

ВВП Узбекистана достиг новой вершины в 2025 году

Halyk Finance расширяет линейку своих
экономических публикаций ежеквартальными
обзорами по экономике Узбекистана

Асан Курманбеков
Февраль 2026 г.

Февраль 2026 г.

Экономика Узбекистана, встав на путь либерализации, находится в периоде активной трансформации, где государство пока продолжает играть доминирующую и основополагающую роль в воспроизводственном процессе. Начальный этап преобразований, опиравшийся на разгосударствление и приватизацию небольших предприятий, законодательные изменения и формирование рыночных институтов и инфраструктуры, вместе с либерализацией валютного рынка и deregулированием цен и тарифов сформировали основу для перехода к рыночной системе хозяйствования.

Экономический рост в стране с переходом к новой модели сохранил свою динамичность, и по этому показателю республика является лидером на региональном уровне, при этом его качественные характеристики заметно улучшились. В частности, отрасли сырьевой направленности: добывающая и сельское хозяйство играют всё меньшую роль, уступая место обрабатывающей. Тренд на расширение обрабатывающей отрасли получил новый импульс с запуском реформ, доля которой за данный период выросла более чем на треть, что способствовало становлению Узбекистана как региональной промышленной державы, хотя пока и со скромными показателями производительности труда. Соответственно, углубление дальнейших реформ должно способствовать более всестороннему экономическому росту.

Ситуация на рынке труда постепенно улучшается, чему способствовали снятие ограничений на мобильность, сокращение госучастия в экономике и стимулирование развития частного сектора. Трудовые мигранты вносят значительный вклад в экономику, способствуя росту доходов граждан, стимулируя развитие бизнеса и увеличивая приток валюты в страну, при этом, через канал внешней миграции также регулируется предложение рабочей силы внутри страны. Однако в силу изначально сложившегося избытка трудовых ресурсов сохраняются такие проблемы, как неформальная занятость, отставание темпов создания рабочих мест от демографического роста.

Рыночные преобразования позволили в короткие сроки привлечь частных инвесторов, в том числе внешнее финансирование, а доля капитальных инвестиций перевалила за отметку в 30% от ВВП республики. В 2018 году страна впервые получила суверенный рейтинг, что в сочетании со стимулами повысило привлекательность страны для инвесторов. Отраслевая структура иностранных инвестиций также кардинально изменилась – сырьевой сектор перестал быть доминирующим, тогда как на первый план вышли переработка и энергетика.

Традиционно власти страны придерживались принципа самодостаточности и сбалансированности в сфере госфинансов, а размер госдолга в стране находился на низком уровне. В новых условиях налоговая реформа снизила бремя налогов и повысила охват налогоплательщиков, а также частично устранила фискальные послабления для выравнивания условий для ведения бизнеса, кроме того, сокращались многочисленные бюджетные субсидии населению. В связи с реформами, совпавшими с пандемией, существенно расширились расходы бюджета, в результате чего его баланс сместился от профицита к значительному дефициту. Тем не менее ситуация с госфинансами постепенно нормализуется, улучшается транспарентность и консолидация внебюджетных фондов. На фоне роста бюджетного дефицита в последние годы увеличился размер государственного долга страны, однако его параметры также находятся на приемлемых и невысоких уровнях.

После первоначального шока от перехода к плавающему курсу, курс сумма инерционно ослаблялся двузначными темпами, но в последние годы его динамика ослабления стала более умеренной, а в прошлом году его курс впервые укрепился к доллару США, тогда как размер ЗВР увеличился до половины ВВП страны.

Несмотря на сложности, республика перешла к режиму инфляционного таргетирования. Обменный курс стал в большей степени формироваться под воздействием рыночных сил, хотя пока не является полностью свободно плавающим. Со стартом реформ инфляция разогналась и значительную часть времени находилась на двузначных уровнях. Дерегулирование цен и тарифов по большей части поэтапно было реализовано, тогда как Центробанк последовательно проводил жесткую денежную политику. Приверженность ЦБ установленному таргету инфляции принесла свои результаты в виде ценовой стабилизации на потребительском рынке.

Развитие финансовой сферы стимулировало быстрое расширение банковских услуг, в том числе за счет перехода к рыночному формированию процентных ставок, свободной конкуренции и быстрого внедрения цифровизации. Как следствие, частные банки увеличили свой кредитный портфель более чем в два раза более быстрыми темпами по сравнению с банками с госучастием. Доля активов банковской системы достигла 50% от ВВП страны, где решающую роль сыграли частные коммерческие банки. Несмотря на бурный рост частных банков, госбанки пока еще занимают доминирующую позицию в секторе с активами, превышающими 60% в общей системе. С учетом стабилизации темпов кредитной экспансии после периода бурного подъема, а также регуляторных мер по сдерживанию рисков при кредитовании, дальнейшая демонополизация сектора будет зависеть от приватизации госбанков.

За относительно короткий отрезок времени выросла открытость экономики, о чем свидетельствует увеличение товарооборота страны к ВВП, при этом Узбекистан находится на финальной стадии переговоров по вступлению в ВТО. Модернизация экономики вместе с сокращением таможенных тарифов стимулировали импорт, в том числе инвестиционных товаров, что повлекло расширение отрицательного сальдо во внешней торговле. В то же время наличие четвертых по запасам в мире месторождений золота способствует формированию порядка 40% экспортных доходов страны за счет него и одновременно ведет к увеличению международных резервов.

Хотя достижения в либерализации экономики набирают вес, сохраняются такие препятствия, как медленная приватизация госпредприятий, ограничивающая развитие частного сектора и конкуренцию. Страна, сделавшая ставку на внешние инвестиции, уязвима к валютным колебаниям, в том числе из-за преобладания малоликвидного золота в резервах страны и значительной долларизации финансовой системы.

Узбекистан активно реализует стратегию, направленную на вхождение республики к 2030 году в число стран с доходом выше среднего с показателем ВВП на душу на уровне выше \$5 тысяч, параллельно с увеличением размера экономики до \$200 млрд. Учитывая довольно высокие темпы экономического роста и концентрацию усилий по дальнейшей трансформации экономики, повышаются шансы на досрочное достижение этих целей.

