

В целях стабилизации демографической ситуации в республике проводится государственная политика по стимулированию рождаемости, в том числе применяется система «родовых сертификатов», «материнский капитал», выплата регионального материнского капитала в размере 150 тыс. рублей за рождение третьего ребенка, а также ежемесячная денежная выплата семьям в размере прожиточного минимума для детей при рождении в них третьего ребенка или последующих детей до достижения ребенком возраста трех лет.

Отрицательные факторы и проблемы демографической ситуации в регионе характеризуется рядом негативных тенденций:

- 1) уменьшением численности населения в результате миграционного оттока;
- 2) уменьшением численности женщин фертильного возраста;
- 3) ростом численности населения старше трудоспособного возраста;
- 4) снижением численности населения трудоспособного возраста в результате сложившейся возрастной структуры.

Анализ миграционной и демографической ситуации свидетельствует о наличии в Усинске специфических проблем народонаселения, требующих особого подхода к их решению.

#### **Заключение**

На основании проведенного исследования можно прийти к следующим выводам:

- с территории Усинска за последние 7 лет происходит интенсивный миграционный отток;
- сокращается численность населения;
- ухудшается демографическая структура населения.

Городское население уменьшается в связи с оттоком населения из Крайнего Севера, сельское население уменьшается в основном, из-за низкого уровня социально-экономического положения на селе и, вследствие, переезда трудоспособного населения в города Республики Коми.

Можно предположить, что данные тенденции наблюдаются в связи с нестабильным экономическим положением в стране.

Конечно, все это лишь цифры. Люди живут не по статистическим данным. Статистика – наука «сухая», но интересная, потому как опирается исключительно на цифры и факты. Хотя, конечно, определенная доля условности в статистических

данных есть. Но даже небольшая погрешность позволяет составить вполне четкую картину о положении вещей в том или ином вопросе.

Руководство муниципалитета прилагает немалые усилия по преломлению указанных тенденций: проводятся работы по благоустройству, возводятся дома, укрепляется инфраструктура. К тому же нужно учитывать, что сейчас нет такого строго учета миграции населения, какой он был в советские годы, когда требовалась обязательная прописка. Люди свободны в перемещении, и многие, зарегистрированы в средней полосе России, а работают в Усинске. То же самое нередко бывает и с сельскими жителями: регистрация - в городе, а живут дома с родными. Население Крайнего Севера сокращается и это проблема, которую нельзя решить силами какого-то отдельного муниципалитета, решения должны приниматься и на уровне региона, а и на уровне Федерации, потому что именно районы Крайнего Севера богаты на природные ископаемые, и доходы, получаемые от их реализации, имеют значительную долю в ВВП государства.

#### **Литература**

1. Демографический ежегодник Республики Коми. 2015: Стат.сб. – Сыктывкар: Комистат, 2016. – 161 с.
2. Демоскоп Weekly 2015, № 367-368 [Эл. ресурс]. – Режим доступа: <http://demoscope.ru> (дата обращения 20.01.2017).
3. Концепция демографической политики Российской Федерации на период до 2025 года [Эл. ресурс]. – Режим доступа: <http://document.kremlin.ru> (дата обращения 20.01.2017).
4. Постановление Правительства Республики Коми от 27.03.2006 № 45 (ред. от 15.01.2016) «О Стратегии социально-экономического развития Республики Коми на период до 2020 года» // <http://rkomi.ru/page/5948/>
5. Республика Коми в цифрах: Крат.стат. сб./ Комистат - Сыктывкар, 2016. - 242 с.
6. Социально-экономическое положение Республики Коми. 2017: Доклад. –Сыктывкар: Комистат, 2017. – 36 с.
7. Статистический ежегодник Республики Коми. 2016: стат.сб. / Комистат - Сыктывкар, 2016. - 391 с.
8. Численность, размещение, возрастно-половой состав населения. Итоги Всероссийской переписи населения 2010 года. Республика Коми. Том 1: стат. сб./ Комистат – Сыктывкар, 2012 – 99 с.

## **РОЛЬ ФОРМИРОВАНИЯ ПОЛНОЙ АРХИТЕКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ТАДЖИКИСТАН В ИЗМЕНЕНИИ МОДЕЛИ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ**

*Шарипов Б.М.,*

*Кандидат экономических наук, Институт  
экономики и демографии АН РТ,*

**Аннотация:** В данной статье обосновывается формирование инвестиционной модели социально-экономического развития национальной экономики. Это требует формирования полной архитектуры отече-

ственного финансового рынка и сбалансированного развития всех внутренних его сегментов. Только последнее может обеспечить эффективную мобилизацию всех сбережений, их трансформацию в финансовые ресурсы адекватные потребностям реального сектора, новые возможности для устойчивого развития национальной экономики на инновационном базисе.

**Ключевые слова:** финансовый рынок, сегменты рынка, финансовые организации, банки, микрофинансовые организации, небанковские финансовые организации (фондовая биржа, страховые, инвестиционные, пенсионные, венчурные, хеджевые и гарантийные фонды), реальный сектор.

## THE ROLE OF FORMING THE FULL ARCHITECTURE OF THE FINANCIAL MARKET OF TAJIKISTAN IN THE MODIFICATION OF THE MODEL OF NATIONAL ECONOMY

*Sharipov B.M.*

*Candidate of economic sciences, Institute of Economy and Demography of the Academy of Sciences of the Republic of Tajikistan*

**Abstract:** This article justifies the formation of an investment model for socio-economic development of the national economy. This requires the formation of a complete architecture of the domestic financial market and a balanced development of all its internal segments. Only the latter can ensure effective mobilization of all savings, their transformation into financial resources adequate to the needs of the real sector, new opportunities for sustainable development of the national economy on an innovative basis.

