

Республика Таджикистан

Социально-экономическая ситуация в первом полугодии 2019 года и краткосрочные перспективы*

Сентябрь 2019 г.

*Данная справка была подготовлена группой по финансовым кредитам Проектного блока ЕФСР Евразийского Банка развития: Тигран Костянян (и.о. Директора группы), Наталья Писарева (Руководитель направления «Бюджетный сектор»), Эльвира Курманалиева (Ведущий эксперт), Павел Бирюков (Ведущий специалист), Ян Рудаковский (Ведущий специалист), Анатолий Трифонов (Ведущий специалист), Динара Шоланова (Старший специалист). Группа выражает благодарность за предоставленные комментарии Сергею Улатову (Советник проектного блока ЕФСР) и группе Главного экономиста ПБ ЕФСР.

Материал может не совпадать с официальной позицией ЕАБР и управляющих органов ЕФСР.

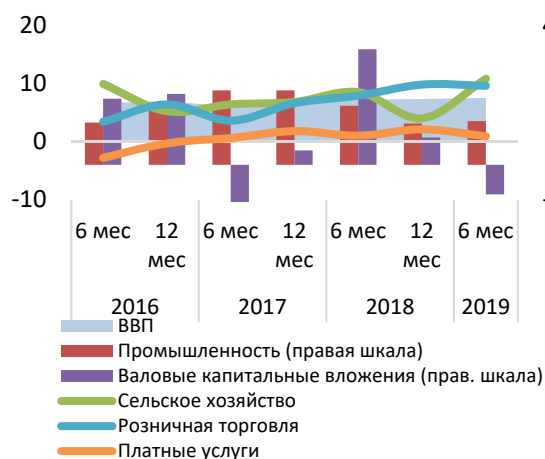
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН: СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ И КРАТКОСРОЧНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

Реальный сектор и рынок труда

Высокие темпы роста ВВП Таджикистана в значительной степени были обусловлены потребительским спросом, поддержанным увеличившимися доходами населения. В первом полугодии 2019 года рост ВВП ускорился до 7,5% с 7,2% в соответствующем периоде 2018 года. Стабильный приток денежных переводов (35-36% ВВП) и рост реальных доходов населения (10,6% по итогам 1 квартала 2019 года), в том числе за счет увеличения заработных плат, поддержали потребительскую активность. Сокращение инвестиций в основной капитал на 8,6%¹, в основном, за счет уменьшения финансирования строительства Рогунской ГЭС (-14%), снизило вклад валового накопления в рост ВВП (Рис. 1). Опережающий рост экспорта (8,1%) по сравнению с ростом импорта (2,3%), позволил несколько сократить негативный вклад чистого экспорта в ВВП.

С точки зрения производства, рост ВВП был обеспечен всеми основными секторами экономики, кроме строительства. Драйвером ускорения роста ВВП выступило сельское хозяйство, рост которого составил 10,8% (8,5% в январе-июне 2018 года). Потребительская активность способствовала росту розничной торговли на 9,6% (7,9%) и услуг гостиниц и ресторанов на 4,4% (4,7%). Несмотря на снижение динамики роста в промышленности по итогам полугодия (рост на 12,5% по сравнению с 16,9% в соответствующем периоде 2018 года), данный сектор продолжает осуществлять основной вклад в рост экономики (Рис. 2).

Рис.1. Рост экономики (% г/г)



Источник: Таджстат

Рис.2. Структура роста экономики (вклад в п.п.)²



Источник: Таджстат

Ввиду недостаточности развития формального рынка труда, динамика его показателей слабо коррелирует с экономическим ростом. В соответствии с официальной статистикой, доля работающих по найму в экономике составляет 21,5% от

¹ При этом строительство непроизводственных объектов ускорилось значительно (+30%). Эта динамика, вероятно, отражает намерения властей страны по обновлению непроизводственной инфраструктуры к празднованию 30-летия независимости страны.

² График отражает структуру показателя «Краткосрочный показатель развития экономики», расчет которого Таджстатом начат в 2019 году.

трудоспособного населения. В первом полугодии их число увеличилось на 1,7% (2,9% - в том же периоде прошлого года), в основном, за счет увеличения работников в сельском хозяйстве (вклад в рост 0,8 п.п. против 1,7 п.п. годом ранее), бюджетном секторе (0,7 п.п. против 1,3 п.п.) и промышленности (0,6 п.п. против 0 годом ранее).

