

Республика Таджикистан

Социально-экономическая ситуация и среднесрочные перспективы *

Октябрь 2021 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), Павел Бирюков (Ведущий специалист), Анатолий Трифонов (Главный специалист), Александр Янушкевич (Ведущий специалист), Динара Шоланова (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.

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН: СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ И СРЕДНЕСРОЧНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

Быстрое восстановление экономики после вызванного пандемией замедления экономического роста в прошлом году наблюдалось во всех отраслях экономики. Это нашло отражение в сокращении дефицита бюджета, на фоне значительного превышения его фактических доходов относительно плановых. Сохраняющийся тренд на увеличение экспорта золота способствовал снижению дефицита торгового сальдо, что вместе с постепенным восстановлением притока денежных переводов и иностранных инвестиций нашло отражение в росте профицита платежного баланса. Стимулирующая денежно-кредитная политика, проводимая в прошлом году, способствовала созданию монетарных факторов роста инфляции, дополнительно усиленных ростом мировых цен и девальвацией национальной валюты.

Реальный сектор и рынок труда

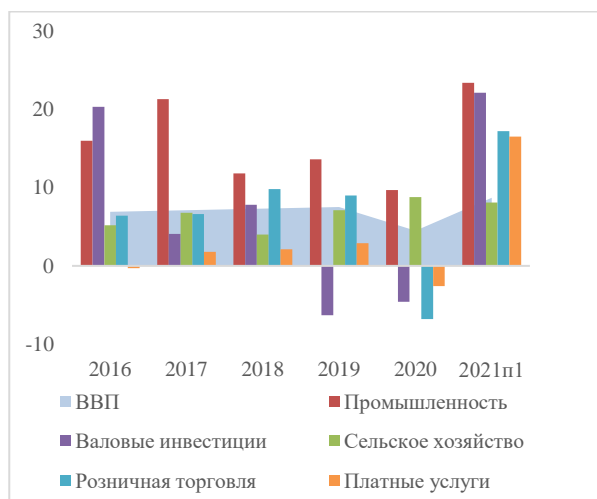
В первом полугодии 2021 года экономический рост Республики Таджикистан существенно ускорился в результате быстрого восстановления потребительской и инвестиционной активности. В январе – июне краткосрочный показатель развития основных отраслей экономики демонстрировал рост в 8,7% по сравнению с ростом в 3,5% годом ранее (Рис.1). Несмотря на рост всех компонентов ВВП, ключевым драйвером традиционно остается увеличение внутреннего спроса. Рост потребительской активности объясняется как низкой базой прошлого года, так и увеличением доходов населения – рост реальной заработной платы в первом полугодии составил 3,3% против падения на 6,8% за аналогичный период прошлого года. Инвестиции в основной капитал увеличились на 22,1% против сокращения на 4,6% годом ранее. Несмотря на то, что самые высокие темпы прироста инвестиций зафиксированы в добывающей промышленности (в 2,6 раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, транспорте (1,9 р.) и торговле (2,7 р.), наибольший вклад в рост внесли инвестиции в непроизводственные объекты. Увеличение инвестиций происходило за счет частного сектора и восстановления притока иностранных инвестиций, в то время как доля инвестиций, финансируемых за счёт государства, сокращалась. Опережающий темп роста экспорта (в 1,9 р.), главным образом за счёт экспорта золота, по сравнению с восстановлением импорта (23%) указывает на увеличение вклада чистого экспорта в рост ВВП.

В отраслевом разрезе наблюдался рост по всем основным отраслям экономики. Наибольший вклад в рост внес сектор услуг, включая торговлю (3,8 п.п.), за счёт роста объёма добавочной стоимости на 13,3% (Рис. 2). Вклад промышленности составил 1,8 п.п., за счет роста добавочной стоимости на 9,1%, при этом валовые объёмы выпуска выросли намного сильнее: в 1,5 раза в добывающей промышленности и на 20,3% в обрабатывающей промышленности. Значительное ускорение объёмов добывающей промышленности обусловлено низкой базой прошлого года на фоне пандемии и восстановлением темпов роста мировой экономики в 2021 году. В составе обрабатывающих производств большой вклад внес рост резиновых, пластмассовых и прочих неметаллических минералов (рост в 1,6 р.), а также производство пищевых продуктов (9,3%) и металлических изделий (7,1%). Вклады сельского хозяйства и строительства в рост ВВП составили 0,8 п.п. и 1,3 п.п. соответственно.