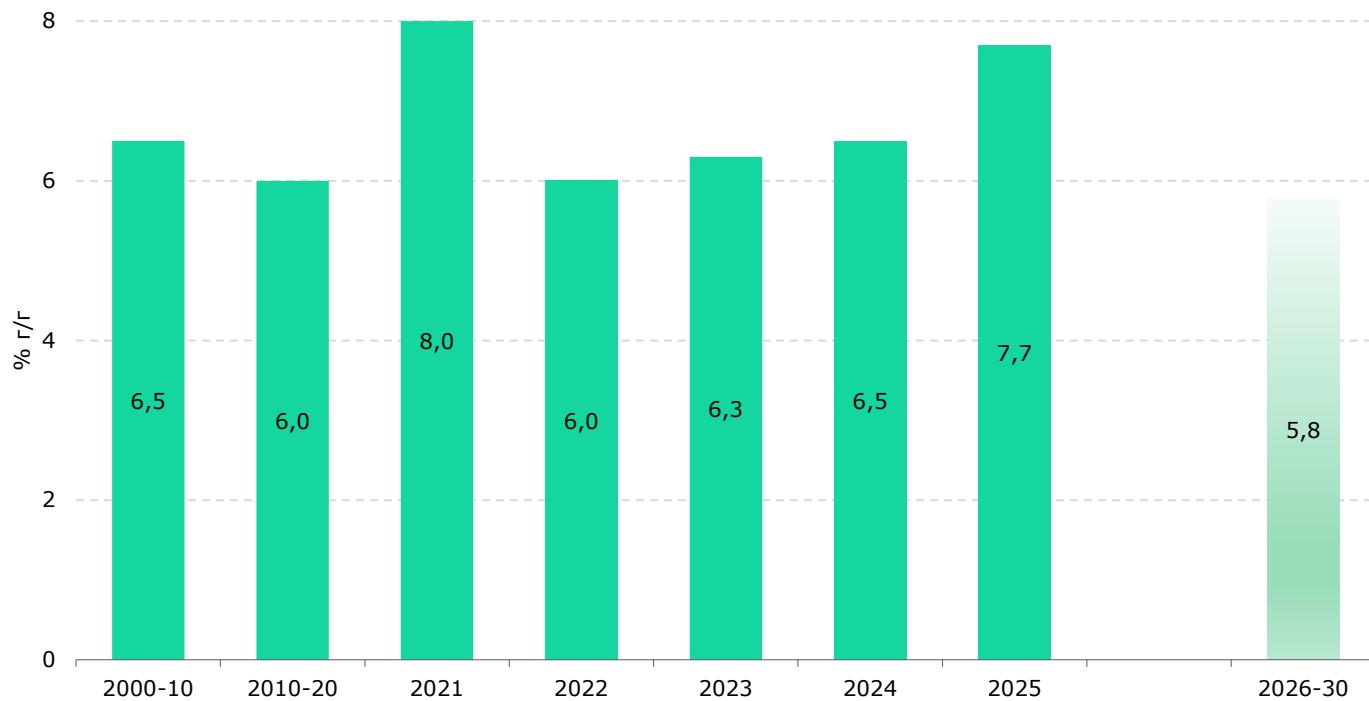
Рост ВВП ускорился

В 2025 году рост узбекистанской экономики сложился наилучшим в постковидном периоде, не считая 2021 года (+8,0% г/г), когда он был обусловлен низкой базой кризисного 2020 года. Ключевыми драйверами расширения деловой активности в стране стали высокие цены на золото, как основного экспортного продукта страны, возросшие притоки переводов мигрантов, а также внутренний спрос, простимулированный, в том числе за счет бюджетных вливаний, при замедлившихся темпах инфляции. Не менее важный вклад также отмечен со стороны внешнего спроса с опережающими показателями выручки от экспорта в сравнении с импортом.

В целом темпы расширения экономики Узбекистана отличаются устойчивостью, так, с 2000 по 2020 годы они в среднем превышали 6% в год. Глобальный финансовый кризис 2007-2009 годов Узбекистан даже не заметил с ростом около 9%. Переход к либерализации и реформам в экономике в 2017 году, сопровождавшийся увеличением инфляционного давления и ослаблением курса национальной валюты, привел к временному замедлению роста до 4,4%. Однако в 2019 году ВВП восстановил свою динамику до 6,8% г/г, а в кризисном 2020 году экономика избежала рецессии, продемонстрировав положительный рост на 1,6% г/г.

С учетом более позднего перехода к рынку, Узбекистан широко опирался на опыт рыночных преобразований в других странах, но, безусловно, с оглядкой на местную специфику, что выражалось в относительно медленном и осторожном процессе реструктуризации отдельных отраслей и крупных предприятий, поддерживающих определенную самодостаточность и управляемость экономики. В рамках смены модели развития власти предпринимали решительные меры по либерализации большинства цен на товары и услуги, установлению единого курса национальной валюты, стимулированию внешней торговли.

Рис. 1. Рост экономики РУ 2000-25 гг.



Источник: Национальный комитет по статистике РУ (НКС), прогноз МВФ (среднее за период)

Хотя роль государства в экономике остается всеобъемлющей, были запущены процессы приватизации мелких и средних предприятий, создан благоприятный инвестиционный климат для развития частного сектора благодаря налоговой реформе и внешним инвестициям. Система госфинансов в значительной мере продвинулась в переходе к международным стандартам,

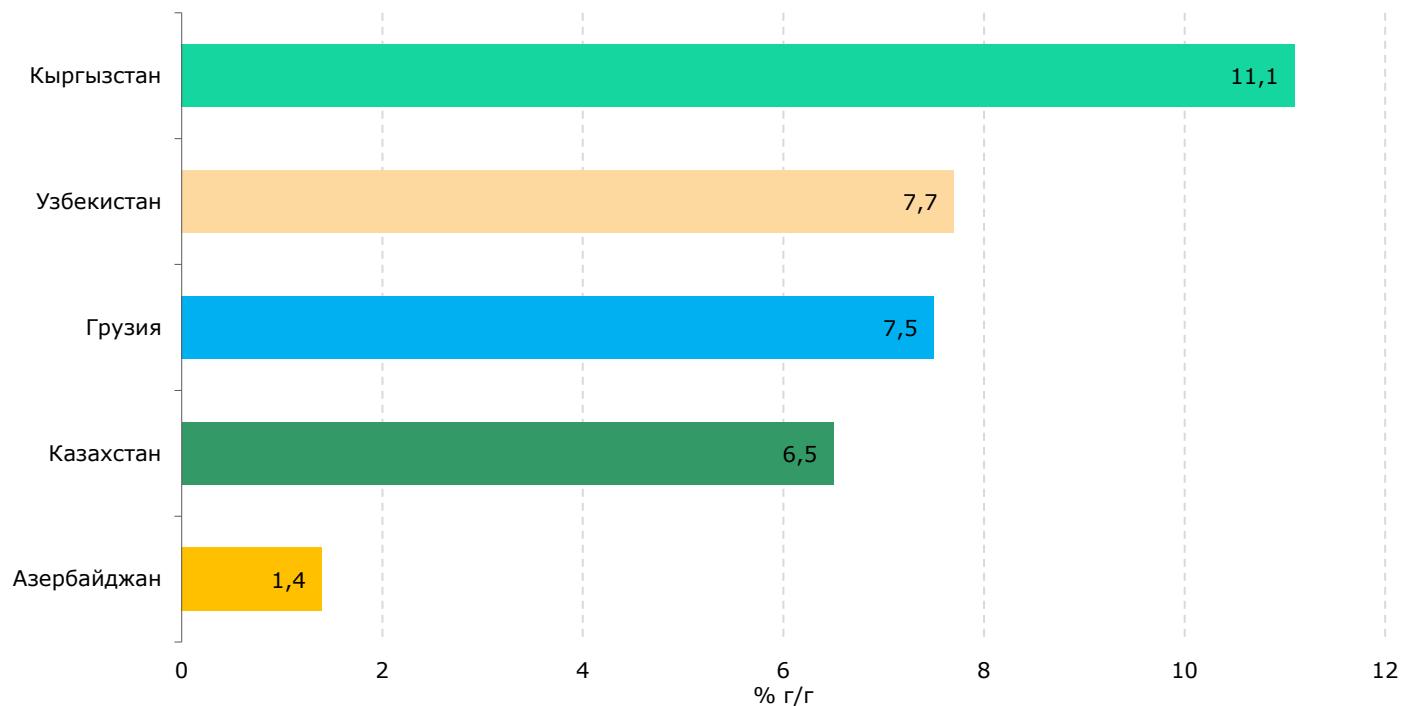
прозрачности и консолидации огромных потоков внебюджетных фондов, которые ранее функционировали разрозненно. Также были предприняты шаги по расширению социальной защиты населения, увеличению расходов на образование и снижению бедности.