Инфляция и денежно-кредитная политика

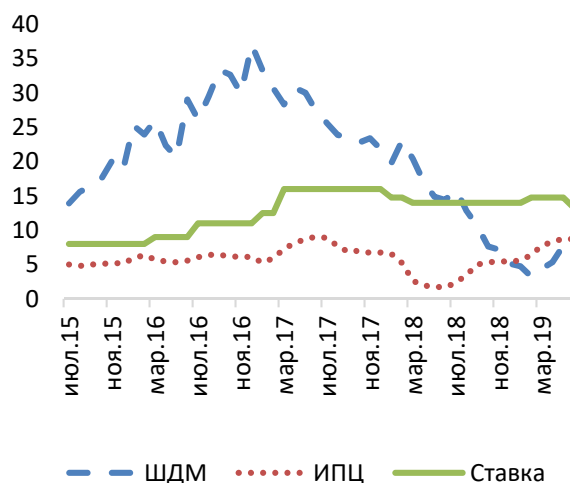
Динамика инфляции в последние годы формируется преимущественно под воздействием немонетарных факторов. По итогам июня 2019 года, инфляция ускорилась до 8,7% с 1,6% годом ранее, отражая, в том числе, давление со стороны возросшего потребительского спроса. Базовая инфляция при этом выросла с 1,3% до 2,7%, несмотря на замедление прироста денежной массы. Основной вклад в рост общей инфляции внесли продовольственные товары (6,7 п.п.). Ключевыми факторами роста их цен стали существенное увеличение цены на муку, вклад которой в инфляцию составил 2,6 п.п. в результате продолжающегося роста мировых цен на пшеницу, и на овощи (+2,4 п.п.), что можно частично объяснить практически трехкратным сокращением прироста их внутреннего производства в отчетном периоде (+9,1% против +26,8%). Вклад цен на непродовольственные товары, в которых импортная составляющая значительна, составил 1,7 п.п. на фоне ослабления курса на 3,2% в годовом выражении. Вклад цен на услуги составил 0,2 п.п., в основном, по причине заметного увеличения стоимости проезда на воздушном транспорте (Рис. 3).

Рис.3. Вклады в ИПЦ (% , г/г)



Источник: Таджстат

Рис.4. Монетарные индикаторы (% , г/г)



Источник: Таджстат

Денежно-кредитная политика в первом полугодии имела разнонаправленный характер, и не оказала существенного влияния на динамику денежного предложения и цен. В 1 полугодии 2019 года Нацбанк Таджикистана дважды менял ставку рефинансирования: в феврале она была повышена с 14,0%³ до 14,75%, а в начале июня - снижена до 13,25% (Рис. 4). Примечательно, что февральское повышение ставки происходило на фоне годовой инфляции, близкой к нижней границе целевого диапазона

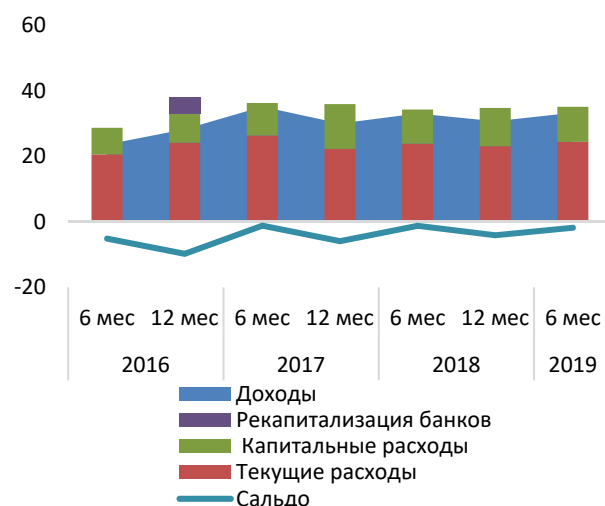
³ Установлена в марте 2018 года.

(5,6% по итогам января при целевом ориентире властей 7+-2%), а снижение - на фоне её приближения к верхней границе (8,8% по итогам мая и 8,7% по итогам июня 2019 года). Несмотря на значительное ускорение инфляции, прирост денежной массы по итогам июня замедлился до 8% с 14,4% за аналогичный период прошлого года.