Темпы роста занятости поддерживались исключительно за счёт бюджетного сектора. При этом уровень официальной безработицы остался без изменений на 2,1%. По итогам первого полугодия официальные данные указывают на замедление роста занятости в экономике до 1,9% с 2,3% годом ранее, в основном за счет роста занятости в бюджетном

секторе (вклад составил +1,8 п.п). При этом, в ряде других ключевых отраслей наблюдалось снижение занятости. Наиболее быстро снижалась занятость в строительстве (-14,8% против -8,3% годом ранее)¹ и финансовом посредничестве (-16,2% против роста на 2% годом ранее). Реальный рост зарплат также главным образом происходил за счёт зарплат в бюджетном секторе (вклад в рост 3,2 п.п. при совокупном росте в 3,3%), что стало следствием решения об индексации зарплат работников бюджетной сферы на 15% в сентябре 2020 года. Зарплаты в финансовом секторе, несмотря на значительное сокращение занятости, демонстрировали небольшой рост (+3%), что указывает на то, что падение занятости в данном секторе, скорее всего, было вызвано ликвидацией двух крупных банков – Агроинвестбанка и Тоджсодиротбанка.

Рис.1. Рост экономики (% г/г)



Источник: Таджстат

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



Источник: Таджстат

Инфляция и денежно-кредитная политика

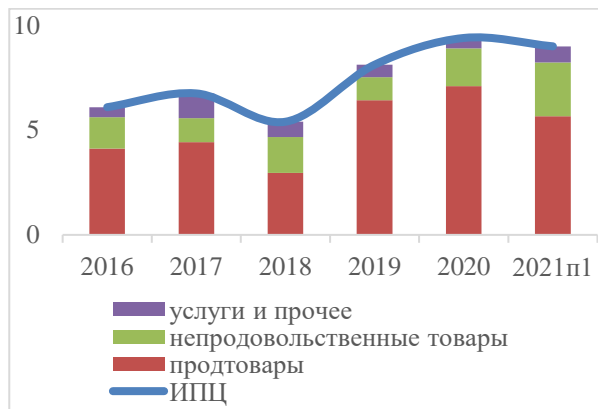
Повышение стоимости импортируемых товаров было одним из основных факторов ускорения инфляции. В июне 2021 года 12-месячная инфляция составила 9% (Рис. 3) по сравнению с 8,4% годом ранее (при таргете НБТ в $6 \pm 2\%$). Ключевым фактором ускорения инфляции был рост цен на продовольственные товары (+10,5%), что в основном было вызвано сохранением высоких цен на мировых продовольственных рынках. При этом ослабление обменного курса на 13% за 12 месяцев привело к значительному ускорению роста цен на непродовольственные товары (до 8,4% с 3,9%). Рост цен на услуги сохранился на уровне прошлого года (5,1%). С целью сдерживания роста цен, Национальный Банк постепенно повышал ключевую ставку в первом полугодии с 10,75% до 12%.

Динамика денежных агрегатов указывает на сохранение проинфляционных монетарных факторов. В июне 2021 года рост денежной базы за 12 месяцев составил 22,4% против 17,9% годом ранее (Рис. 4). Главным фактором роста денежной базы выступают чистые внешние активы Национального Банка (36,8 п.п. вклад в динамику денежной базы), что связано с покупкой золота на внутреннем рынке, а также получением финансовой помощи Министерства финансов РТ от международных доноров, кроме того, фактором роста денежной базы выступил чистый спрос на ликвидность со стороны коммерческих банков на фоне ускорения экономического роста (5,9 п.п.), в то время как

¹ Резкое сокращение занятости в секторе строительства с начала 2021 года может быть вызвано реклассификацией части работников в данной сфере из категории работающих по найму в категорию работающих не по найму, которая напротив выросла с начала года.

