

Республика Таджикистан

Социально-экономическая ситуация и среднесрочные перспективы *

Апрель 2022 г.

*Данная справка была подготовлена Проектной группой по финансовым кредитам Проектного блока ЕФСР Евразийского Банка развития: Тигран Костянян (Директор группы), Наталья Писарева (Руководитель направления «Бюджетный сектор»), Эльвира Курманалиева (Ведущий эксперт), Ярослав Баклажанский (Главный специалист), Александр Янушкевич (Ведущий специалист), Динара Шоланова (Ведущий специалист), Лиана Арутюнян (Ведущий специалист). Группа выражает благодарность за предоставленные комментарии Сергею Улатову (Советник Проектного блока ЕФСР) и группе Главного экономиста ПБ ЕФСР.

Выводы и оценки, представленные в обзоре, могут не совпадать с официальной позицией ЕАБР и управляющих органов ЕФСР.

Резюме

В 2021 году во всех отраслях экономики Республики Таджикистан наблюдалось быстрое восстановление после замедления темпов роста вследствие пандемии COVID-19. В результате, рост реального ВВП в 2021 году составил 9,2%. На фоне консервативной налогово-бюджетной политики, это нашло отражение в сокращении дефицита бюджета до 1,8% ВВП и снижении государственного долга до 42,8% ВВП. Увеличение экспорта золота вместе с постепенным восстановлением притока денежных переводов и иностранных инвестиций сформировало профицит счета текущих операций и способствовало дальнейшему накоплению резервов НБТ и росту устойчивости платежного баланса в 2021 году. Денежно-кредитная политика была направлена на сдерживание инфляции, на которую в значительной мере повлияли рост мировых цен на продовольственные и сырьевые товары и девальвация национальной валюты. Ликвидация двух проблемных коммерческих банков способствовала оздоровлению и улучшению показателей финансового сектора.

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН: СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ И СРЕДНЕСРОЧНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

Реальный сектор и рынок труда

В 2021 году экономический рост Республики Таджикистан существенно ускорился в результате быстрого восстановления потребительской и инвестиционной активности. В январе – декабре краткосрочный показатель развития основных отраслей экономики продемонстрировал рост в 9,2¹% по сравнению с ростом в 4,5% годом ранее (Рис. 1). Несмотря на рост всех компонентов ВВП, ключевым драйвером остался рост внутреннего спроса. Рост потребительской активности объясняется как низкой базой прошлого года, так и увеличением доходов населения – притоком денежных переводов и ростом реальной заработной платы на 1,4%, против падения на 3,9% в 2020 году. Инвестиции в основной капитал увеличились на 23,3%. Самые высокие темпы прироста инвестиций зафиксированы в добывающей промышленности (в 2,1 раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, торговле (1,7 раза) и транспорте (33,5%). Это происходило за счет роста активности частного сектора и восстановления притока иностранных инвестиций, в то время как доля государственных капитальных вложений сокращалась. Темп роста экспорта (53,4%) опережал темп роста импорта (33,7%), увеличивая вклад чистого экспорта в рост ВВП (около 2,0 п.п.)². Быстрый рост экспорта был обусловлен, главным образом, экспортом драгоценных и полудрагоценных изделий (несмотря на приостановку продаж золота на внешних рынках с апреля по ноябрь 2021 г) и наращиванием поставок в другие страны минерального сырья (руд и цемента), электроэнергии, хлопка-волокна и недрагоценных металлов.