Бюджетный сектор и устойчивость госдолга

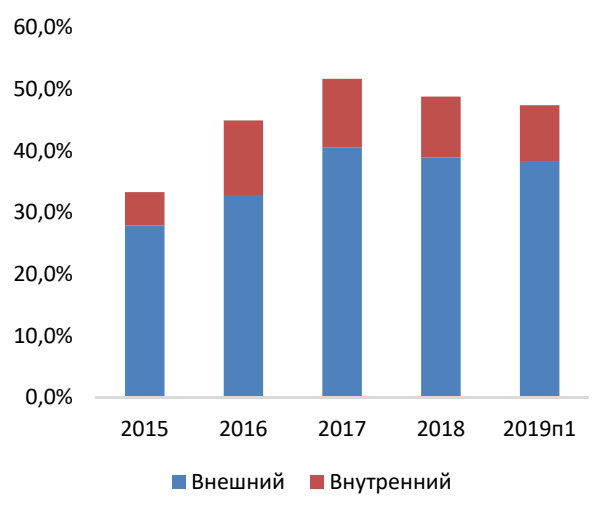
Дефицит бюджета по итогам полугодия расширился до 1,8% ВВП с 1,2% годом ранее за счет опережающего роста расходов. При этом, первичное сальдо бюджета сложилось положительным на уровне прошлого года – 0,9% ВВП. Расширение дефицита бюджета было обусловлено ростом расходов бюджета на 0,8 п.п. до 35,1% ВВП на фоне неизменного уровня доходов бюджета (33,3% ВВП). Наиболее значительный рост расходов наблюдался по таким статьям, как обслуживание государственного долга (на 0,6 п.п. до 2,7% ВВП) и заработная плата (на 0,3 п.п. до 8,1% ВВП), тогда как финансирование товаров и услуг сократилось (на 0,6 п.п. до 8,7% ВВП). Уровень капитальных расходов незначительно вырос на 0,3 п.п. до 10,7% ВВП в результате роста поступлений по линии инвестиционных грантов и кредитов при одновременном сокращении расходов на строительство Рогунской ГЭС⁴ (Рис. 5). Несмотря на ускорение экономики, внутренние доходы бюджета заметно сократились: налоговые доходы – на 0,8 п.п. до 24,6% ВВП, неналоговые – на 1 п.п. до 3,9% ВВП⁵. Сохранение общих доходов на уровне предыдущего года стало возможным за счет прироста поступлений по линии инвестиционных грантов (на 0,5 п.п. до 2% ВВП) и специальных средств бюджетных организаций (на 1,5 п.п. до 2,8% ВВП). Рост последних объясняется расширением объемов платных услуг со стороны государственных органов и улучшением администрирования в части их учета.

Рис.5. Государственный бюджет (% ВВП)



Источник: МФ РТ, Таджстат

Рис.6. Государственный долг (% ВВП)



Источник: МФ РТ, Таджстат

Высокий уровень госдолга сохраняет риски для долговой устойчивости страны. На 1 июля 2019 года уровень государственного долга составил 47,4% ВВП (на конец 2018 года – 48,8% ВВП), в том числе внешний – 38,2% ВВП (Рис. 6). Несмотря на то, что

⁴ По итогу 2019 года планируется увеличение капитальных расходов на Рогунской ГЭС на 1,8 млрд. сомони, что на 14% выше уровня прошлого года.

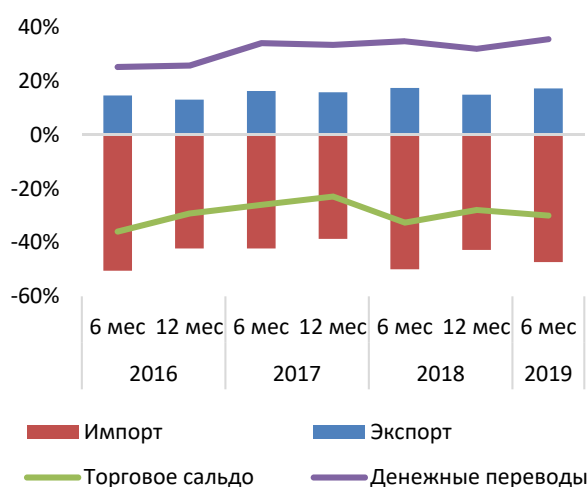
⁵ Одной из возможных причин такой динамики является увеличение вклада сельского хозяйства, имеющего низкую степень налогообложения, в экономический рост.