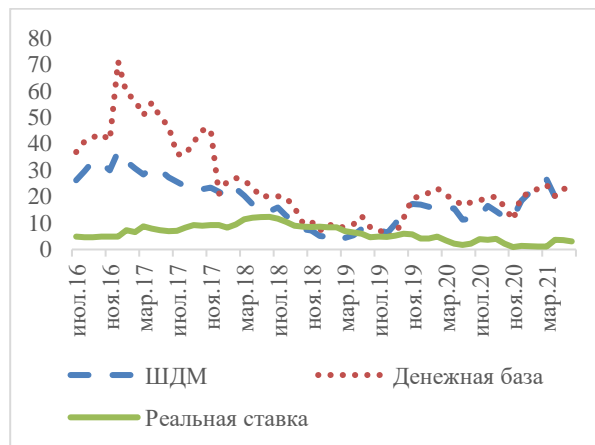
чистая прибыль НБТ и рост депозитов Правительства (вследствие получения финансовой помощи) способствовали сдерживанию роста денежной базы (-13,4 п.п. и -4,6 п.п. соответственно). Рост денежной массы за 12 месяцев ускорился в меньшей степени (с 12% до 15,5%) и в силу низкой монетизации экономики РТ, а также ликвидации двух крупных банков, а денежный мультипликатор сложился на исторически низком значении 110%.

Рис.3. Инфляция (% , г/г)



Источник: Таджстат

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



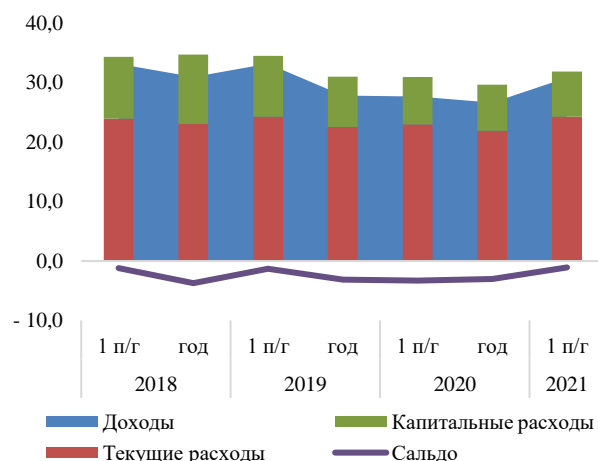
Источник: НБ РТ, Таджстат

Бюджетный сектор

В условиях ускорения экономического роста бюджетная позиция РТ значительно улучшилась. В первом полугодии 2021 года дефицит государственного бюджета сократился до 1,1% с 3,3% годом ранее на фоне роста доходов бюджета сверх плана (Рис. 5). Доходы бюджета выросли с 27,7% ВВП до 30,9% за счёт роста налоговых доходов на фоне значительного ускорения экономического роста. Также наблюдался рост неналоговых доходов (на 0,8% ВВП) и инвестиционных грантов в результате восстановления притока иностранных инвестиций (на 1% ВВП). Расходы бюджета выросли с 31% ВВП до 31,9% ВВП, что было связано с увеличением расходов на закупку товаров и услуг (1,8 п.п. вклад в рост). Сдерживающим фактором роста расходов бюджета выступили капитальные расходы (-0,4% ВВП) и трансферты населению (-0,2% ВВП). Индексация зарплат бюджетников, а также повышение пенсий и стипендий не нашли отражения в динамике относительных расходов бюджета, так как индексация была меньше темпов роста номинального ВВП. Сокращение дефицита бюджета в первом полугодии произошло на фоне значительного перевыполнения плана по доходам (на 6,5%) и невыполнения плана по расходам (на 10,5%), что объясняется консервативной позицией Министерства финансов при формировании бюджета (ожидались более низкие темпы восстановления экономики).

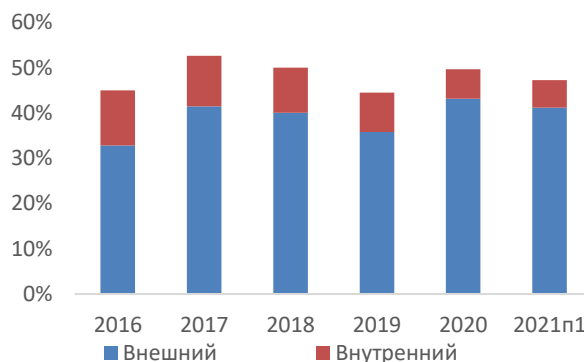
Восстановление экономической активности и сокращение внутреннего долга способствовали снижению общего уровня государственного долга. За первые 6 месяцев 2021 года общий уровень государственного долга РТ сократился с 49,7% ВВП до 47,3% ВВП (Рис. 6). Основной причиной сокращения уровня долга стало ускорение роста ВВП. Внешний долг практически не изменился в абсолютном значении и его сокращение в относительном значении с 43,2% до 41,2% обусловлено исключительно увеличением номинального ВВП. Внутренний долг сократился на 0,9%, что вкупе с ускорением ВВП способствовало сокращению относительного показателя с 6,5% до 6,1% ВВП.