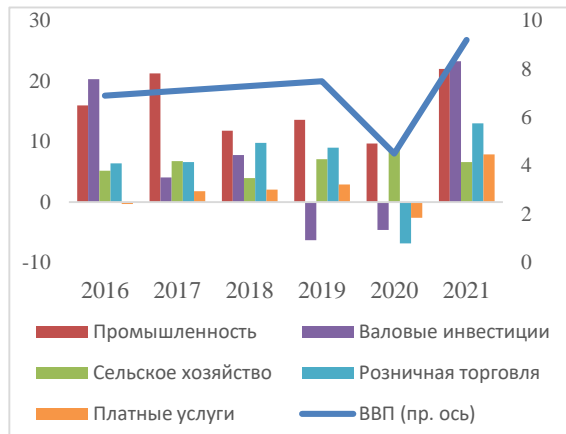
В отраслевом разрезе в 2021 году наблюдался рост по всем основным секторам экономики. Наибольший вклад в рост внес сектор услуг (3,8 п.п.) и промышленного производства (2,1 п.п.; Рис. 2). При этом валовые объемы выпуска выросли намного сильнее в добывающей промышленности - в 1,5 раза по сравнению с приростом на 16,3% в обрабатывающей промышленности. Значительное увеличение объемов добывающей промышленности обусловлено низкой базой прошлого года на фоне пандемии и восстановлением глобального спроса на сырьевые товары. Основной вклад в рост обрабатывающей промышленности рост внесло увеличение объемов производства текстильных, швейных изделий, кожи, изделий из кожи и обувных изделий (3,8 п.п.), резиновых, пластмассовых и прочих неметаллических минералов (2,3 п.п.) и металлических изделий (1,5 п.п.). Вклад сельского хозяйства и строительства в рост ВВП составили 1,1 п.п. и 1,3 п.п., соответственно.

Высокий темп экономического роста способствовал увеличению занятости и средней реальной заработной платы по итогам 2021 года. Несмотря на некоторое замедление с 3,7% до 3,1% по сравнению с 2020 годом, рост занятости происходил во всех секторах экономики. Самая высокая доля созданных новых рабочих мест была отмечена в сельском хозяйстве (32%), строительстве (18%), оптовой и розничной торговле (13%) и в обрабатывающей промышленности (7%). Официальная безработица осталась без изменений на уровне 2,1%. В среднем по экономике реальная заработная плата выросла на 1,4% (декабрь к декабрю). Наибольший рост реальной заработной платы в реальном секторе экономики был отмечен в обрабатывающей промышленности, обеспечении электроэнергией, газом, паром и кондиционированным воздухом, а также добыче полезных ископаемых. В сфере услуг, в целом, реальная заработная плата снизилась на 0,6% (декабрь 2021г. в % к декабрю 2020 г.).

¹ По предварительным данным 2021г.

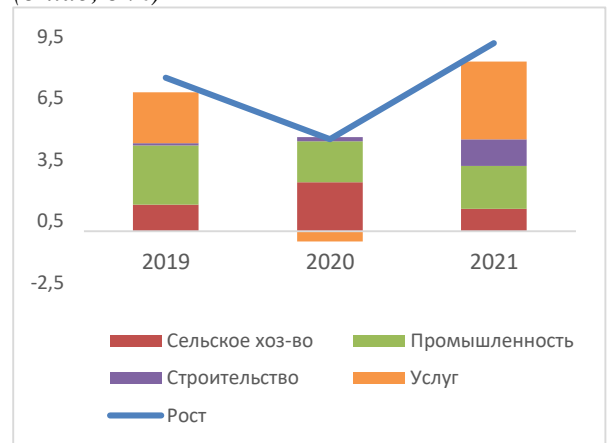
² По оценкам ПБ ЕФСР.

Рис.1. Рост экономики (% г/г)



Источник: Таджстат

Рис.2. Структура экономического роста (вклад, в %)