основная часть госдолга - льготная и имеет долгие сроки погашения, долговая устойчивость страны остается уязвимой, прежде всего, из-за возможных шоков, связанных с ослаблением валютного курса, стимулирующей бюджетной политикой, высокими долгами госпредприятий и госбанков, а также ограниченными возможностями Правительства по рыночным заимствованиям для рефинансирования текущих обязательств. Высокие риски для долговой устойчивости также отражены в практике международных доноров, которые перешли, в основном, на предоставление грантовых средств.

Внешний сектор

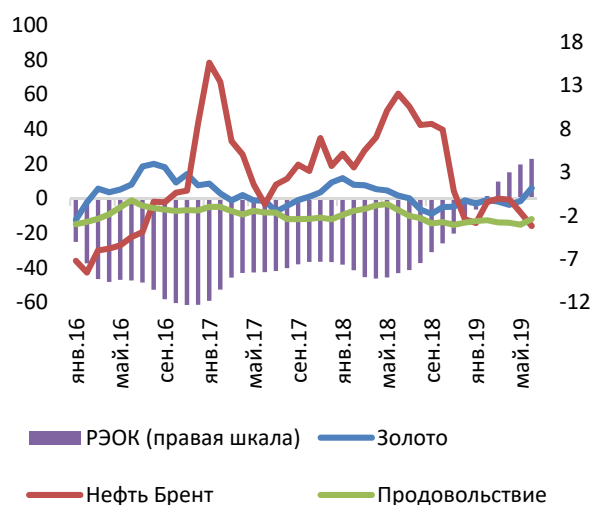
Снижение инвестиционной активности повлияло на динамику торгового баланса. По итогам 1 полугодия 2019 года торговый дефицит снизился до 30,0% ВВП с 32,2% годом ранее за счет сокращения импорта (Рис. 7). Последний снизился до 47,3% ВВП с 49,2% за счет инвестиционного и промежуточного импорта (исключая нефтепродукты и глинозем). При этом потребительский импорт показывал положительную динамику, основанную на сохранении уровня денежных переводов и укреплении реального курса. Уровень экспорта сохранился на уровне 17,2% ВВП, однако изменилась его структура. В частности, экспорт традиционных товаров (хлопок, алюминий и руды металлов) сократился до 10,4% ВВП с 14,1%, что связано, в основном, со снижением мировых цен на эти товары (Рис. 8), тогда как экспорт золота, электроэнергии и продукции растениеводства существенно вырос.

Рис.7. Торговый баланс и денежные переводы (% ВВП)



Источник: МФ РТ, Таджстат

Рис.8. Условия торговли (% г/г)



Источник: Всемирный банк, НБ РТ

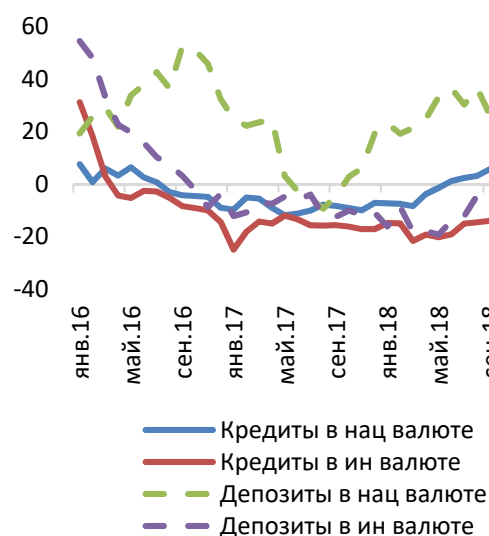
Финансовый сектор

Рост кредитного портфеля медленно восстанавливается на фоне низкой базы прошлого года. По итогам июня 2019 года, 12-месячный рост кредитного портфеля составил 5,4% против сокращения на 11,3% годом ранее и роста на 1,5% по итогу 2018 года. Кредитование растёт исключительно за счёт кредитов в национальной валюте (вклад в рост составил 8,5 п.п.), тогда как валютный кредитный портфель банков всё ещё продолжает сокращаться в результате списания части безнадежной задолженности с баланса банков. На этом фоне, уровень долларизации кредитного портфеля сократился с 55,9% до 50,1%, а

объём необслуживаемых кредитов за 12 месяцев сократился на 7,2 п.п. и составил 24,8% (Рис. 9).