Рис.5. Государственный бюджет (% ВВП)



Источник: МФ РТ, Таджстат

Рис.6. Государственный долг (% ВВП)



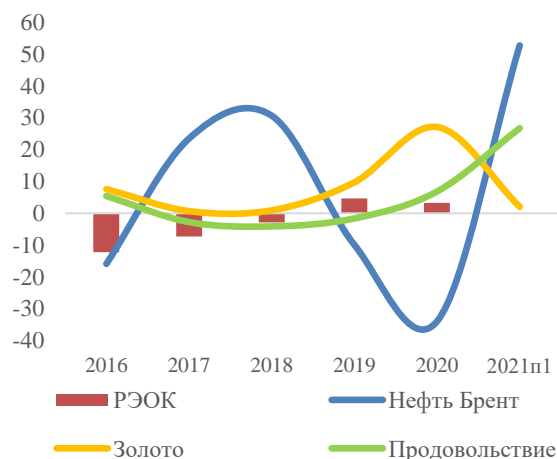
Источник: МФ РТ, Таджстат

Внешний сектор

Растущий экспорт золота остаётся ключевым фактором улучшения торгового баланса. В первом полугодии 2021 года торговый дефицит снизился до 17,6% ВВП (на 8,6 по сравнению с прошлым годом) на фоне почти двухкратного роста экспорта. Рост экспорта составил 188,3%, из которых 61,9 п.п. роста было обеспечено за счёт увеличения экспорта драгоценных металлов (практика, начавшая формироваться во втором квартале 2020 года), 16,2 п.п. за счёт роста минеральных продуктов, 5,6 п.п. за счёт текстильных изделий и хлопка-волокна и 3,5 п.п. за счёт недрагоценных металлов и изделий из них. Рост импорта составил 20,3%, где главными драйверами роста выступили машины и оборудование (8,6 п.п. вклад в рост), недрагоценные металлы и изделия из них (4,8 п.п.) и транспортные средства (3,9 п.п.). Динамика импорта была в основном обусловлена импортом инвестиционных товаров и товаров длительного пользования, как это было до кризиса, связанного с пандемией COVID-19, во время которого рост импорта в РТ был связан в первую очередь с товарами первой необходимости – медицинскими товарами и продуктами питания.

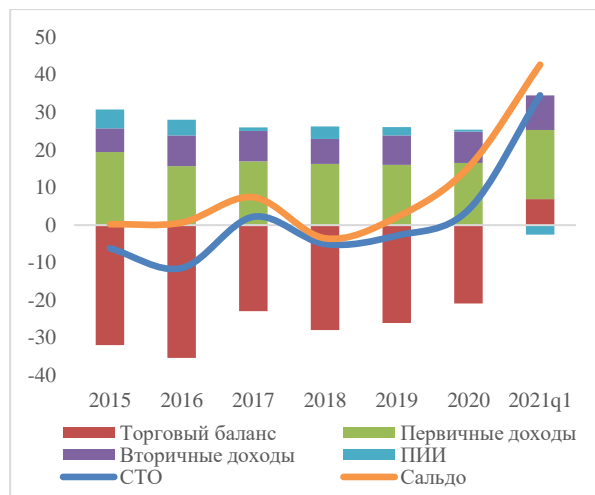
Значительный рост экспорта золота способствовал улучшению платежного баланса РТ. По итогам 1 квартала платежный баланс сформировался с положительным сальдо в 656,8 млн долларов США, против профицита годом ранее в 145,4 млн долларов США (Рис. 8). Главным фактором улучшения платежного баланса стало улучшение счёта текущих операций, профицит которого вырос с 21,4 млн долларов годом ранее до 531,3 млн долларов. При этом, ключевым фактором улучшения СТО стало улучшение торгового баланса, который сложился с профицитом 106,5 млн долларов против дефицита в 316,3 млн долларов годом ранее (в первую очередь за счёт увеличения экспорта золота). В первом квартале наблюдалось некоторое ухудшение инвестиционной активности, что нашло отражение в уменьшении положительного сальдо счёта движения капитала со 166,3 млн долларов годом ранее до 50,2 млн долларов, связанное с ограниченным влиянием пандемии на инвестиционные потоки в 1 квартале 2020 года. В то же время, предварительные оценки притока иностранных инвестиций по итогам первого полугодия свидетельствуют о их росте на 43,7% (относительно первого полугодия 2020 года) до уровня 118 млн долларов США. В совокупности факторы позволяют ожидать положительного сальдо платежного баланса по итогам 1 полугодия, что будет способствовать дальнейшему накоплению резервов НБТ и росту устойчивости экономики к внешним шокам.