**Keywords:** financial market, market segments, financial organizations, banks, microfinance organizations, non-bank financial organizations (stock exchange, insurance, investment, pension, venture, hedge and guarantee funds), real sector.

Полноценный финансовый рынок представляет собой включенную в экономическую систему страны единую и целостную (взаимосвязанную, взаимодействующую) совокупность, включающая

такие внутренние сегменты как денежный, кредитный, сегменты ценных бумаг (первичный и вторичный), валютный и страховой (Рис. 1).



Рис.1. Структура финансового рынка с полной архитектурой

Институционально она состоит из банков, различного вида микрофинансовых организаций, и небанковских финансовых организаций, как фондовые и валютные биржи, страховые, инвестиционные, лизинговые, пенсионные, венчурные, хеджевые и гарантийные фонды и т.д. Каждый из видов финансовых организаций выполняет свою особую функцию (функции), проводит свой перечень финансовых операций (сделок), в результате чего весь объем потребностей общества в финансово-банковских продуктах (услугах) удовлетворяется в полной мере, с максимально возможной степенью эффективности и минимальными рисками,

обеспечивая экономику и всех ее субъектов адекватным ( по объемам, срокам, издержкам, рискам, доступностью и другим параметрам ) финансированием для поддержания устойчивых и динамичных темпов экономического развития и повышения уровня жизни населения в условиях открытой экономики.

В структурно-институциональном аспекте полноценный финансовый рынок включает дополнительно и свою инфраструктуру, состоящей из совокупности вспомогательных специализированных организаций и деятельности, которые не оказывают непосредственно финансово-банковские операции, но обеспечивают и облегчают деятельность банков

и небанковских организаций. Так, инфраструктура финансового рынка включает такие элементы как разнообразные виды торговых площадок, фирмы по аудиту финансовых организаций, кредитные бюро, рейтинговые компании, фирмы обеспечивающие специальным оборудованием, технологиями, материалами, информацией, специалистами и т.д.

В настоящее время структура финансового рынка Таджикистана является деформированной, учитывая, что на ней доминирует банковский сегмент, на долю которого приходится более 96 % его активов. Остальные 4 % активов остаются за небанковскими финансовыми организациями. Дополнительно, доказательством усеченности архитектуры финансового рынка Таджикистана является отсутствие его следующих сегментов, присущих им разновидности финансовых институтов и инструментов [1]:

**На сегменте рынка ценных бумаг: вторичный рынок**, и его институты – централизованный депозитарий, клиринговые палаты, дилеры и брокеры, реестро-держатели и андеррайтеры ЦБ и т.д.

**Сегмент производных финансовых инструментов – инструменты хеджирования рисков** (валютных, кредитных, операционных и рыночных)

**Сегмент институциональных инвесторов:** инвестиционные фонды, современные страховые компании и частные пенсионные фонды - по обеспечению внутренних долгосрочных и дешевых финансовых ресурсов

**Институты развития** - для эффективного и оперативного управления бюджетными ресурсами на инвестиционные цели

**Венчурные институты** - финансирование новых и рискованных инновационных проектов, продуктов

**Институты по финансированию и поддержке экспорта и импорта**, как ЭКСИМБАНКИ - поддержка экспортеров и импортозамещения

**Гарантийные фонды** – оказание гарантий для разделения рисков и потерь

Отсутствие большей части этих институциональных видов финансовых организаций ограничивает как поступление финансовых ресурсов, так и перечень финансовых инструментов реальному сектору, сдерживая возможности развития их экспортного потенциала и импортозамещения. Такое положение является одним из важнейших факторов низкой способности и эффективности отечественного финансового рынка по обеспечению, как саморазвития так и низкой поддержки реального сектора финансированием.

Как известно, на любом финансовом рынке из совокупности вышеуказанных финансовых организаций ведущими являются банки, поскольку они составляют основу функционирования финансового рынка, денежного оборота в экономике, обеспечивая и поддерживая достаточной ликвидности в экономике, своевременное прохождение платежей как внутренних, так и внешних. Банки проводят максимально широкий круг финансово-денежных опера-

ций (сделок). То есть, банки выступают универсальными финансовыми организациями, в отличие от которых, все иные виды финансовых организаций выполняют относительно ограниченный перечень финансовых операций.

Банки призваны для обеспечения вышеперечисленных функций мобилизовать сбережения и накопления всех субъектов экономики (домохозяйств, частного реального сектора и финансового сектора, государства, внешнего мира) составляющие его пассивные операции. Размещая привлеченные ресурсы в экономике в разнообразии финансовых активов, они призваны обеспечить финансирование развитие экономики, но одновременно обеспечить возвратность кредитных вложений с определенной доходностью. Для стимулирования этого процесса и повышения степени надежности банки строго контролируются со стороны регулятора, включая ограничения на проведение собственных торговых и инвестиционных операций связанных с высокой долей риска. Данные ограничения связаны с характером формируемой базы пассивов банков, где основную их долю ныне составляют краткосрочные вклады населения. В этой связи, образуются потенциальные риски потери ликвидности банков, нарушения денежного обращения, которые могут перерасти в рецессию, и вплоть ее перерастание в экономический кризис. В этой связи, полагаем, что политика правительства опираться на отечественную банковскую систему, особенно ее крупные банки, для использования в качестве основного инструмента и источника инвестиционно-финансовых ресурсов для поддержки развития промышленности, является «некорректной» и не рыночной. Так, отечественная практика также является свидетельством того, что подобная форма инвестирования реальной экономики банками чревата серьезными отрицательными последствиями, которая проявляется периодически в повторяющихся банковских кризисах в ее различных формах проявления (валютный, кредитный, платежный и т.п.). Так, различного рода кризисы имели место в банковской системе в 1997 г, 2000г, 2003, 2006, 2008, 2010, 2015 и 2016 годах. Ранее издержки и потери вовлеченных банков компенсировались за счет выделяемых средств государственного бюджета в ограниченных размерах (до 1-2% к ВВП того года), охватывали один или два крупных банков, средства предоставлялись на льготных условиях (без залогов и дополнительных издержек по обслуживанию и их возврату), и часто имели безвозвратный характер или же невысокое финансовое бремя связи с обесценением задолженности в условиях высокой инфляцией. В настоящее время, возросли вовлеченность банков в инвестиционные операции, а соответственно и возросли и масштабы их потерь в виде роста просроченных кредитов, ухудшения их финансового состояния, вопль до убыточности и потери капитала.