В региональном масштабе экономика Узбекистана демонстрирует достойные показатели с ростом выше 7%, несколько отставая от меньших по размеру экономик Кыргызстана и Грузии. В то же время он опережает по темпам более ресурсозависимые страны такие, как Азербайджан и Казахстан. Для сравнения, размер ВВП Узбекистана составляет \$115 млрд в 2024 году (\$147 млрд 2025), Грузии – \$34 млрд, в Казахстане – \$291 млрд.

В конце ноября 2025 года рейтинговое агентство S&P Global повысило суверенный кредитный рейтинг Узбекистана до уровня «BB» со «стабильным» прогнозом. Аналитиками были отмечены такие позитивные изменения, как постепенное усиление экономической политики в стране. В частности, продолжающиеся реформы в энергетической отрасли и тарифной политики вместе с повышением прозрачности деятельности правительства. Ранее в этом же году суверенный рейтинг Узбекистана с «BB-» до «BB» повысил Fitch Ratings. Эксперты агентства также ссылались на ускоренное осуществление реформ и благоприятные среднесрочные перспективы роста, которые будут сдерживать риски для макроэкономической стабильности, улучшая структурные показатели кредитоспособности.

Необходимо отметить, что Узбекистан имеет сравнительно короткую историю суверенных рейтингов. Первый рейтинг был получен в 2018 году на уровне «BB-» от S&P Global в то время, как страна находилась в активной фазе либерализации своей экономики, и рейтинг стал важен как элемент признания кредитоспособности на международном рынке в рамках повышения привлекательности страны в глазах инвесторов.

Рис. 2. Рост ВВП за 2025 год по странам, %



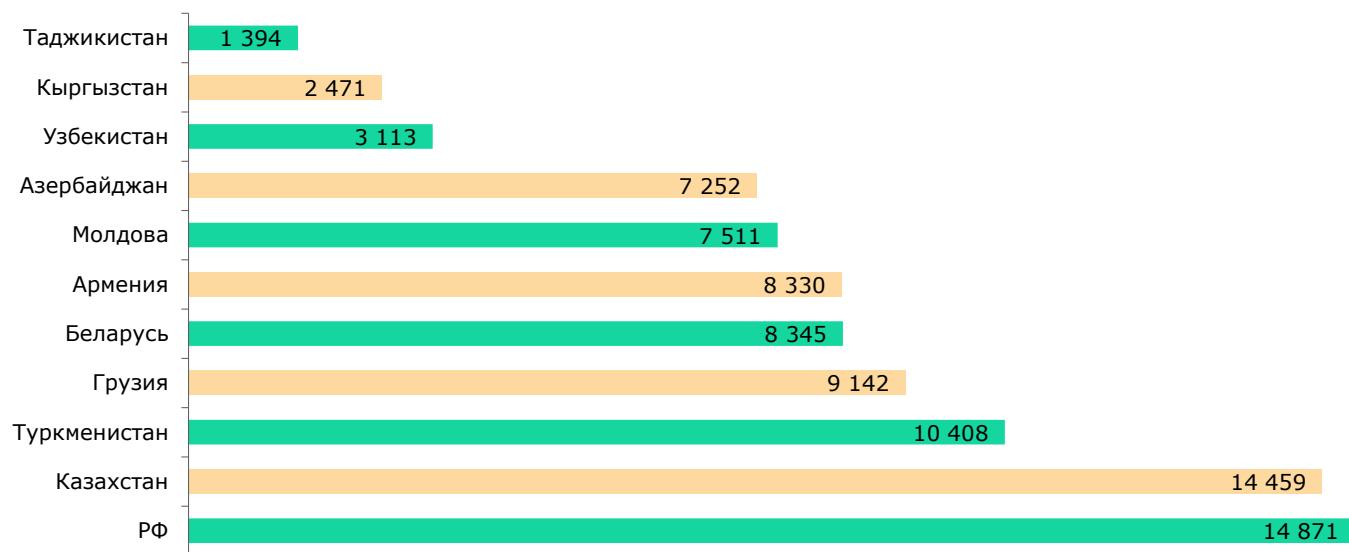
Источник: профильные ведомства

В Узбекистане подушевой ВВП находится на сравнительно низком уровне, составляя немногим выше \$3 тыс. Это значительно ниже, чем в соседних странах и в регионе в целом. К примеру, по данным МВФ, средний показатель ВВП на душу населения в странах Центральной Азии и Кавказа составляет примерно \$7 тыс. Сопоставимый узбекистанскому уровень ВВП на душу населения наблюдается в густонаселенных странах, таких как Индия и Египет.

Несмотря на текущий низкий уровень, официальные органы ожидают, что к 2030 году ВВП страны достигнет \$200 млрд, а ВВП на душу населения превысит \$5 тыс. Это позволит стране достичь статуса государства с уровнем дохода выше среднего.

Для достижения этой амбициозной цели необходимо приложить значительные усилия по развитию частного бизнеса и повышению производительности труда. По последним имеющимся данным, наиболее высокий уровень подушевого ВРП зафиксирован в Навоийской области – \$12,1 тыс., а также в г. Ташкенте – \$9,3 тыс. В остальных областях этот показатель варьируется от \$2,1 до \$4,6 тыс.

Рис. 3. ВВП на душу по странам, \$ (2024)



Источник: МВФ

В динамике показатель ВВП на душу в Узбекистане, несмотря на устойчивый рост экономики, также нельзя назвать достаточно выдающимся, что можно связать с наличием избыточных трудовых ресурсов, которые были заняты в низко-производительных секторах, в том числе из-за долгой изолированности экономики. С 1994 года размер подушевого ВВП увеличился только в 8 раз, что ставит его в разряд отстающих, хотя и за последние 10 лет, включавшие годы либерализации экономики, ситуацию нельзя назвать существенно лучше. В свою очередь, в таких небольших странах, как Армения и Грузия, отмечался наиболее высокий подъем.