Рис.7. Мировые цены и РЭОК (% г/г)



Источник: Всемирный банк, национальные ведомства, оценки ЕФСР

Рис.8. Платежный баланс (% ВВП)



Источник: НБ РТ, Таджстат

Финансовый сектор

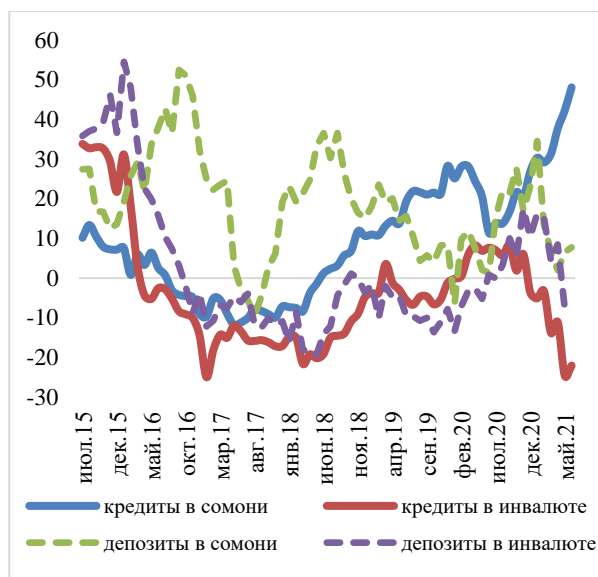
Экономический рост сопровождался ускорением кредитования. Годовой темп прироста кредитного портфеля в июне 2021 составил 13,5% против 9,6% годом ранее (Рис. 9). При этом кредиты в иностранной валюте резко сократились (-10,9 п.п. вклад в рост), что на фоне девальвации национальной валюты косвенно свидетельствует о рефинансировании старых валютных кредитов кредитами в национальной валюте, в том числе, и вследствие ликвидации ТСБ и АИБ банков. Средняя ставка по кредитам за 12 месяцев практически не изменилась относительно аналогичного периода прошлого года, хотя за последние 12 месяцев она сперва демонстрировала снижение на фоне мягкой монетарной политики в 2020 году, но эти процессы были скомпенсированы ростом ставок на фоне повышения ставки рефинансирования в 2021 году.

В силу отрицательной динамики объёмов депозитов с начала 2021 года, годовой рост депозитной базы оказался близок к нулю. Совокупный рост депозитов за 12 месяцев составил 0,2% против роста на 1,1% годом ранее, при этом по фиксированному курсу наблюдалось сокращение депозитов на 3,7% (Рис. 9). Основной причиной выступило сокращение депозитов юридических лиц (-4,5% в национальной и иностранной валюте с поправкой на девальвационный эффект). В сбережениях домашних хозяйств наблюдался рост депозитов в национальной валюте на 22,3% и падение в иностранной валюте на 27,5%. Средняя доходность новых срочных депозитов в национальной валюте сроком от 6 до 12 месяцев снизилась с 11,65% до 11,06%, для валютных депозитов с 4,74% до 4,65%. Тем самым, нестабильность курса национальной валюты и снижение привлекательности депозитов в национальной валюте, на фоне относительно высокой доходности по депозитам в иностранной валюте, снизившейся гораздо слабее, могут косвенно свидетельствовать о принудительной конвертации части сбережений населения.