Активное кредитование предприятий реального сектора в рамках «инвестиционного» или долгосрочного кредитования, привело к тому, что доля

просроченных кредитов в общем кредитном портфеле четырех крупных системообразующих банков превысило 60 %. Последнее привело к росту расходов по формированию фонда возможных потерь по ссудам, при одновременном сокращении его доходов, особенно по кредитным процентам из-за их неоплаты. Результатом такой практики стала не

только их убыточность, но и поставило системообразующих банки на грань потенциального банкротства. Их влияние оказало отрицательное влияние на всю отечественную банковскую систему, поскольку общий регулятивный капитал принял отрицательное значение ( Рис. 2).

### Основные показатели финансовой устойчивости банковской системы за 2014-2016 гг.

	Ед. изм.	2014	2015	2016
<b>Регулятивный капитал банков</b>	<b>Млн. сомони</b>	<b>1492</b>	<b>1400</b>	<b>-1103</b>
<b>МФО</b>	-	<b>513</b>	<b>587</b>	<b>579</b>
<b>Просроченные ссуды</b>	-	<b>1973</b>	<b>2039</b>	<b>3661</b>
<b>ФПВП по ссудам</b>	-	<b>-1241</b>	<b>-1657</b>	<b>-1884</b>
<b>Качество кредитного портфеля</b>				
<b>Стандартные ссуды</b>	-	<b>7224</b>	<b>6767</b>	<b>4094</b>
<b>Их удельный вес</b>	<b>В %</b>	<b>76,88</b>	<b>61,78</b>	<b>40,16</b>
<b>Сокращение сделок по долларам за 2015-2016 гг.</b>				
<b>Объем сделок в долл. Межбанковске</b>	<b>Млн. долларов</b>	<b>65534</b>	<b>72302</b>	<b>3600</b>
		12		<b>Сокращение в 20 раз.</b>

Рис. 2 Основные показатели финансовой устойчивости банков Таджикистана за 2014-2016 гг.

Как показывает данные Рис. 2 произошло абсолютное сокращение как объемов кредитования

экономики (- 783 млн. сомони ), так и сужение круга заемщиков ( 116 тыс. человек ).

### Динамика выдачи кредитов в банках и МФО

	2015 г.	2016г.	Откл. +/-	в %
<b>В МЛН. СОМОНИ</b>				
<b>Выдано кредитов всего,</b>	<b>11341</b>	<b>10558</b>	<b>-783</b>	<b>93</b>
- банками	<b>9350</b>	<b>8774</b>	<b>-699</b>	<b>93,8</b>
- микрофинансовыми организациями	<b>1991</b>	<b>1784</b>	<b>-207</b>	<b>89,6</b>
<b>тыс. единиц</b>				
<b>Всего заемщиков, в том числе</b>	<b>480</b>	<b>364</b>	<b>- 116</b>	<b>76</b>
- в банках	<b>172</b>	<b>148</b>	<b>-24</b>	<b>86</b>
- в микрофинансовых организациях, включая	<b>307</b>	<b>217</b>	<b>- 90</b>	<b>71</b>

Рис. 3 Динамика сокращения объемов кредитов экономике и количества заемщиков за 2015-2016 гг.

Это обусловило значительное увеличение объемов выделяемых государственных бюджетных ресурсов на их поддержку ( например, выделено в 2016 г. четырем отечественным банкам 3,2 млрд. сомони или же около 8 % ВВП. Кардинально изме-

нились и условия ее предоставления, включая сопровождаемое ее обновление руководящего состава. Кроме того, средства выделены под залоги имущества и активы как самих банков , так и их клиентов, имеют строго целевой характер, ограничивающее их использование для осуществления

высокодоходных операций ( выдачу кредитов, валютные операции и т.д.), строго контролируются со стороны регулятора. Функционирование этих банков в условиях хронически низкой инфляции, переходящее в отдельные периоды в дефляцию, вызывают высокое бремя обслуживания привлеченной от государства дополнительной ликвидности. Так, ограничена рыночными условиями их способность реализации имеющихся залогов без крупных финансовых потерь из-за падения стоимости и цен на активы в экономике. Как показывает мировая практика, банковские кризисы имеют продолжительность в 2- 4 года. Соответственно, возлагать надежды на их способность активно финансировать экономику в виде инвестиций и долгосрочных кредитов реальному сектору в течении этого периода, когда приоритетным выступает восстановление и оздоровление отечественной банковской системы, является некорректным.