Источник: Таджстат

Инфляция и денежно-кредитная политика

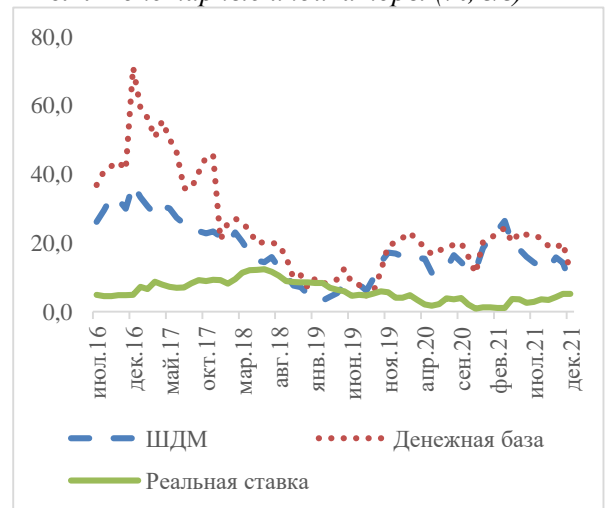
Инфляция снизилась в 2021 году, но продолжала оставаться на относительно высоком уровне на фоне повышенного инфляционного давления в связи с глобальной инфляцией. В 2021 году 12-месячная инфляция составила 8% (Рис. 3) по сравнению с 9,4% годом ранее (при целевом показателе НБТ в $6 \pm 2\%$). Ключевым фактором замедления инфляции было снижение темпа роста цен на продовольственные товары (с 13% до 7,3%). Тем не менее, темп роста продовольственных цен оставался высоким, что в основном было вызвано ростом цен на мировых продовольственных рынках. При этом ослабление национальной валюты на 10% привело к значительному ускорению роста цен на непродовольственные товары (с 5,8% до 7,5%). Рост цен на услуги так же ускорился (с 4% до 11,3%) в основном из-за роста цен на жилищно-коммунальные услуги и транспорт (в связи с повышением цен на сжиженный газ).

Рис.3. Инфляция (% г/г)



Источник: Таджстат

Рис.4. Монетарные индикаторы (% г/г)



Источник: НБ РТ, Таджстат

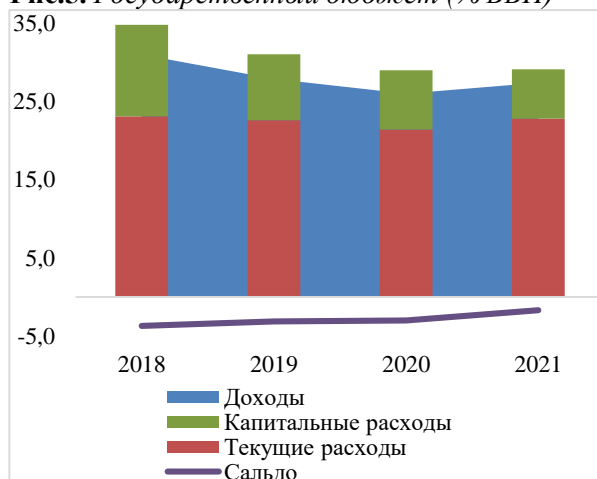
Динамика денежных агрегатов указывает на снижение роли монетарных факторов в росте инфляции. В 2021 году рост денежной базы за 12 месяцев составил 11,6% против 20,3% годом ранее (Рис. 4). Главными факторами роста денежной базы

являлись увеличение чистых внутренних активов (9,1 п.п. вклад в рост денежной базы) и чистый спрос на ликвидность со стороны коммерческих банков на фоне ускорения экономического роста (2,7 п.п.), в то время как чистая прибыль НБТ и рост депозитов Правительства способствовали изъятию ликвидности и сдерживанию роста денежной базы на -1,9 п.п. и -3,2 п.п. соответственно. Рост денежной массы в 2021 году замедлился до 8,2% по сравнению с 18,5% годом ранее. Главным фактором роста денежной массы являлся рост наличности в обращении (10,7 п.п. вклад в динамику денежной массы) в том числе в связи с выкупом золота НБТ. Депозиты имели отрицательный вклад (-2,5 п.п.). Денежный мультипликатор сложился на исторически низком значении 113%. На фоне усиления давления немонетарных факторов на инфляцию, Национальный Банк постепенно повышал ключевую ставку с 10,75% до 13,25% с целью снижения инфляционных рисков и вторичных эффектов.