Ликвидация проблемных банков и ускорение экономического роста позитивно сказались на показателях финансовой устойчивости банковского сектора. Рентабельность активов выросла с 1,9% до 3%, а капитала – с 7% до 11,9% (Рис. 10). Доля необслуживаемых кредитов резко сократилась с 31% до 15,5%. На фоне рефинансирования кредитов их долларизация сократилась с 50,9% до 34,8%. Несмотря на девальвацию сомони, доля валютных депозитов сократилась с 47,9% до 47,4%, что было связано с изменением валютной структуры депозитов физических лиц. Также необходимо учитывать, что улучшение показателей существенно связано с технической коррекцией балансовых

показателей банковского сектора, вызванной ликвидацией двух крупных банков (ТСБ и АИБ).

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



Источник: НБ РТ

Рис.10. Показатели банковского сектора (%)



Источник: НБ РТ

Среднесрочный прогноз

В соответствии с базовым сценарием, в среднесрочном периоде темпы роста экономики РТ будут замедляться, при этом оставаясь на высоком уровне. После быстрого восстановительного роста экономики в 2021 году прогнозируется постепенное замедление темпов роста реального ВВП до 5% в 2026 году по мере снижения эффекта низкой базы и закрытия разрыва выпуска, сформировавшихся после пандемии COVID-19 (Таблица 1). Базовый сценарий предусматривает сохранение существующей модели экономики, при которой потребительская активность и государственные инвестиции, в том числе за счёт внешних источников, останутся ключевыми драйверами роста на фоне возобновления притока денежных переводов из России и восстановления инвестиционной активности в мировой экономике. Доля импорта в ВВП, после краткосрочного восстановительного роста, будет постепенно снижаться на фоне опережающего роста экономики и замещения части импортируемых товаров. Доля экспорта будет снижаться в краткосрочной перспективе на фоне сокращения объёмов экспорта драгоценных металлов и увеличиваться в среднесрочном периоде за счёт роста внешнего спроса и производственного потенциала РТ.

В среднесрочном периоде денежно-кредитная политика будет направлена на удержание инфляции в рамках целевого коридора. Начиная с 2022 года ожидается замедление инфляции до уровня, близкого к целевому показателю НБТ в 6%, и проведение денежно-кредитной политики, обеспечивающей сохранение инфляции на этом уровне. На фоне стабилизации инфляции ожидается умеренный рост кредитного портфеля банков.

Высокий уровень долговой нагрузки обусловит проведение более консервативной налогово-бюджетной политики. Базовый сценарий предполагает постепенное сокращение уровня государственных доходов и расходов к ВВП, и среднегодовой дефицит около 2,2% ВВП на протяжении 2022-2026 гг. Принятие нового Налогового кодекса в 2021 году, направленного на стимулирование экономической активности путем снижения налоговой нагрузки, может привести к сокращению доли налоговых доходов государственного бюджета, по крайней мере, в краткосрочном периоде. В дальнейшем, рост экономики и меры по оптимизации налоговых льгот будут способствовать постепенному увеличению доли налоговых доходов. Кроме того, на фоне стабилизации экономики объем грантовых

доходов, резко увеличившихся в период борьбы с пандемией, может сократиться. Также прогнозируется замедление роста расходов бюджета и снижение их доли в ВВП с целью достижения более устойчивой бюджетной позиции.

Несмотря на относительно высокий дефицит счета текущих операций, устойчивость платёжного баланса в 2022-2026 гг. останется на приемлемом уровне. Увеличение дефицита торгового баланса будет компенсироваться за счет восстановления притока денежных переводов и инвестиций. Базовый прогноз предусматривает краткосрочный быстрый восстановительный рост импорта на фоне возобновления притока денежных переводов, после чего динамика обоих показателей замедлится и будет пропорциональна динамике ВВП РФ. В 2021 году ожидается восстановительный рост прямых иностранных инвестиций до докризисного уровня, однако в среднесрочной перспективе он будет отставать от темпов роста ВВП. Дефицит СТО в 2022-2026 гг. будет финансироваться за счет поступления прямых иностранных инвестиций и государственных заимствований в рамках программы ПГИ, в результате чего уровень резервов в абсолютном измерении будет оставаться стабильным. Тем не менее, рост импорта в долларовом выражении будет вести к постепенному снижению уровня достаточности резервов до 6,6 месяцев импорта в 2026 году.