Рис. 4. Динамика ВВП на душу по странам, \$

	1994	2024	Изм-е раз	Изм-е 10 лет раз
РФ	1 980	14 871	8	1.6
Казахстан	752	14 459	19	1.4
Туркменистан	993	10 408	10	1.7
Грузия	173	9 142	53	2.2
Беларусь	1 534	8 345	5	1.4
Армения	199	8 330	42	2.4
Молдова	390	7 511	19	2.7
Азербайджан	297	7 252	24	1.3
Узбекистан	367	3 113	8	1.1
Кыргызстан	246	2 471	10	2.2
Таджикистан	148	1 394	9	1.5

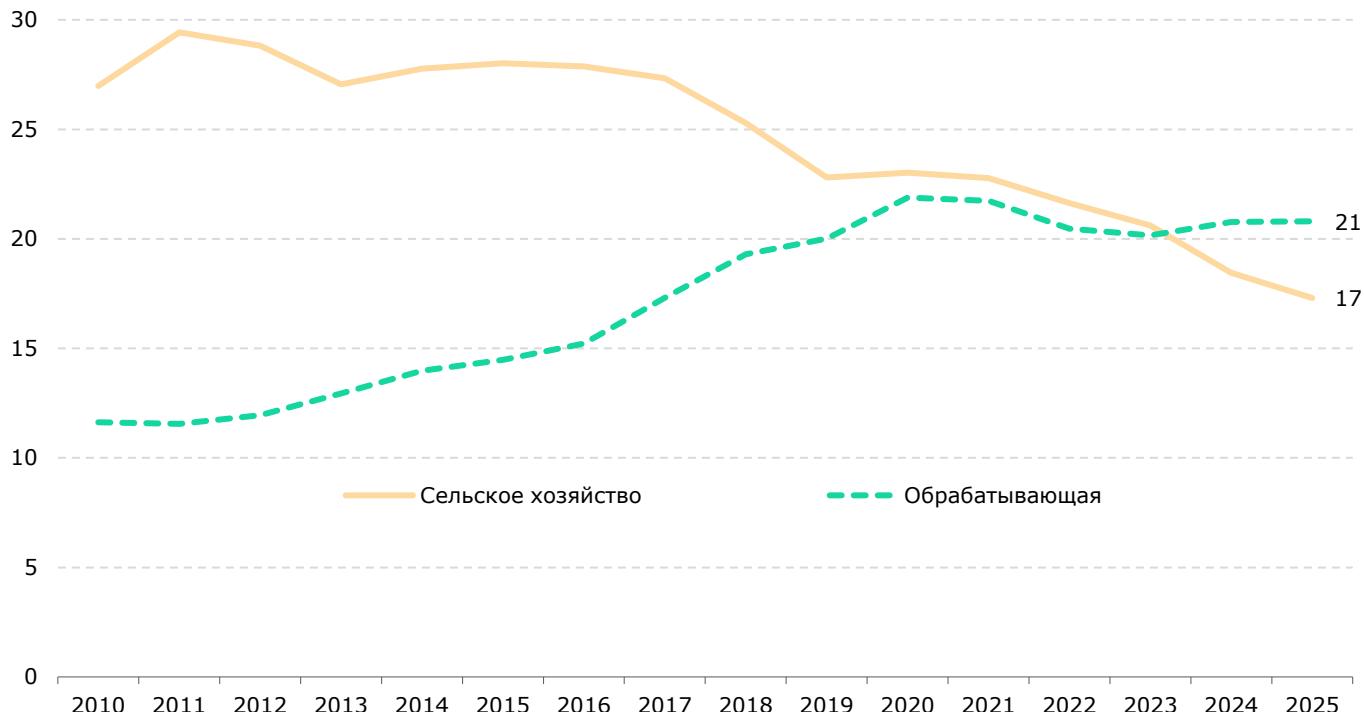
Источник: МВФ

Данные на основе паритета покупательной способности в целом демонстрируют схожую картину: если ВВП на душу по рассматриваемым странам за последние 10 лет вырос в среднем на 90%, то показатель Узбекистана прибавил только 70% до \$11,7 тыс. Схожими темпами росли Кыргызстан и Азербайджан. Немногим быстрее (+80%) вырос показатель Казахстана и Беларуси. Тогда как опережающие темпы (свыше x2) были зарегистрированы у Грузии и Армении, которые выступали бенефициарами как собственной политики открытости, так и вследствие влияния войны в Украине за счет притока мигрантов, бизнеса и капитала. Данные по ВВП по ППС приведены в приложении.

Тенденцией последних лет в Узбекистане, как и во многих странах, является поступательное сокращение роли сельского хозяйства в экономике страны. Для Узбекистана этот процесс имеет интересную черту в виде параллельного повышения роли обрабатывающей промышленности, т. е. высвобождающиеся ресурсы в сельском хозяйстве не просто переходят в малопроизводительную сферу услуг. С 2010 года выпуск в обрабатывающей промышленности рос в среднем на 7,6%, тогда как в СХ только на 4,4% в год.

В последние годы страна практически полностью отказалась от экспорта хлопка, заменив его на поставки тканей, одежды и других готовых товаров на внешние рынки, кроме того, и сама планирует начать закупать хлопок для переработки. С 2017 года экспорт тканей увеличился в пять раз и достиг \$450 млн, экспорт одежды – в шесть раз, до \$1,2 млрд, а текстильной продукции – в десять раз, до \$350 млн. Нельзя не отметить и успехи узбекистанского автопрома, который в последние годы достиг уровня выпуска 400 тыс. автомобилей в год (458 тыс. 2025). Хотя Узбекистан перестал поставлять готовые автомобили, совокупный экспорт кузовов, двигателей и других автокомпонентов вырос более чем в 4 раза, до \$637 млн.

Рис. 5. Доля отраслей в ВВП, %



Источник: НКС

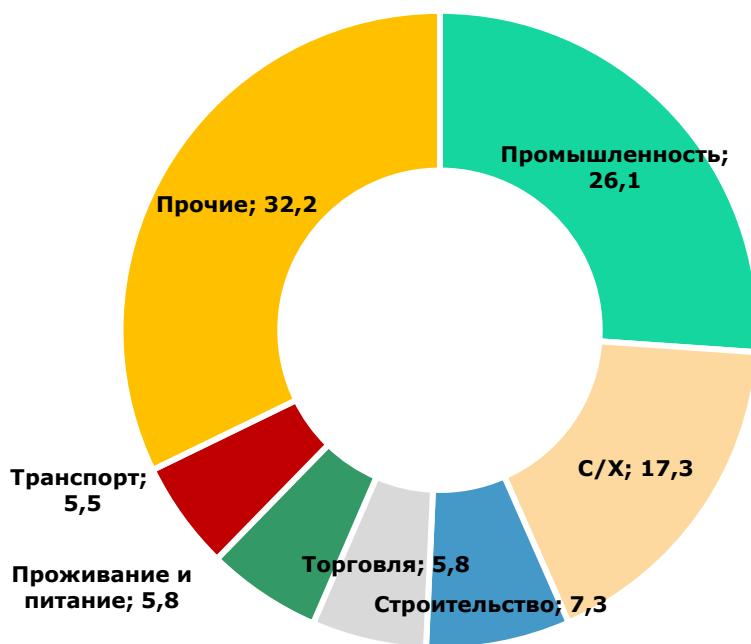
В результате доля сельского хозяйства в структуре ВВП сократилась с 27% в 2010 году до 17,3% в 2025 году, тогда как вес обрабатывающей промышленности превысил 20%, практически удвоившись за соответствующий период. Благодаря такому росту отрасли обработки в Узбекистане, ее объем выпуска в 2025 году составил почти \$75 млрд, что выше \$59 млрд в Казахстане.