Бюджетный сектор и государственный долг

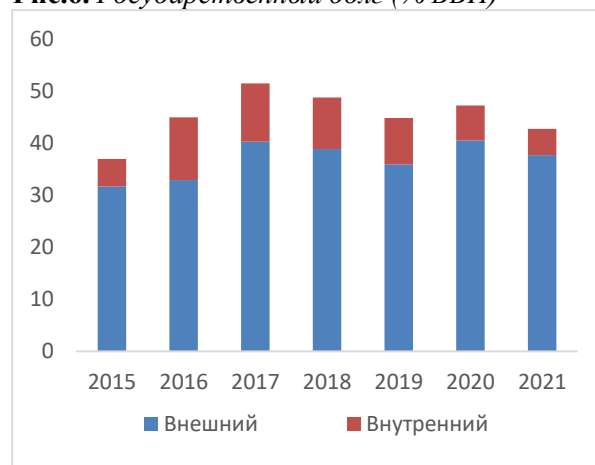
В условиях ускорения экономического роста бюджетная позиция РТ значительно улучшилась. В 2021 году дефицит государственного бюджета сократился до 1,8% с 3,0% годом ранее на фоне роста доходов бюджета и сохранения расходов практически на том же уровне (Рис. 5). Доходы бюджета выросли с 26,0% до 27,3% ВВП за счёт роста налоговых доходов в основном в связи с изменением их структуры и расширением налоговой базы. Также наблюдался рост доли спецсредств (на 0,4 п.п.). В то же время по некоторым видам доходов было отмечено снижение их доли в процентах ВВП. При этом снизились неналоговые доходы на 0,5 п.п. и гранты на 0,3 п.п. в связи с некоторым сокращением объема помощи доноров по сравнению с 2020 г. Расходы бюджета почти не изменились, составив 29,1% ВВП в 2021 году. При этом существенно поменялась их структура: снижение капитальных расходов с 7,6% ВВП в 2020 году до 6,3% ВВП в 2021 году (в основном за счет сокращения финансирования капитальных расходов из внутренних источников) было компенсировано ростом текущих расходов с 21,4% до 22,8% ВВП. Индексация зарплат бюджетников, а также повышение пенсий и стипендий не привели к росту этих категорий расходов в процентах ВВП, так как индексация была меньше темпов роста номинального ВВП. В то же время, на увеличение доли текущих расходов повлиял рост приобретения товаров и услуг на 1,1 п.п.

Рис.5. Государственный бюджет (% ВВП)



Источник: МФ РТ, Таджстат

Рис.6. Государственный долг (% ВВП)



Источник: МФ РТ, Таджстат

Восстановление экономической активности способствовало снижению общего уровня государственного долга. За 2021 год уровень государственного долга РТ сократился с 49,9% ВВП до 42,8% ВВП (Рис. 6). Основной причиной сокращения уровня

долга стало ускорение роста ВВП. При этом внешний долг снизился на 5,6 п.п. ВВП, а внутренний долг на 1,4 п.п. ВВП. Доля валютного долга в совокупном государственном долге увеличилась до 88,1% (37,7% ВВП), обновив максимальные значения. Валовая потребность в финансировании сократилась в 2021 г. до 2,4% ВВП против 4,5% годом ранее.

Внешний сектор

Быстрое восстановление внутреннего спроса привело к росту импорта и увеличению дефицита торгового баланса, несмотря на значительный рост экспорта золота. В 2021 году торговый дефицит вырос до 23,5% ВВП (на 2,6 п.п. по сравнению с 2020 годом) несмотря на роста экспорта на 52,8%, из которых 14,7 п.п. роста было обеспечено за счёт увеличения экспорта драгоценных металлов, 23,5 п.п. за счёт роста экспорта минеральных продуктов, 5,9 п.п. за счёт текстильных изделий и хлопка-волокна и 5,6 п.п. за счёт недрагоценных металлов и изделий из них. Рост импорта составил 33,6%, где главными драйверами роста выступили машины и оборудование (9,7 п.п. вклад в рост), недрагоценные металлы и изделия из них (2,1 п.п.) и транспортные средства (5 п.п.). Динамика импорта была в основном обусловлена ростом импорта инвестиционных товаров и товаров длительного пользования.