Иную ресурсную базу имеет небанковские финансовые организации, где доля сбережений населения минимальна или вовсе отсутствует. Ее ресурсную базу составляют не столько сами сбережения населения, которые направлены на сохранение собственной покупательной способности от инфляции, характеризуются следованием пассивного инвестиционного поведения, финансовый результат которого частично гарантирован государством в виде минимальных выплат депозитов и вкладов населения в случае банкротства банка. Однако, использование сбережений и иных свободных денежных потоков в рамках небанковских финансовых институтов нацелено больше на использования сбережений как инвестиционные финансовые ресурсы, которым присуще как возможность получения относительно высокой прибыли, но которым присуще и риски их потерь, как полностью, или же частично. Последнее связано с наличием развитого финансового рынка с полной архитектурой, позволяющей формировать компенсационные механизмы для ведения более рискованных инвестиционных политик, с оглядкой на минимальное гарантированное их возмещение убытков или банкротства. Если крах банка может вызвать проблемы в банковской системе из-за возможной паники вкладчиков, и перерасти в банковский системный кризис, сопровождаемое резким падением ликвидности в экономике, отрицательно воздействуя на реальный сектор и экономику в целом, падением цен и искажением ценовых ориентиров, выступая в виде внешних или внутренних шоков и вызовов, то однако картина совсем иная при банкротстве небанковских финансовых институтов. Как показывает практика, они несут не существенные системные риски, так как мобилизация и размещение финансовых ресурсов небанковскими финансовыми институтами не связана с широким перечнем субъектов экономики по сравнению с банками. Одной из особенностей является формирования ресурсной базы за исключением приема вкладов граждан. Однако, через развитие сети небанковских финансовых институтов

обеспечивается приток дополнительного финансового капитала в экономику на финансирование и развитие реального сектора на долгосрочной основе, при этом, используя как внутренние, так и внешние финансовые ресурсы на более приемлемых условиях учитывающих соотношение доходности и связанных рисков. То есть, появляется возможности для широкого использования относительно высокорискованных видов финансовых вложений. При этом, формирование новых сегментов финансового рынка как страховой, сегмента ценных бумаг, особенно производных финансовых инструментов, с применяемыми ими различных инструментов по страхованию и хеджированию рисков, позволяет инвесторам минимизировать риски потерь, включая и формирование рыночных механизмов их компенсации. Так развитие сети гарантийных, страховых, хеджевых фондов и их инструментов позволяет компенсировать риски, не обременяя средства государственного бюджета.

В этой связи, формирование полного, а соответственно и эффективного финансового рынка является необходимым условием устойчивого развития таджикской экономики, формирования ее современной структуры за счет появления новых отраслей, модернизации действующих, и в конечном счете трансформации экономики из аграрно-индустриальной формы в индустриально-аграрную экономику с производством добавленной стоимости. Именно такая форма организации финансового рынка позволяет генерировать внутренний источник будущего развития национальной экономики на базе развития финансового и реального секторов. Это позволит перейти на увеличение денежного предложения в экономике, на базе эмиссии новых национальных денег, основу которой составит рост собственных объемов продукции и услуг, учитывая закон денежного обращения, как на низкоинфляционной основе, так и устранения существующей внешней зависимости. Как известно, в настоящее время, рост денежного предложения в экономике и эмиссия новых денег основана по поступающей в экономику иностранной валюты из-за рубежа в виде иностранных инвестиций ( во всех формах - прямых, портфельных и прочих ее видов), грантов и помощи, экспортной выручки и денежных переводов. Такое положение хотя и способствовало устойчивому развитию экономики Таджикистана на протяжении последних пятнадцати лет, однако эта модель исчерпала свои ресурсы и подошла к пределу. Данная модель экономики, основанная на росте поступления иностранной валюты, связана с уязвимостью развития экономики от внешних поступлений валюты, формирует внешние ограничения. Складывается ситуация, когда поступления иностранной валюты обеспечивает развитие экономики и поддержание ее темпов роста, а при сокращении, темпы роста замедляются, вплоть до перехода экономики в рецессию, и далее трансформируется в экономический кризис. При этом, усеченности финансового рынка не позво-

ляют наращивать денежное предложение на внутренней базе как самого дешевого денежного предложения. Так, хронически низкая и узкая база для производства и прироста валовой добавленной стоимости в национальной экономике не является в настоящее время той мощной и основной базой, которая бы служила в рамках действия количественного закона денег в обращении, для того чтобы производить дополнительную эмиссию национальных денег, вне зависимости от поступления иностранной валюты. Другими словами, рост эмиссии денег осуществляется доминирующе за счет поступления иностранной валюты, тем самым формируя жесткую причинно-следственную связь и зависимость от внешнего фактора. Кроме того, выпуск новых денег из-за слабой базы и сети финансовых институтов, включая отсутствия важнейших из видов, которые на развитых рынках призваны и позволяют абсорбировать дополнительное первичное предложение денег экономике, и довести их до субъектов реальной экономики на низкоинфляционной основе, не вызывая высоких колебаний и поддерживает стабильно инфляции на постоянном уровне, тем самым не вызывая искажения ценовых индикаторов – как на финансовые, так и материальные активы. В настоящее время, вышеперечисленные условия, включая отсутствие вышеизложенных возможностей, не позволяют национальным денежным властям наращивать денежное предложение экономики в достаточном объеме, о чем свидетельствует показатель уровня монетизации отечественной экономики. Так, монетизации экономики Таджикистана, хотя и растет, однако хронически находится на низком уровне (не более 25 % ВВП), тем самым сдерживая экономический рост. Кроме того, если в странах с полной архитектурой финансового рынка различающиеся по уровню финансового проникновения и глубины, дополнительно денежное предложение увеличивается за счет денежного мультипликатора. С точки зрения денежной и финансовой теории, рост значения банковского мультипликатора отражает увеличение в структуре совокупного денежного предложения доли и объемов относительно «дешевых денег». Так, значение денежного мультипликатора в развитых странах достигает весомых величин – от 2 до 4 кратных значений и более, отражая процесс роста денежного предложения от уровня развития и формирования полной архитектуры финансового рынка в развитии экономики, особенно обеспечения дешевыми денежными ресурсами. Однако в Таджикистане значение мультипликатора по денежным агрегатам в национальной валюте (M0, M1, M2 и M3) ниже 1. То есть, наращивание денежного предложения экономике осуществляемое за счет поступления иностранной валюты, ведет к росту долларизации экономики, особенно реального и финансового секторов. При этом существенно ограничены возможности дополнительной эмиссии денег в национальной валюте. Такая форма увеличения денежного предложения экономики не позволяет в достаточной мере стимулировать развитие

реального сектора. Это является одним из факторов сдерживания создания новых рабочих мест и мощностей, наращивание производства отечественных товаров и услуг и т.д. Это ведет к сокращению генерации прироста внутренней добавленной стоимости, а соответственно и основы для роста денежного предложения без увязки ее с поступлением инвалюты, сохраняя низким уровень монетизации.