Промышленность в Узбекистане относительно менее концентрирована, на крупнейшую по доле металлургию приходится менее 20%, при этом развивались такие отрасли, как пищевая (11,7%), текстильная (10,2%), автомобилестроение (9,9%). В структуре экономики РУ на долю добывающей отрасли приходится только 3%, тогда как в Казахстане 12%, т. е. Узбекистан, не обладая относительно большими сырьевыми ресурсами, сделал ставку на обрабатывающую отрасль и постепенно расширяет ее вес. В особенности этот процесс стал заметен с 2017 года, когда республика встала на путь реформ.

В структуре ВВП Узбекистана пока доминирует сектор производства товаров, который включает промышленность, сельское хозяйство и строительство. В совокупности на них приходится 50,7% (2025), а остальное представлено сферой услуг. Как уже было отмечено выше, в узбекистанской экономике все более важное значение играет обрабатывающая отрасль, при этом вес всей промышленности вместе с добывающей и коммунальной сферами превышает 26%. По доле обрабатывающей отрасли Узбекистан находится на первом месте в ЦА и на сопоставимом уровне с Беларусью. С учетом быстрого роста легкой и пищевой промышленности, т. е. внутренней переработки, можно предполагать, что сокращение С/Х отрасли будет сопровождаться расширением обрабатывающей отрасли и в перспективе.

Далее следует сельское хозяйство (17,3%) и строительство (7,3%). Несмотря на наблюдающееся сокращение, доля сельского хозяйства в Узбекистане находится на довольно высоком уровне в регионе, выше только в соседнем Таджикистане, где она превышает 20% в ВВП страны.

Рис. 6. Структура ВВП, % (2025)



Источник: НКС

В сфере услуг крупнейшими являются торговля и сфера проживания и питания, а также транспортный сектор – примерно по 6%. Самым динамичным сектором в сфере услуг является отрасль информационно-коммуникационных технологий (ИКТ), которая в среднем с 2010 г. растет выше 20% в год, но ее доля в экономике страны пока 2,7%. Добавленная стоимость услуг ИКТ складывается из услуг связи – 32,9%, компьютерного программирования, консультаций и других сопутствующих услуг – 46,3%, услуг по размещению и обработке данных, Web-порталов – 11,9%, выпуска программного обеспечения – 5,9%, ремонта компьютеров и оборудования связи – 3%. Из традиционных отраслей хорошие темпы роста наблюдаются в сфере розничной торговли, в услугах

по проживанию и питанию (туризм) и финансовой, где темпы роста держатся на двузначных отметках.

Промышленность выступает драйвером экономики

Высокие темпы роста в промышленности, в частности обрабатывающей, с ростом почти на 7% в среднем за последние 10 лет являлись одним из важнейших драйверов узбекистанской экономики. Роль горнодобывающей отрасли заметно более скромнее с весом в 3% в ВВП страны, где рост в среднем находился близким к 4% в год, чуть быстрее росла коммунальная сфера (2,3% в ВВП): энергетика, передача э/энергии, транспортировка газа, теплоснабжение и т. д. Динамичный рост в обрабатывающей отрасли носил широкий характер, затрагивая почти все подотрасли. Примечательно, что объемы выпуска за десятилетие с 2015 года удвоились с \$30 млрд до почти \$60 млрд в 2024 году. В первую очередь можно отметить быстрое расширение выпуска в легкой промышленности и машиностроении, тогда как более скромная динамика регистрировалась в нефтепереработке, химической и металлургической отраслях. Также можно отметить, что страна ставит ставку на экспорт готовой продукции ввиду более ограниченного внутреннего рынка. Так, доля обработанной продукции в структуре товарного экспорта хоть и не стабильно, но увеличивается, составив примерно 27% по итогам 2024 года.

Рис. 7. Выпуск в промышленности 2015-2024 гг., % г/г

	2022	2023	2024	ср. за 10 лет
Обрабатывающая промышленность	5,4	7,4	7	6,7
Производство пищевых продуктов	6	7	5,6	5,4
Производство напитков	15,7	6,4	-4	8,1
Производство текстильных изделий	9,9	6,4	11,2	9,7
Производство одежды	5,8	12,7	7,1	9,4
Пр-во бумаги и бумажной продукции	14,6	10,3	21	14,6
Пр-во химической продукции	4,2	27,3	6,4	-2,3
Пр-во кокса и нефтепереработка	-1,9	-3,3	2,8	4,6
Пр-во резиновых и пластмас-х изделий	-1,2	7,3	22,6	8,5
Пр-во неметал-й минерал-й продукции	-3,2	12	18,6	8,4
Металлургическая промышленность	4,4	6,6	6,4	5,0
Производство готовых метал-х изделий	2,2	6,7	-17,1	11,7
Производство электронники	-14,2	-21,9	-12,3	17,7
Производство электрооборудования	6	16,1	-0,2	12,5
Пр-во прочих машин и оборудования	6	1,1	27,5	7,8
Пр-во автотранс-х ср-в, полуприцепов	37,8	19,9	2,4	14,6
Производство мебели	1,8	3,2	28,1	8,8

Источник: НКС

В структуре выпуска промышленности ключевую позицию с показателем в почти 20% занимает металлургия, где можно отметить производство золота с экспортом \$13,6 млрд (2024), меди с экспортом \$1,8 млрд. Крупными отраслями с долей порядка 10% в общем объеме промышленного производства выступают: пищевая, текстильная и автомобилестроение. Отметим, что в Узбекистане выпуск легковых автомобилей более чем удвоился с 2015 года. Кроме того, имеется производство автокомпонентов, к примеру, производство двигателей достигает 270 тыс. в год. На добывающую отрасль республики приходится всего 8% в структуре промышленности, хотя имеются значительные запасы золота, серебра, меди и урана.

Рис. 8. Структура промышленности, % (2024)



Источник: НКС

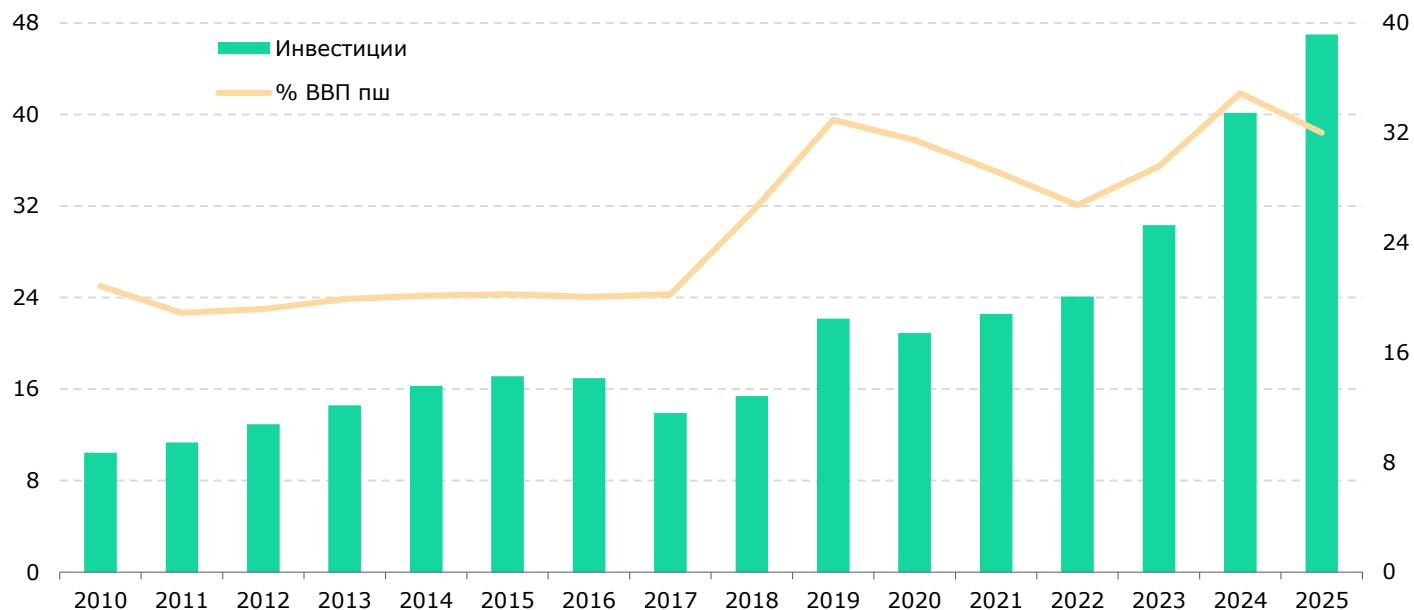
Инвестиции получили новый импульс с реформами