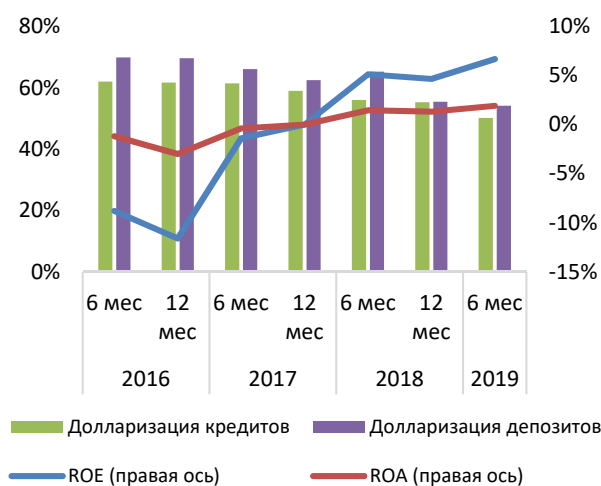
Снижение доверия к банковской системе в результате кризиса 2016-2017 годов обусловило дальнейшее замедление роста депозитной базы. По итогам июня 2019 года годовой рост депозитов замедлился до 2% с 4,7% на начало года и 3,6% в июне 2018 года. Причиной этому стал отток валютных депозитов юридических лиц, которые сократились в текущем году на 12,2% (при росте на 5,7% по итогам 2018 года и 4,6% - в июне 2018 года). Эта динамика может быть связана с зафиксированным в начале года дефицитом наличной валюты в стране, который вынудил хозяйствующие субъекты использовать для текущей деятельности уже сформировавшийся запас валюты. Депозиты физических лиц в иностранной валюте тоже сократились (на 7%), но их динамика улучшилась по сравнению с падением на 25,3% годом ранее. При этом общие депозиты в национальной валюте выросли на 15,6%, в результате чего долларизация депозитов уменьшилась с 54% до 48%.

Рис. 9. Банковское кредитование (% г/г)



Источник: НБ РТ

Рис.10. Показатели банковского сектора (%)



Источник: НБ РТ

Показатели банковской системы демонстрируют положительную динамику. Показатель рентабельности активов вырос с 1,4% до 1,9%, а рентабельности капитала - с 5,1% до 6,7% (Рис. 10), так как прибыль банков растет на фоне низкой базы. При этом наблюдалось снижение коэффициента текущей ликвидности с 79% до 62,8% (пороговое значение 30%) и достаточности капитала с 23,6% до 22,9% (пороговое значение 12%). Данная динамика объясняется растущей кредитной активностью: кредиты являются менее ликвидными и более рисковыми активами, по сравнению с депозитами овернайт, что снижает достаточность капитала.

Краткосрочные перспективы и риски

В ближайшие годы ожидается сохранение высоких темпов экономического роста Таджикистана за счёт роста потребления и инвестиций. Прогноз роста реального ВВП на 2019 год сохраняется на уровне 7,6%, и такой же рост прогнозируется на 2020 год. Основными источниками роста выступают государственные и частные (преимущественно иностранные) инвестиции и потребление. Прогноз инфляции на 2019 год был пересмотрен

с 6,3% до 7,5% ввиду высокого уровня инфляции в первом полугодии 2019 года. В первой половине 2020 году ожидается некоторое замедление инфляции, связанное с замедлением роста денежного предложения в 2019 году, однако ввиду прогнозируемого ускорения роста денежных агрегатов после снижения ставки рефинансирования, следует ожидать увеличение монетарного давления на инфляцию во второй половине 2020 года. Дефицит бюджета по итогам 2019 года составит около 4% ВВП, а в 2020 году сократится до 3,2% ВВП⁶. В 2019 году прогнозируется восстановительный рост кредитов экономике до 12,2%, однако, уже в 2020 году ожидается его замедление в силу низкого спроса на кредиты в условиях высоких процентных ставок. Дефицит счёта текущих операций по итогу года составит 6,4% ВВП и в будущем будет оставаться на уровне близком к 6% из-за значительного объёма потребительского и инвестиционного импорта.