Однако, в большинстве развивающихся стран уровень монетизации экономики превышает значение 50 - 70 % ВВП, а в развитых он сложился на уровне от 100 до 200% и выше к ВВП. Так, например, в США совокупное финансирование экономики только за счет основных двух сегментов финансового рынка превышает 150 % ВВП, включая ресурсы кредитного сегмента -70-80 % ВВП и сегмента ценных бумаг - 60-80% к ВВП. В развитых странах Евразии совокупный показатель превышает 160 % ВВП. То в Таджикистане он составляет 24 % ВВП, или значительно отстает. Это обуславливает отставание в глобальной конкуренции за привлечение и использование внутренних сбережений и их трансформацию в инвестиции в Таджикистане. Узкая финансовая глубина и емкость формируемого финансового рынка Таджикистан не позволяет не только привлечь глобальные финансовые ресурсы для целей развития, но мобилизовать имеющиеся внутренние свободные финансовые ресурсы. Учитывая, что в глобальной экономике объемы финансовых активов превышают объемы мирового производства (ВВП) в десятки раз, то учитывая постулаты экономической и финансовой теории, Таджикистан в виде открытой экономики мог бы привлечь финансовый капитал за счет перетока ресурсов мирового финансового рынка. Однако, низкий уровень развития финансового рынка, его усеченная и не полная архитектура, и вследствие, низкая его эффективность, а так же присутствующие высокие риски препятствуют притоку внешнего финансового капитала, как и внутреннего, тем самым сдерживая темпы развития национальной экономики.

В настоящее время в Таджикистане процесс формирования национального финансового рынка с полной ее архитектурой находится в рудиментном состоянии. На первом этапе становления отечественного финансового рынка первоначально пошло становление сегмента рынка ценных бумаг, однако, далее приоритетное формирование получила банковская система. Ее развитие выступило генезисом или иначе платформой для развития финансового рынка и всех его внутренних сегментов, включая ценные бумаги, страхование, валютный и т.д. Вместе с тем, процесс формирования и темпы роста вышеперечисленных сегментов являются недостаточными и требуют государственной поддержки для стимулирования их дальнейшего развития.

Нами предлагается пересмотреть, и, соответственно, преодолеть существующие ограничивающие теоретические подходы, толкования и представления, включая и практические подходы к возможностям адекватного и диверсифицированного

финансирования экономики Таджикистана, особенно реального сектора. В частности, автор предлагает отойти от сложившегося в теории и практике узкого подхода к финансированию экономики ограниченного банковским кредитованием и инвестициями. Практика доказала, что такой подход при наличии положительных аспектов, чреват периодически повторяющимися банковскими кризисами, включая такие ее формы как кредитные, валютные, платежные формы. Рост интеграции экономики и банков в мировые глобальные рынки труда, капитала и товаров, рост доли внешних ресурсов в пассивах всех субъектов рынка, наряду с тенденцией роста их «долларизации», привело к росту чувствительности национальной экономики и банков к процессам и конъюнктурным колебаниям на глобальных рынках, особенно стран торговых- партнеров, оказывая существенное отрицательное влияние. Как представляется автору, в условиях глобализации и открытости экономики, формирование полной архитектуры и повышения уровня развития национального финансового рынка до степени развитых стран мира, наряду с выполнением традиционных функций как мобилизационная, перераспределительная, стимулирующая, аллокационная и рыночное ценообразование, обеспечивает выполнение дополнительной функции – буфера для национальной экономики. Тем самым создается первый эшелон защитного барьера на пути различного вида внешних вызовов и шоков, обеспечивающая минимизацию отрицательных внешних воздействий через использование широкого перечня современных финансовых механизмов и инструментов, включая формирование дополнительных резервов, использование инструментов страхования и хеджирования для минимизации рисков и потерь и т.д. Это способствует созданию относительно комфортных условия для поддержания и развития реального сектора даже в кризисных ситуациях. В этой связи, важнейшей научной и теоретической задачей, является использование накопленного мирового опыта, включая стран с переходными экономиками подходов, инструментов и методов (особенно Китая) научного сопровождения процесса формирования и развития национального финансового рынка Таджикистан в сторону создания его полной архитектуры. Краткосрочный опыт формирования и развития финансового рынка Таджикистана с акцентом на банковский сегмент и прямые иностранные инвестиции для финансирования развития национальной экономики и ее реального сектора, свидетельствует о наличии, наряду с положительными аспектами (рост ВВП, создание рабочих мест, пополнение налогов и т.д.), существенных рисков и ограничений устойчивого развития национальной экономики и успешного решения правительством социально-экономических задач. Так, создание новых рабочих мест соответственно динамике роста активного населения, особенно молодежи, пополнения госбюджета для выполнения социальных функций (рост пенсий, финансирование обра-