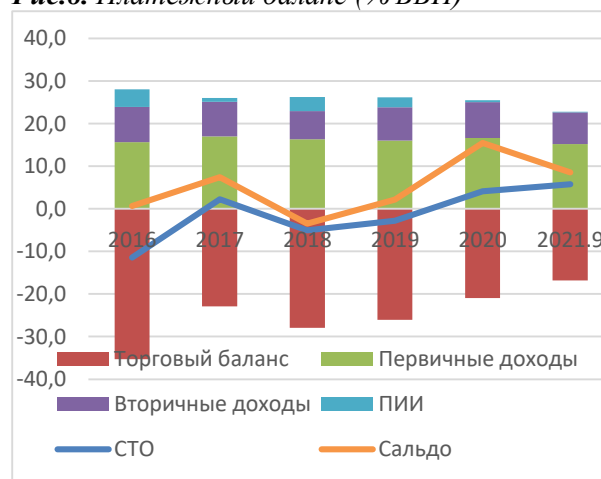
Восстановление денежных переводов привело к значительному улучшению счёта текущих операций несмотря на рост внешнеторгового дефицита (Рис. 8). Профицит счёта текущих операций вырос с 402,8 млн долларов США годом ранее до 507,6 млн долларов. При этом, ключевым фактором улучшения счёта текущих операций стал рост первичных и вторичных доходов, большая часть из которых является денежными переводами граждан Таджикистана, работающих за рубежом. Первичные доходы составили 1327,8 млн долларов США в 2021 году против в 956,7 млн долларов США годом ранее и вторичные доходы 652,8 млн долларов США против 483 млн долларов США.

Рис. 7. Мировые цены и РЭОК (% г/г)



Источник: Всемирный банк, национальные ведомства, оценки ЕФСР

Рис. 8. Платежный баланс (% ВВП)



Источник: НБ РТ, Таджстат

По итогам января – сентября 2021 года наблюдалось некоторое увеличение инвестиционной активности, что нашло отражение в увеличении положительного сальдо счёта движения капитала до 166,8 млн долларов США. Предварительные оценки притока иностранных инвестиций по итогам первого полугодия 2021 года показывают их рост на 43,7% относительно первого полугодия 2020 года до 118 млн долларов США. В совокупности вышеуказанные факторы способствовали дальнейшему накоплению резервов НБТ и росту устойчивости платежного баланса в 2021 году.

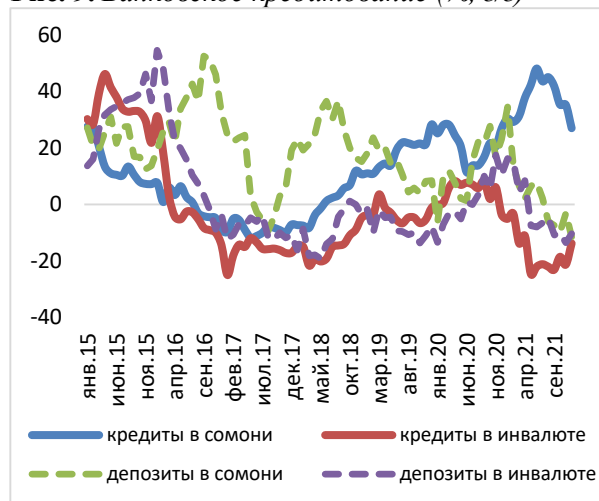
Финансовый сектор

Несмотря на быстрый рост экономики темпы кредитования замедлились в результате ликвидации двух коммерческих банков. Годовой темп роста кредитного портфеля замедлился в 2021 и составил 9,9% против 12,0% годом ранее (Рис. 9). При этом кредиты в иностранной валюте резко сократились (-5,8 п.п. вклад в рост), что было обусловлено рефинансированием старых валютных кредитов кредитами в национальной валюте вследствие ликвидации банков Таджиксодиротбанк и Агроинвестбанк. Средняя ставка по кредитам за 12 месяцев выросла с 23,2% до 23,9%, на фоне повышения ставки рефинансирования в 2021 году.