В 2024 году объём инвестиций в основной капитал установил новый рекорд, достигнув \$40 млрд. Этот рост наблюдается с 2020 года, когда он составлял всего лишь \$21 млрд. Стоит отметить, что правительство страны и до начала реформ привлекало инвестиции в модернизацию предприятий и развитие перерабатывающих секторов, безусловно, масштабы были скромнее, какие-то проекты финансировались за счет иностранных инвестиций. Особенно это касается таких отраслей, как нефтегазохимия, машиностроение, лёгкая промышленность, производство электроники и фармацевтика. С момента начала реформ доля капитальных инвестиций в экономике постепенно увеличивалась. К началу 2020 года она достигла 30% от ВВП, а в последние 3 года составляет уже порядка трети от ВВП, для сравнения в Казахстане инвестиции к ВВП страны в указанном периоде составили 18% и 14% соответственно.

Удельный вес инвестиций за счет бюджетной системы остается на стабильно невысоком уровне, не превышающем 10%, тогда как львиная доля генерируется за счет иностранных инвестиций и кредитов, на которые по итогам прошлого года приходилось свыше 70%. Ранее, в дореформенный период, этот показатель в среднем не превышал 23%. Таким образом, за довольно короткий промежуток времени, не имея инвестиционного рейтинга, страна смогла создать новые производства за счет внешних инвестиций. Немаловажным успехом политики привлечения инвестиций стала ее ориентация на выпуск готовой продукции с акцентом на развитие внутренних цепочек поставок и, соответственно, максимизацию добавленной стоимости.

За 2025 год объем инвестиций вырос на 17% г/г до почти \$47 млрд, при этом в 2024 году они выросли уже почти на треть, тем самым инвестиционная активность в республике существенна по своим масштабам и является одной из ключевых составляющих ускоренного экономического подъема.

Рис. 9. Инвестиции в основной капитал, \$ млрд, % от ВВП

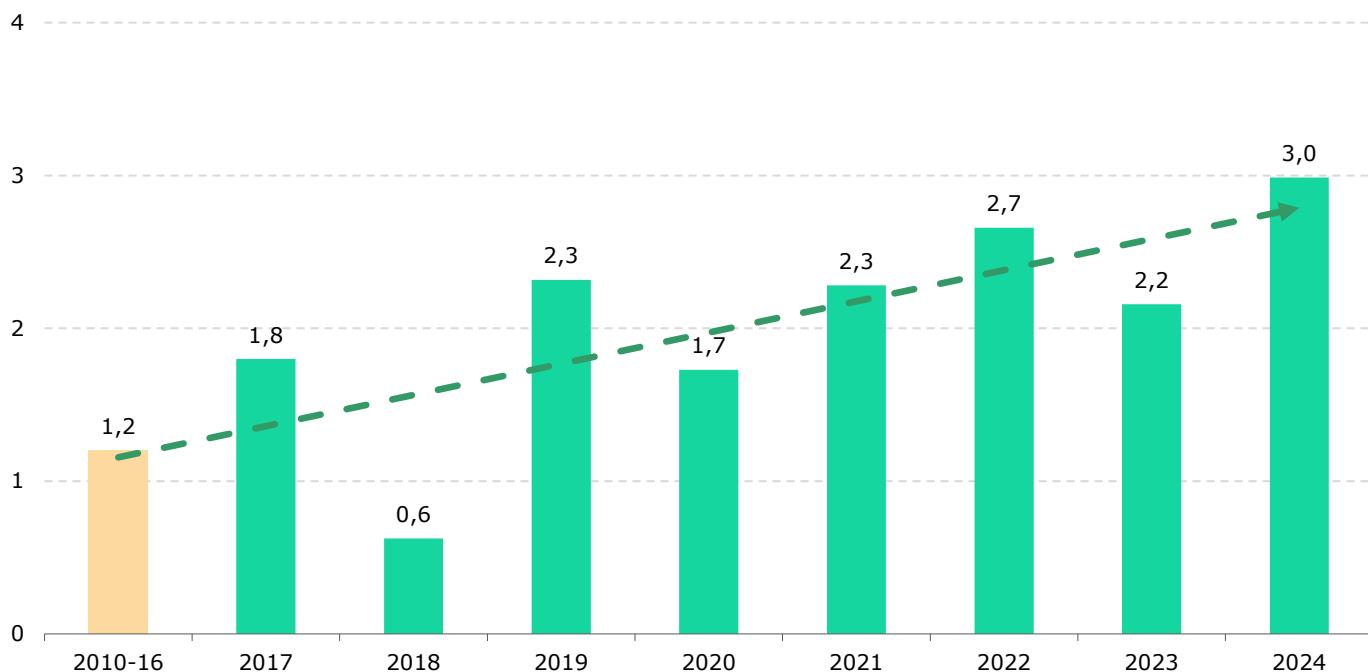


Источник: НКС

Привлечение внешних инвестиций

Объёмы прямых иностранных инвестиций в Узбекистан в последние годы заметно активизировались и демонстрируют повышательную динамику. Если ранее среднегодовые объёмы ПИИ едва превышали \$1 млрд в год, то с началом рыночных преобразований поток внешних инвестиций неуклонно повышался и в 2024 году приблизился к \$3 млрд.