зования и здоровья, рост зарплаты сектора госучреждений и предприятий и т.д.), а так же экономических (финансирование развития производственной инфраструктуры и его поддержание в рабочем состоянии, новых рабочих мест, строительство и освоение гидроэнергетического потенциала и иных видов имеющихся ресурсов и т.д.) наталкивается на финансовые ограничения, связанные с существующей моделью экономического развития, которая признана как потребительская, слабо ориентированная на инвестиционное развитие. Так, например, привлечение прямых инвестиций, хотя и обеспечивает объемный рост макроэкономических (ВВП, создание рабочих мест и т.д.) и финансовых (доходы бюджетов, расходы и т.д.) показателей, но в долгосрочном аспекте он наталкивается на ограничение внутреннего спроса, низкую предельную эффективность вложенных инвестиций. Такая модель развития присуща и бывшему странам в процессе их развития, включая и развитым, когда формировалась зависимость развития от одного из важнейших финансовых факторов. Это нашло отражение в научной литературе как «голландская болезнь», под которую адаптировалась национальная экономика, связи с чем ее структура деформировалась, принимала искаженный вид в форме ее сырьевой направленности, с низкой эффективностью и отдачей используемых ресурсов, их неполным использованием, тем самым теряющейся и снижающейся конкурентоспособность в глобальной среде. Именно такая «болезнь» диагностирована автором исследования, и сделан вывод, что национальная экономика требует своего излечения с целью обеспечения «здорового» по качеству экономического роста, характеризуемый устойчивостью и низкой уязвимостью от внешних факторов за счет развития внутренних ее источников развития, высокой эффективностью использования всех ресурсов, формированием финансовых «подушек» у всех субъектов национальной экономики – домохозяйств, частного сектора, включая реальный сектор, государство, а не только у внешнего сектора.

Логически можно предположить, что привлечение внешних финансовых ресурсов выгодно обоюдно для обеих сторон, как их реципиентов, так и принимающей стороны, в том случае, когда их размещение, включая реальный сектор, обеспечивают конечный положительный финансовый результат, или другими словами прибыль получаемая ответственными субъектами превышает их издержки по привлечению дополнительного финансирования в долгосрочной периоде. Однако, низкая эффективность размещаемых привлеченных внешних ресурсов сопровождаемая одновременно и ростом «курсовых издержек» из-за падения покупательной способности национальной валюты, включая ее периодическую девальвацию (когда она превышает резкое падение более чем на 25%) ведет к росту издержек субъектов национальной экономики, изымая и сокращая их прибыли, ведя к росту финансового бремени, особенно в условиях рецессий

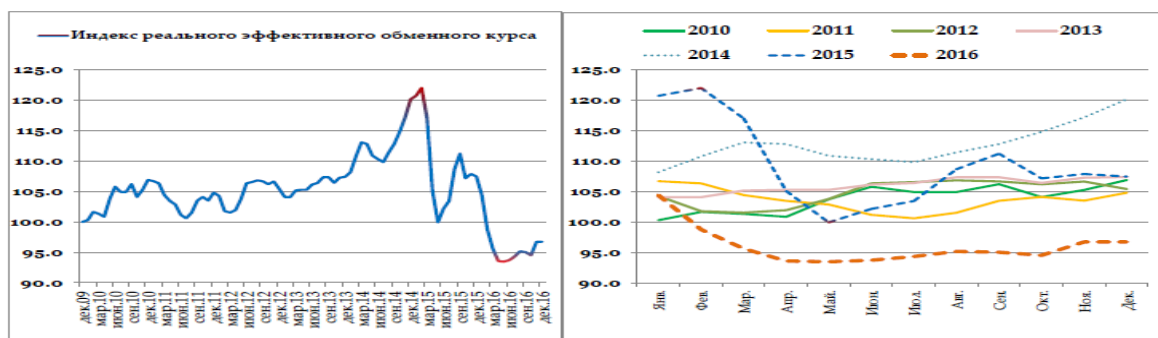
и кризисных явлений на глобальных рынках капитала, труда и товаров.

В данном случае, это позволит оценивать качество экономического роста, не только в виде увеличения ВВП и темпов его роста, но и за счет каких источников и факторов он достигнут, различая их происхождение (внутренний или внешний), но и как эти количественные результатные показатели производства оказали воздействие на финансовое состояние экономики. Другими словами, количественное развитие основано и достигнуто за счет какого вида финансового результата. Привлечение внешних ресурсов, включая финансовые, и их использование сопровождается низкой эффективностью, сопровождается ростом финансовых обязательств экономики и ее основных субъектов при достижении роста количественных показателей, включая ВВП. В данном случае, если формируемые финансовые обязательства не покрываются за счет роста эффективности, то идет процесс «проедания» национального богатства страны и будущих ресурсов. Это ведет и к сужению экономических и финансовых границ при сохранении ее территории со стороны национального государства как Таджикистан. Формы проявления этого процесса связаны с ростом импорта на внутреннем рынке. Другой формой проявления этого процесса в реальном и финансовом секторах являются показатели и тенденции, характеризующие увеличение доли участия иностранного капитала в уставном капитале экономических субъектов национальной экономики. Этот процесс усиливается по мере роста обменного курса сомони при хронически низком уровне эффективности производства. В данном случае, дальнейший рост производства ВВП возможен на основе преимущественного привлечения внешнего финансирования, так внутренние денежные ресурсы обесцениваются, и хотя наблюдается их рост абсолютных размеров, однако внешняя их способность поддержания процесса расширенного воспроизводства сокращается. В данном случае, рост прямых и портфельных инвестиций увеличивает как абсолютные, так и относительные размеры иностранного капитала как в действующих, так и вновь создаваемых предприятиях. Другими словами, все более доминирует иностранный капитал, включая транснациональные компании финансового и нефинансового секторов. Это формирует финансово-правовую основу перехода рычагов управления текущим бизнесом в направлении на удовлетворение интересов иностранного капитала. При этом, основная деятельность таких компаний используется для получения прибыли (валовой добавленной стоимости) не в рамках национальной экономики, а в за ее пределами – в месте функционирования основной материнской структуры, чрез использование системы трансфертных цен, оптимизации денежных потоков и финансовых результатов, оптимизации налогообложения и т.д. Для этого используются весь арсенал финансовых инструментов, как манипулирование внутрикорпоративными ценами как материальные, так и финансовые