В результате ликвидации двух коммерческих банков снижение объёма депозитов по итогам 2021 года составило 11%. (Рис. 9). Основной причиной этого снижения выступило сокращение депозитов юридических лиц на 21,1%. В сбережениях домашних хозяйств наблюдался рост депозитов в национальной валюте на 20,6% и падение в иностранной валюте на 20,5% в связи с переводом валютных депозитов населения в ликвидируемых банках в национальную валюту. Средняя доходность новых срочных депозитов в национальной валюте сроком от 6 до 12 месяцев снизилась с 11,44% до 11,27%, а для валютных депозитов осталась неизменной на уровне 4,79%.

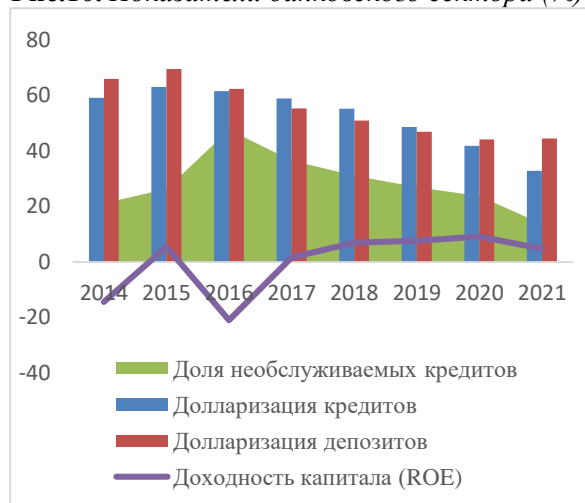
Ликвидация проблемных банков и ускорение экономического роста позитивно сказались на снижении доли необслуживаемых кредитов. Доля необслуживаемых кредитов резко сократилась с 28,3% до 13,7%, при этом рентабельность активов сократилась с 2,5% до 1,1%, а рентабельность капитала – с 9,1% до 4,8% (Рис. 10). Данное снижение произошло за счет реализации мер оздоровления в одном из коммерческих банков³. На фоне роста кредитов, их долларизация сократилась с 41,9% до 32,9%. При этом доля валютных депозитов практически не изменилась и составила 44,5%.

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



Источник: НБ РТ

Рис.10. Показатели банковского сектора (%)



Источник: НБ РТ

Это указывает на изменение валютной структуры депозитов физических лиц. Также необходимо учитывать, что изменения показателей в том числе связаны с коррекцией балансовых показателей банковского сектора, вызванной ликвидацией двух крупных банков (ТСБ и АИБ).

³ <https://nbt.tj/ru/suboti-moliyavi/submenu/sharhi-ustuvorii-moliyavii-nizomi-bonk.php>

ПРИЛОЖЕНИЕ

Прямые и условные обязательства при определении бюджетной и долговой устойчивости: пример Республики Таджикистан

Одним из основных направлений миссии ЕФСР является содействие долгосрочной устойчивости и развития экономик стран – получателей средств. Достижение поставленных целей зависит как от качества реализуемой макроэкономической политики стран, так и от выявления потенциальных рисков реализации прямых и условных обязательств, а также их влияния на бюджетные и долговые позиции страны. Поэтому, при оценке долговой и фискальной устойчивости стран ЕФСР придерживается подхода наиболее полного и комплексного учета обязательств, формирующих государственный долг, включая оценку квазифискальных рисков.