Рис. 10. ПИИ, \$ млрд (нетто)

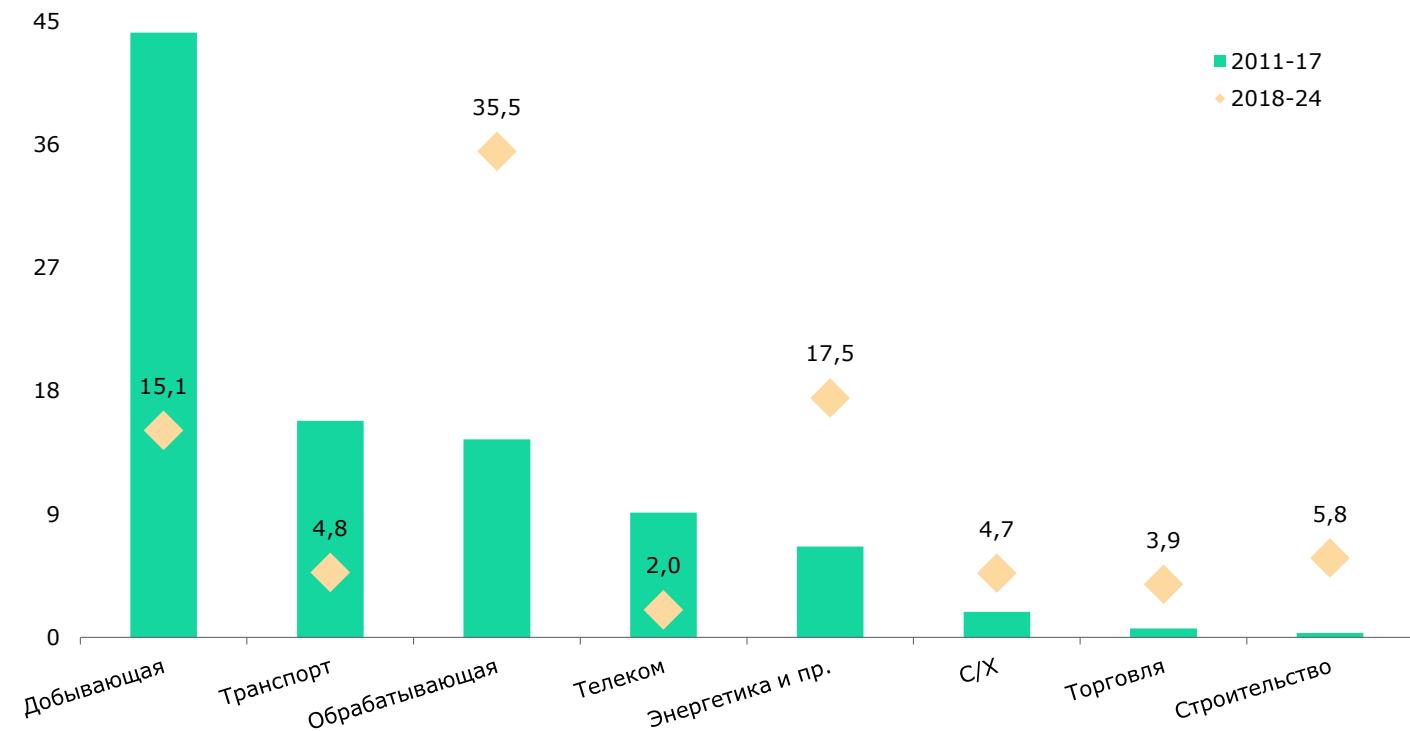


Источник: ЦБУ

Такая позитивная динамика стала результатом предпринятых мер по повышению привлекательности страны в глазах иностранных инвесторов. В частности, в стране расширяется количество СЭЗ, число которых в настоящее время достигло 31, где предоставляются преференции для инвесторов в виде обеспечения земельными участками с инфраструктурой, освобождения на определенный срок от таможенных пошлин, отдельных налогов и т. д. Ставка НДС в 2019 году была снижена с 20% до 15%, а с 2023 года еще на 3pp до 12%. В 2018 году страна впервые получила суверенный кредитный рейтинг от агентства S&P на уровне «BB-» со стабильным прогнозом. Для улучшения инвестиционного климата с 2019 года было учреждено Министерство инвестиций и внешней торговли, а взаимодействие с инвесторами в Узбекистане начало осуществляться по принципу «одного окна».

Благодаря мерам стимулирования притока прямых инвестиций за последние годы произошли масштабные изменения в структуре привлекаемых инвестиций. До реформ структура иностранных инвестиций формировалась прежде всего за счет сырьевого сектора, куда направлялась почти половина всех ПИИ. Однако после 2017 года основной поток инвестиций сместился в пользу обрабатывающей отрасли (35,5%) и энергетики (17,5%), тогда как доля инвестиций в добывающий сектор стала значительно более умеренной, на уровне 15%. Структура инвестиций также стала более диверсифицированной в отраслевом разрезе и менее однообразной. Такие изменения способствуют более устойчиво высокому экономическому росту, модернизации инфраструктуры и переходу от аграрной к индустриальной модели экономики с фокусом на переработку сырьевых ресурсов. Узбекистан является самой густонаселенной страной в Центральной Азии с преимущественно молодым населением с низкими издержками на трудовые ресурсы, что также привлекает инвесторов.

Рис. 11. Структура ПИИ по отраслям, %



Источник: НКС

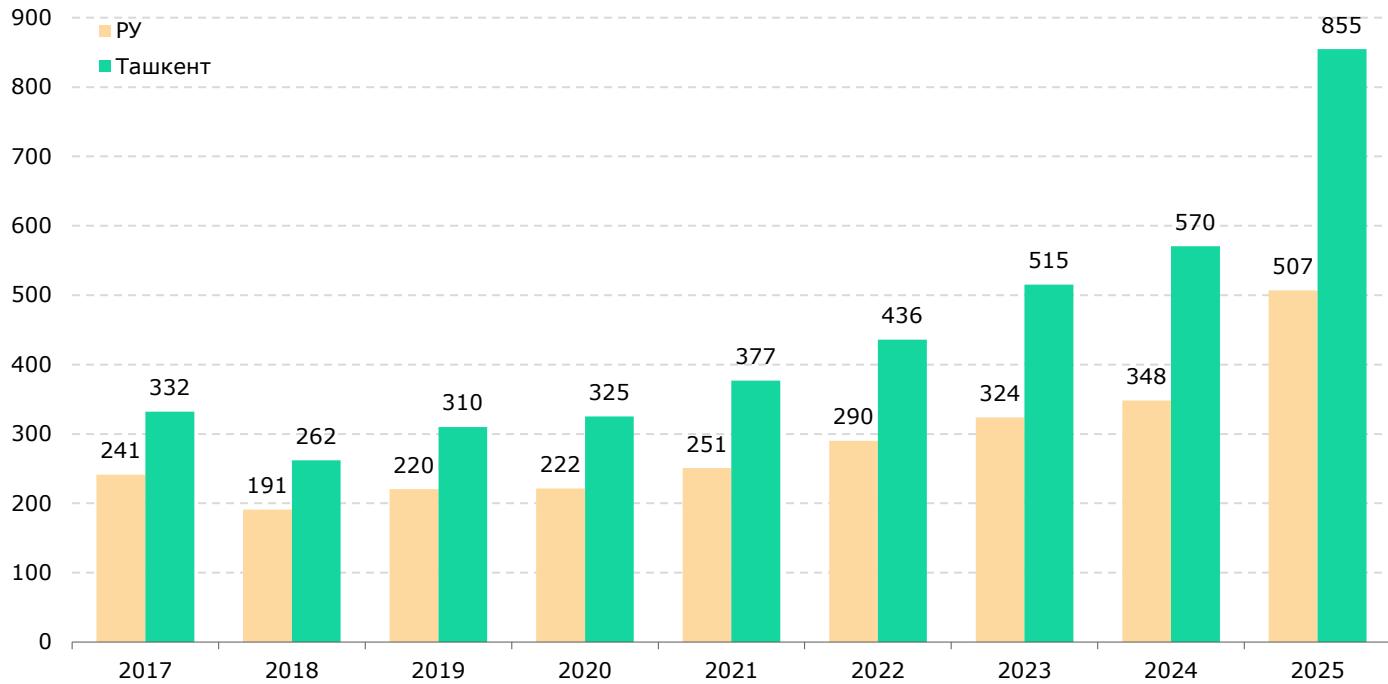
Рис. 12. Накопленные ПИИ, \$ млрд (нетто)