активы и ресурсы. Она включает и такие формы как реализацию бывшего в использовании оборудования, технологий по завышенным ценам в создаваемое и управляемое совместное предприятия, завышенные цены на финансовые и материальные ресурсы, полуфабрикаты и т.д. Как показывает отраслевой анализ прямых и портфельных иностранных инвестиций, преобладающая их доля направляется в сырьевые и добывающую отрасли. То есть, создаваемые и реанимируемые предприятия реального сектора в основном связаны с добычей и производством сырья с последующим их вывозом за рубеж и дальнейшей их углубленной переработкой. В данном случае, получение высокой добавленной стоимости, включая и заложенную в ней прибыль, а соответственно и финансовые ресурсы для создания новых рабочих мест, повышения заработной платы и формирования налоговых доходов выводятся за пределы национальной экономики. Эта модель международного бизнеса основана на сохранении внутрикорпоративных денежных потоков и минимизацию их оттоков из системы, включая оплату налогов, пошлин и иных платежей, включая за привлечение внешних финансовых ресурсов. Однако, для национальной экономики ориентированный на количественный рост, деформированный финансовый рынок не способен компенсировать дефицит и нехватку финансового капитала, ведя к росту уязвимости дальнейшего развития экономики. Так, ныне рост ВВП в Таджикистане сопровождается увеличением внешнего совокупного долга, включая внешний и внутренний государственный долг, частного долга финансового и реального секторов экономики. Обслуживание не только внешнего долга, номинированного в иностранной валюте, но и внутреннего, при хронической тенденции падения покупательной способности сомони по отношению к мировым резервным иностранным валютам при сдерживании инфляции, становится все более затратным. То есть, увеличение денежного предложения имеет тенденцию перехода ее в форму дополнительного роста финансового бремени для реальной экономики, при низком уровне эффективности производства. При этом, поддержание низкой инфляции денежными регуляторами, отражает процесс трансформации инфляции в долгосрочные инфляционные ожидания субъектов экономики. Не имея способности минимизировать или же хеджировать формируемые долгосрочные инфляционные ожидания из-за низкого уровня развития таких сегментов отечественного финансового рынка как ценные бумаги, валютного и страхового сегментов ведет к росту их рисков. Другими словами, вышеотмеченные тенденции становятся основными причинами низкой привлекательности экономики для инвесторов даже при сохранении низких темпов инфляции. О динамике роста инфляционных ожиданий в отечественной экономике свидетельствует показатель индекса реально-эффективного обменного курса сомони за 2009-2016гг (рис.4).



Индекс реального эффективного обменного курса сомони (Дек. 09 = 100)  
по состоянию на декабрь 2016 года



Источники: НБТ  
Департамент монетарной политики, исследования и развития

Рис. 4. Динамика изменения реального эффективного обменного курса сомони за 2009 -2016 гг.

Динамика индекса реально-эффективного обменного курса сомони за последние 7 лет показывает тенденцию, когда с 2009 по 2015 гг. она систематически повышалась, отражая рост инфляционных ожиданий. Во временном диапазоне 2015-2016 гг. она резко понизилась, учитывая осуществление резкой девальвации национальной валюты. Целью было одномоментное достижение равновесия на валютном рынке, которое «дорого» обошлось субъектам финансового и реального секторов, имеющими высокую долю пассивов в иностранной валюте. При достижении финансовым рынком развитого состояния и полноты своей архитектуры, увеличатся возможности плавного изменения обменного курса на основе законов спроса и предложения, эффективного сдерживания роста инфляции. Тем самым появятся долгосрочные финансовые ориентиры, особенно для роста инвестиций и финансирования национальной экономики.

Если учесть, что экономика Таджикистана приближается к пороговым значениям, отражающих ограничения для роста внешних заимствований, хотя они сформированы на преимущественно льготной основе. Так, ныне значение внешнего долга превышает 32% ВВП и продолжается тенденция его ускоренного роста за счет курсовых изменений, нарастания объемов внутреннего долга. Так, по ориентировочным данным, дефицита бюджета в 2016 г. достиг 4 % ВВП, и уже выходит за пределы безопасных параметров. Это положение усугубляется ростом и квазифискальных рисков и задолженности государственного сектора экономики (дополнительно ЕЩЕ 5-8 % ВВП). Как показывает настоящие факты экономической действительности, сохраняются предпосылки для роста влияния иностранной собственности, чему благоприятствует и выделение Минфином страны на сумму 4, 3 млрд. сомони векселя для поддержки четырех отечественных банков. Эти ресурсы выделены под их реальные, но вторичные залоги в виде принятых и заложенных предприятий, недвижимости, включая производственное т.д. Они предполагаются к последующей продаже для обеспечения обратного

притока финансовых ресурсов в бюджет. Однако, в условиях сохранения тенденции низкой эффективности экономики и используемых ресурсов, где узки возможности генерирования прибыли отечественными предприятиями реального и финансового секторов, чревато тем, что продажа вышеперечисленных активов произойдет преимущественно иностранным инвесторам. Этот вариант развития событий наиболее вероятен, если не будет уделено пристального внимания правительства дальнейшему совершенствованию и развитию отечественного финансового рынка. Это подтверждает ранее сделанный вывод, о сужении в перспективе при данной модели экономического развития, которому присущ низкий уровень развития финансового рынка, потенциала для устойчивого и динамичного экономического роста и повышения уровня жизни населения. В данном случае, национальные интересы требуют изменения существующей модели экономического развития, направленная на реальное подкрепление политического суверенитета Таджикистана на мировом пространстве его экономическим и финансовым составляющими.