В отношении Таджикистана, который находится в зоне относительно высоких бюджетных рисков, актуальность данного подхода связана с активным участием государства в экономической деятельности, которое проявляется в поддержке важнейших компаний и банков не только за счет предоставления прямого бюджетного финансирования, но и с использованием квазифискальных операций (гарантии, субзаймы⁴ и т.д.). В целом, государственные предприятия занимают доминирующие позиции в широком ряде отраслей, прежде всего в энергетике, банковском секторе, инфраструктуре и транспорте. Более того, свыше 80% активов государственных предприятий сосредоточено в трех компаниях: ОАХК «Барки Точик», ГУП «Таджикская алюминиевая компания» и ГУП «Рохи охани Тоҷикистон» (железная дорога). При этом, финансовое состояние государственных предприятий характеризуется слабыми финансовыми результатами, а также весомой просроченной задолженностью, что в свою очередь и формирует высокие риски для устойчивости бюджета.

В частности, задолженность ОАХК «Барки Точик» последние годы оставалась на уровне более 30% ВВП⁵. При этом, в среднем за последние 8 лет доходы энергохолдинга покрывали только 82% операционных затрат⁶, что говорит о невозможности холдинга продолжать работу без привлечения финансирования даже в условиях отсутствия расходов на обслуживание и погашение обязательств по текущим кредитам и займам. В дополнение к этому основные обязательства Барки Точик (субзаймы и начисленные по нему пени и штрафы перед Министерством финансов РТ, а также коммерческий кредит Ориёнбанка) сформированы в иностранной валюте, что повышает важность валютного риска как фактора долговой устойчивости компании.

С учетом условных обязательств давление на таджикский государственный долг остается достаточно высоким, что делает бюджетные позиции страны более уязвимыми. Уровень государственного долга Таджикистана по итогам 2021 года оценивается на уровне около 42,8% ВВП, при этом около 30% выплат в счет погашения этого долга зависят от исполнения государственными предприятиями своих обязательств. Стоит отметить, что реализация рисков условных обязательств наблюдалась уже в 2021 году. Так, ликвидация ОАО «Агроивестбанк» и ОАО «Тоджиксодиротбанк» привели к росту обязательств правительства по погашению долгов указанных банков, которые оценивались примерно в 3,9 млрд сомони, или 4,6% ВВП.

В соответствии с исследованием, проведенном ПБ ЕФСР в 2021 году с целью комплексного анализа долговых и условных обязательств⁷, для количественной оценки их

⁴ Предоставленные правительству кредиты международных организаций, средства по которым в дальнейшем направляются на кредитование предприятий.

⁵ Оценка ПБ ЕФСР на основе данных консолидированной финансовой отчетности ОАО «Барки Точик» (http://www.barqitajik.tj/upload/iblock/4f2/FS_Barqi%20Tojik_rus_2020_G.pdf)

⁶ Себестоимость, расходы на реализацию, общие и административные расходы.

⁷ Винокуров Е., Лаврова Н., Талтаев Д. Рабочий документ ЕФСР РД 21/2 «Совокупный долг – это не только суверенные кредиты. Условные обязательства в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане».

потенциального влияния на изменение финансовых потребностей Таджикистана был рассмотрен стрессовый сценарий, основной предпосылкой которого является то, что в случае шоков и резкого ухудшения экономической ситуации Правительство не допустит дефолта ключевых госпредприятий и окажет им господдержку в размере реализации накопленных госсектором условных обязательств на уровне 12,1% ВВП. Исходя из этого, государственный долг Таджикистана может увеличиться в 2022 году почти до 64,1% ВВП по сравнению с прогнозируемым в базовом сценарии уровнем 52% ВВП. В среднесрочной перспективе государственный начнет снижаться

Несмотря на то, что сохраняющийся доступ Таджикистана к льготным заимствованиям выступит основным источником финансирования, реализация рисков условных обязательств может существенно повлиять на долговую устойчивость. Это повышает актуальность мер по совершенствованию системы управления бюджетными ресурсами, повышению прозрачности фискальных и квазифискальных операций и оптимизации деятельности государственных компаний.