Фискальные и квазифискальные риски являются одним из главных вызовов для экономики Таджикистана. Фискальные риски связаны с высоким дефицитом госбюджета, формирующимся, в том числе, в результате увеличения капитальных расходов на строительство Рогунской ГЭС и других объектов промышленного и непромышленного значения в электоральный год. Учитывая, что источниками финансирования бюджетного дефицита являются, в основном, внешние займы, это может привести к дальнейшему росту государственного долга, который уже находится на высоком уровне. Кроме этого, существуют значительные квазифискальные риски, связанные с долговой устойчивостью национальной энергокомпании Барки Точик, чей долг достиг 23 млрд сомони или около 33,4% ВВП. При этом большая часть этого долга (порядка 85%) сформирована перед Минфином, поэтому прямой фискальный риск несколько ниже (около 3,5 млрд сомони). В бюджете сохраняется высокая доля капитальных затрат. Учитывая, что подушевые социальные расходы (образование, здравоохранение и социальная защита) в Таджикистане все еще значительно ниже средних в регионе, их дальнейшее вытеснение может привести к ухудшению качества человеческого потенциала, росту бедности и неравенства.

Таджикистан остаётся крайне зависимым от российской экономики. Устойчивость СТО Таджикистана определяется притоком денежных переводов из России, которые напрямую зависят от роста российской экономики и курса российского рубля. Так как эти два показателя сильно связаны с конъюнктурой цен на энергоносители, экономика Таджикистана также подвержена шоку падения нефтяных цен. Реализация фискальных рисков потребует дополнительных внешних заимствований или сокращения золотовалютных резервов, что ещё больше повысит уязвимость Таджикистана к внешним шокам.

Даже в отсутствие шоков, внешний сектор Таджикистана не является сбалансированным. Высокий хронический дефицит СТО при неизменной валютной и бюджетной политике будет оказывать давление на резервы страны и затруднит переговоры с донорами по привлечению льготного финансирования. Текущий уровень долговой нагрузки ограничивает возможности республики по привлечению внешних ресурсов на рыночных условиях.

⁶ Власть ориентируется на более консервативный дефицит, но ПБ ЕФСР считает это маловероятным в условиях парламентских и президентских выборов в 2020 году.

Таджикистан: Основные макроэкономические показатели

	Факт				Прогноз		
	2016	2017	2018	1 п/г 2018	1 п/г 2019	2019	2020
<u>Национальные счета и цены</u>							
Рост реального ВВП, %	6,9	7,1	7,3	7,3	7,5	7,6	7,6
ИПЦ (г/г), %	6,1	6,7	5,4	1,7	8,7	7,5	7,3
<u>Деньги и кредит (на конец периода)</u>							
Резервные деньги, % изменения	71,1	21,0	7,0	20,3	8,5	16,9	16,2
Широкие деньги, % изменения	37,1	21,8	5,1	14,4	8,0	18,0	16,2
Кредит экономике, % изменения	-0,05	-20,2	1,3	-11,3	5,4	13,4	7,3
Ключевая процентная ставка	11,0	16,0	14,0	14,0	13,25	13,25	13,25
Долларизация депозитов банков, %	69,5	62,4	55,4	65,2	54,1	52	50,0
<u>Государственные финансы (в % ВВП)</u>							
Бюджетные поступления и гранты	28,3	29,8	29,5	33,1	33,4	27,1	27,1
Бюджетные расходы и чистое финансирование	33,1	35,6	34,2	34,3	35,2	30,1	30,1
Баланс бюджета (включая программу гос. инвестиций) ^{1/}	-4,8	-5,8	-4,7	-1,2	-1,8	-4,0	-3,2
Государственный и гарантированный государством внешний долг	32,8	40,6	38,2	39,4	38,2	36,8	37,5
<u>Внешний сектор</u>							
Экспорт товаров и услуг, % ВВП	13,0	15,7	14,8	17,3	17,2	15,1	15,6
Импорт товаров и услуг, % ВВП	-42,3	-38,7	-42,8	-50,0	-47,3	-45,7	-49,6
Чистые денежные переводы, % ВВП	25,66	33,33	31,92	34,69	35,50	31,90	33,00
Счёт текущих операций, в % ВВП	-11,5	2,1	-5,1	-11,6	-5,0	-6,4	-5,9
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	2,6	5,3	4,5	4,8	4,0	3,7	2,8
Средний обменный курс, сомони за 1 доллар США	7,8687	8,5497	9,2	8,9	9,4	9,64	10,2

Источник: национальные ведомства и расчеты