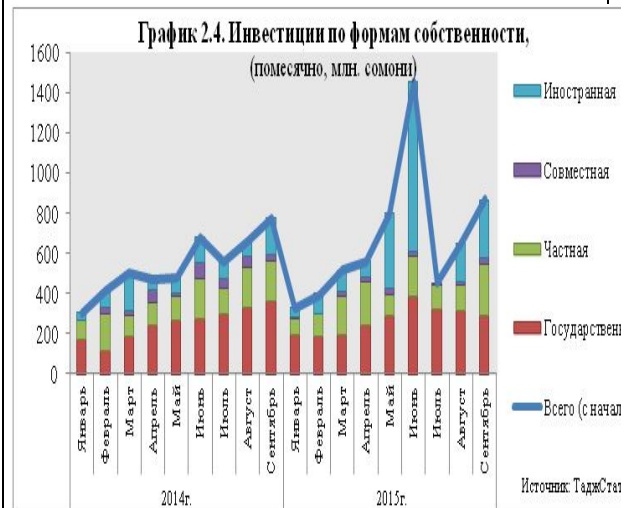
# ПРИЛОЖЕНИЕ 4.

## ГРАФИКИ

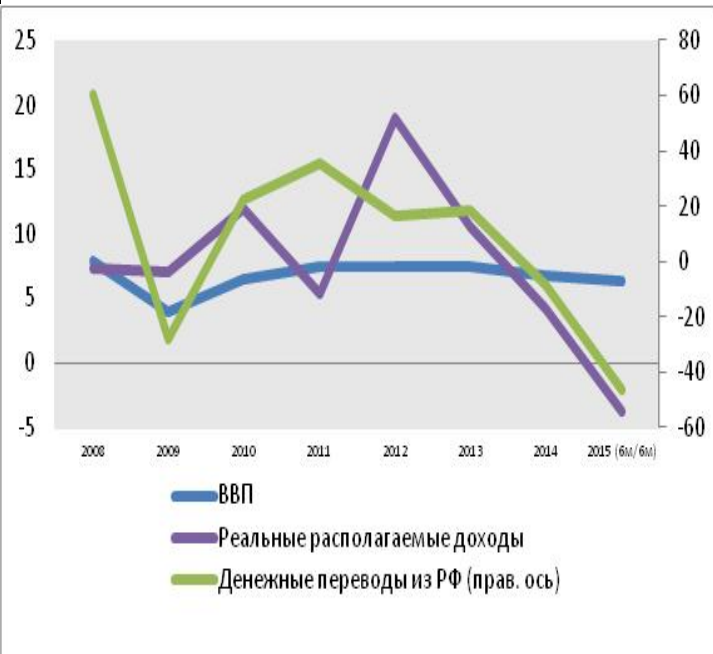
**Рис. 1. Формирование ВВП по использованию**



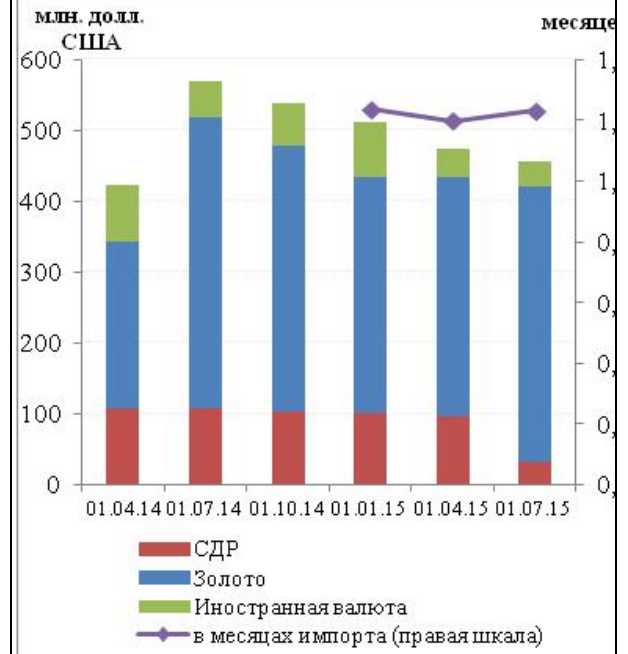
**Рис. 2 Инвестиции по формам собственности**



**Рис. 3. Зависимость денежных доходов населения от уровня трудовых переводов**



**Рис. 4. Динамика ВМР**



**Рис.5. Отклонение рыночного курса сомони от официального, %**

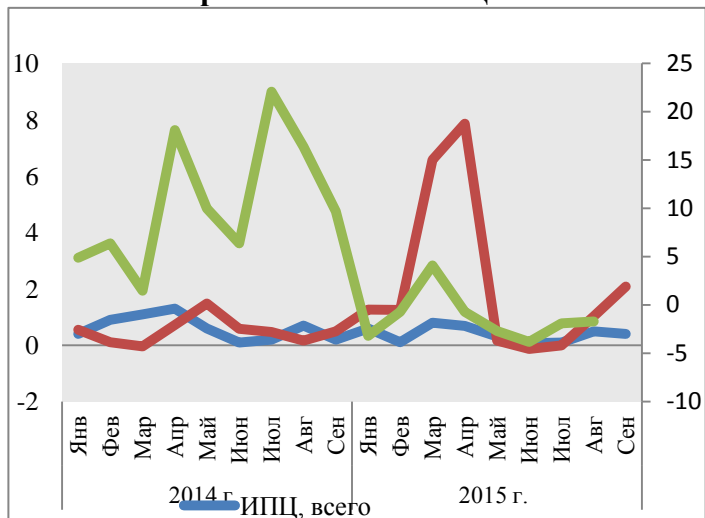


Источник: НБТ, расчеты Управляющего

**Рис. 6 Низкий уровень налогов РТ**



**Рис. 7. Факторы изменения ИПЦ**



Источник: ТаджСтат, оценки Управляющего.