Формирование полной архитектуры финансового рынка изменит и повысит регулятивные возможности НБТ по поддержанию долгосрочной устойчивости не только всех сегментов финансового рынка, но и обеспечения адекватных финансовых вложений в реальный сектор. Эти возможности позволят дополнительно защитить финансовые вложения всех видов инвесторов, включая вкладчиков и кредиторов банковской системы, коллективных и частных розничных инвесторов на рынке ценных бумаг, снижения риска, стимулирует здоровую деятельности банков и МФО, валютных трейдеров и т.д. Соответственно, сокращение рисков обеспечит снижение расходов государственного бюджета и налогоплательщиков на покрытие рисков и связанных с ними потерь. Данные возможности связаны с активизацией деятельности сети небанковских финансовых организаций (включая ломбардные, лизинговые, страховые компании,

брокерские организации, депозитарии и т.д.). Оптимальная интеграция в глобальные сегменты финансового рынка, позволит обеспечить приток финансового капитала и современных технологий во все сегменты отечественного финансового рынка, способствуя дальнейшему развитию финансового сектора экономики и росту его вклада в экономическое развитие. Как показывают данные таблицы, формирование полной архитектуры финансового рынка Таджикистана на период до 2030 г. и его дальнейшее развитие позволит не только обеспечить двойной рост монетизации экономики, с существующих 22 % к ВВП в 2015г. до 48-56 % ВВП в 2030 г.. Рост денежного предложения экономике будет осуществляться за счет широкой диверсификации каналов финансирования, включая увеличение кредитования (рост с 23,2 % ВВП до 43-50 % ВВП в 2030 г.), развития рынка ценных бумаг и роста его капитализации до 20 % ВВП. То есть, процесс формирования и развития финансового рынка и его внутренних сегментов позволит значительно увеличить количество и виды финансовых организаций, создавая дополнительные стимулы не только для роста сбережений, но и их направления в виде разнообразия финансовых инструментов в долгосрочные финансовые вложения в перспективные отрасли реального сектора на их обновление, формирование новых производств и предприятий, способных эффективно конкурировать в иностранной продукции. Эти меры по формированию отечественного финансового рынка позволят обеспечить рост инвестиционной направленности сбережений, обеспечивая и диверсификацию источников доходов всех субъектов экономики, не ограничиваясь существующими ее ограниченными каналами. Так, предусматривается рост валовых внутренних сбережений с 18,0 % ВВП в 2015 г. до 40 % ВВП в 2030 г. При этом развитый финансовый рынок через свои сегменты, инструменты и механизмы позволит нарастить долю частных инвестиций с существующих 5 % ВВП в 2015г. до 25 % ВВП и выше, как источника роста инноваций в реальном секторе. Соответственно, будет сформирована основа для развития национальной экономики на базе внутренних источников ее финансирования, создаваемая за счет формирования ее развитого финансового рынка.

Учитывая вышеизложенное можно сделать выводы, что формирование новой модели социально-экономического развития Республики Таджикистан является стратегической задачей на новом этапе глобализации экономики, включая вхождение Таджикистана в ВТО. Ее сутью является перевод национальной экономики с потребительской модели развития на инвестиционную. Эту задачу можно эффективно решить только формированием полной архитектуры финансового рынка, а не ограничиваться только оздоровлением и развитием отечественной банковской системы, хотя и

это и не маловажно. Ее успешное решение позволит устранить существующие перекосы и дисбалансы, включая устранение доминирования банковского сегмента и рост доли небанковского сегмента. Это позволит решить задачу мобилизации внутренних сбережений и накоплений и их трансформацию в инвестиции, особенно на развитие реального сектора. Финансирование развития промышленности позволит обновить и расширить ее производственную базу, повысить конкурентоспособность отечественных товаров, улучшить их качество, обеспечить рост эффективности за счет эффекта масштаба.

Для этого важно обеспечить государственную поддержку процесса формирования полной архитектуры национального финансового рынка через разработку Стратегии комплексного развития финансового рынка на среднесрочную и долгосрочную перспективы. Важным направлением является и дальнейшее развитие национального законодательства в финансовой сфере, включая совершенствование существующего и принятия ряда новых законов, и иных нормативных актов направленных на создание правовых основ для эффективного функционирования финансового рынка в условиях ее интеграции в глобальные объединения.

Данный подход частично уже применен при разработке национальных стратегических документов. Так, в частности в утвержденной Стратегии национального развития Республики Таджикистан до 2030 года, Среднесрочной стратегии развития Республики Таджикистан на период 2016-2020 гг. формированию и развитию отечественного финансового сектора уделено пристальное внимание, где разработана долгосрочная «дорожная карта», включая этапы развития. Оно предусматривает меры по созданию институтов развития, создание сети новых типов отечественных финансовых институтов, включая частные страховые и пенсионные, инвестиционные, венчурные, хеджевые и гарантийные фонды и т.д. Последнее является научно-обоснованным ответом экспертам - скептикам, негативно оценивающие перспективы развития национальной экономики[2].

#### Список литературы:

1. «Руководство МВФ по денежно-кредитной и финансовой политике».
2. Таджикиские власти рассчитывают на частные инвестиции в 55 миллиардов долларов до 2030 года// Азия Плюс, 2017, <https://www.news.tj/news/tajikistan/economic/20170207/tadzhikskie-vlasti-rasschitivyayut-na-chastnie-investitsii-v-razmere-55-milliardov-dollarov-do-2030-goda>.
3. Таджикистан: 25 лет государственной независимости. Статистический ежегодник: Агентство по статистике при Президенте РТ, Душанбе, 2011., с.832.
4. Статистический банковский бюллетень.