Риски среднесрочного прогноза

У представленного прогноза преобладают понижательные риски, связанные как с внешними, так и с внутренними факторами. Из внешних факторов основным риском является более медленное восстановление экономического роста в России в силу более низких темпов роста мировой экономики и возможного увеличения санкционных ограничений. Это негативно скажется на экономике РТ, в первую очередь, за счет медленного восстановления миграционных потоков и притока денежных переводов, что в свою очередь будет сдерживающим фактором для роста внутреннего спроса.

Сохраняется актуальным риск ухудшения эпидемиологической ситуации, обусловленный появлением новых штаммов вируса, наличием в РТ изолированных населенных пунктов в сельской местности, население которого не имело возможности выработать коллективный иммунитет, а также медленными темпами вакцинации населения (на 1 июля в РТ первую дозу вакцины получили 3% населения). В случае новой волны заболеваемости существуют риски введения ограничений для деятельности отдельных предприятий и необходимости в дополнительной поддержке экономической активности и бюджета. Кроме того, повторные вспышки заболеваемости в других странах, наблюдаемые на протяжении 2021 года, создают риски более медленного восстановления миграционных, инвестиционных и торговых потоков, что также может негативно отразиться на динамике роста ВВП в среднесрочном периоде.

В случае реализации вышеупомянутых рисков, темпы роста экономики РТ могут сократиться в среднем на 0,4% ВВП ежегодно, в силу медленного восстановления притока денежных переводов, поддерживающих частное потребление. Реализация негативного сценария отрицательно повлияет на сальдо бюджета в связи с необходимостью осуществления дополнительных расходов на поддержку населения и противоэпидемиологические меры, что приведёт к увеличению среднего дефицита бюджета в прогнозном периоде на 0,3 п.п. ВВП, что в условиях значительного объёма долговой нагрузки приведёт к дальнейшему ухудшению долговой устойчивости.

Кроме того, существенными остаются риски, связанные с качеством макроэкономической политики, структурными и институциональными ограничениями. В первую очередь, это риски фискального характера, связанные с возможным увеличением расходов бюджета на строительство Рогунской ГЭС и, как следствие, риски формирования бюджетных разрывов и роста долговой нагрузки. Дополнительным источником фискальных рисков являются отдельные низкоэффективные предприятия

государственного сектора экономики – в частности, в энергетическом (ОАКХ «Барки Точик»).

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели РТ

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Факт	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
<u>Национальные счета и цены (в %)</u>							
Рост реального ВВП	4,5	7,7	7,2	6,6	6,1	5,5	5,0
ИПЦ (дек, г/г)	9,4	8,0	7,3	6,5	6,0	6,0	6,0
<u>Деньги и кредит (на конец периода)</u>							
Широкие деньги, % изменения	18,5	15,24	10,30	15,60	12,02	11,31	11,82
Ключевая процентная ставка	10,75	11,8	10,0	9,0	9,0	9,0	8,0
<u>Государственные финансы (в % ВВП)</u>							
Доходы бюджета	25,9	25,4	24,1	23,1	22,8	22,8	22,9
из них налоговые поступления	18,1	19,2	18,2	17,4	17,4	17,5	17,6
Расходы бюджета	28,9	27,3	26,4	25,2	25,2	25,2	25,2
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-3,0	-1,8	-2,3	-2,1	-2,4	-2,4	-2,3
Государственный долг	49,7	47,0	46,1	44,4	43,2	42,3	41,5
<u>Внешний сектор (в % ВВП)</u>							
Счёт текущих операций	4,1	-1,8	-3,5	-4,7	-4,5	-4,1	-3,7
Экспорт товаров и услуг	17,1	17,1	15,8	15,0	15,6	16,2	16,8
Импорт товаров и услуг	38,0	42,9	41,3	40,9	40,8	40,1	39,5
ПИИ	0,4	1,9	1,5	1,2	1,4	1,5	1,5
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг текущего года	8,8	8,0	7,9	7,3	6,8	6,7	6,6

Источник: Национальная статистика, оценки ПБ ЕФСР