	1992-2014	2015-2024
Таджикистан	3.0	2.1
Кыргызстан	4.0	2.9
Молдова	4.4	3.2
Армения	6.7	3.3
Узбекистан	8.9	19.1
Грузия	13.5	15.8
Беларусь	19.5	14.8
Туркменистан	26.7	17.5
Азербайджан	56.0	9.1
Казахстан	128.5	57.2
РФ	511.4	99.3

Источник: ВБ

Средняя заработная плата достигла \$500

Заработная плата в республике отличается позитивной динамикой, ее среднемесячный размер с начала 2022 года практически удвоился и достиг 6,4 млн сум в 2025 году, а с 2017 года зарплаты выросли в 5 раз. В долларовом эквиваленте размер средней зарплаты в Узбекистане составил \$507, для сравнения в городе Ташкенте она существенно выше и достигла \$855. При этом с 2017 года зарплаты в долларовом эквиваленте удвоились по стране, а в г. Ташкенте выросли сильнее в 2,5 раза. В то же время есть области, где средняя зарплата ниже республиканской на 20-30%. Среди областей самая высокая зарплата отмечена в промышленно развитой Навоийской области, где она на 23% выше средней по республике.

Рис. 13. Динамика среднемесячной заработной платы, \$


Источник: НКС

Размер минимальной зарплаты (МРОТ) в Узбекистане в настоящее время составляет 1,27 млн (~ \$100) и увеличился на 10% с августа 2024 года. Стоит отметить, что с началом перехода к рынку менялась и социальная политика. К примеру, в 2016 году размер МРОТ составлял лишь примерно 10% от средней зарплаты в стране, тогда как в настоящее время он соответствует 26%, что демонстрирует определенный прогресс с учетом избыточного предложения трудовых ресурсов. Размер МРОТ в республике применяется как нижняя граница оплаты труда работников во всех организациях.

В разрезе отраслей в 2025 году наиболее высокая среднемесячная зарплата сложилась в финансовой сфере в размере \$1 399, напротив, самая низкая в С/Х – \$259. Более близкая к среднереспубликанской зарплата сложилась в строительстве – \$521, немногим выше она была в обрабатывающей промышленности – \$573.

Во всех отраслях происходило значительное увеличение номинальной заработной платы, интересно отметить, что с рыночными изменениями наиболее быстрыми темпами росла оплата в сфере услуг. Так, с 2017 года в сфере недвижимости сложился самый высокий рост заработной платы – в 9 раз, в 7,5 раз они повысились в госуправлении, примерно в 7 раз произошел подъем в профессиональной научной и технической, а также в финансовой сфере. На этом фоне в промышленности зарплаты выросли более чем скромно лишь в 3,5 раза, в бюджетной сфере: образования и здравоохранении четырехкратный подъем.

Следует заметить, что ранее в Узбекистане ощущался недостаток высококвалифицированных кадров. Количество выпускников ВУЗов находилось в пределах 60 тыс. в год, однако за короткое время их число удалось нарастить до свыше 200 тыс., тогда как число ВУЗов выросло в три раза. Это изменение определенно помогает более адекватно отвечать рыночным запросам.

Важным достижением реформы было устранение института прописки, который привязывал работников к их рабочим местам и ограничивал миграцию. Так, можно отметить, что количество занятых в бюджетной сфере практически не менялось до 2017 года. В других отраслях их увеличение с 2010 года в среднем составило 16%. При этом даже в сельском хозяйстве происходило увеличение занятых.

Рис. 14. Заработка \$ и численность занятых по отраслям

Отрасль	2017	2019	2021	2023	2025	Числ-ть занятых 2024 (тыс.)
C/X	109	149	180	221	259	3 241
Обрабатывающая	256	349	369	445	573	1 548
Строительство	220	290	369	422	521	1 360
Торговля	207	260	296	408	553	1 505
Транспорт	251	313	395	558	768	602
Проживание и питание	128	184	224	336	405	364
Телеком	309	418	519	863	1 216	99
Финансовая	333	507	774	1 088	1 399	79
Недвижимость	88	102	177	246	437	63
Госуправление	172	297	388	531	776	635
Образование	143	194	215	255	348	1 320

Источник: НКС

Ситуация на рынке труда начала существенно меняться вместе с реформами. С 2017 года количество занятых в сельском хозяйстве сократилось на 12%, в промышленности на 5%, на транспорте на 8% и на 9% в сфере недвижимости. Напротив, в телекоммуникациях количество занятых возросло сразу на 53%, что связано с широким проникновением IT услуг. На 49% выросла занятость в предоставлении прочих услуг, на 41% во вспомогательной деятельности.

На 10-15% повысилось число работников в госсекторе, предоставлении услуг по проживанию и питанию и финансекторе. Всего на 2% выросла занятость в торговле, однако и ранее количество работников в ней было на высоком уровне в 1,5 млн.

Таким образом, поворот к рынку привнес значимые изменения в распределении трудовых ресурсов и их оплате. Зарплата в реальном выражении начиная с 2018 года в республике стабильно росла на уровне 7% в среднем и опережала рост ВВП примерно на 6% в том же периоде.

Несмотря на происходящие изменения, рынок труда Узбекистана по-прежнему сталкивается с серьезными трудностями. Рост занятости отстает от демографического, так, с 2016 года численность занятых выросла на 7,2%, тогда как население в трудоспособном возрасте на 8,3%. В структуре занятых за последние 10 лет опережающими темпами выросла численность занятых в госсекторе на 11,8% до 2,6 млн, при более скромном в частном на 6,3% до 11,7 млн.

С 2020 года был расширен список деятельности самозанятых, после чего резко увеличилось их количество, которое достигло 4,5 млн (2024). Тем самым из тени вышла огромная масса занятых, что указывает на масштабность проблем по адекватному учету рабочей силы. Кроме того, в стране регистрируется примерно 5 млн (+11,7%) экономически неактивных лиц. Таким образом, все еще широко распространена неформальная занятость, также экономическая активность среди женщин составляет только 66%, по разным оценкам, более миллиона граждан представляют собой трудовые мигранты.

Рис. 15. Заработная плата, \$ по странам

	Азербайджан	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Молдавия	Россия	Таджикистан	Узбекистан
2014	567	381	590	675	229	291	856	165	436
2019	374	380	523	488	247	412	739	140	263
2024	594	731	705	864	414	786	964	214	348

Источник: профильные ведомства * в 2014 г. зарплата в РУ выше из-за нерыночного обменного курса

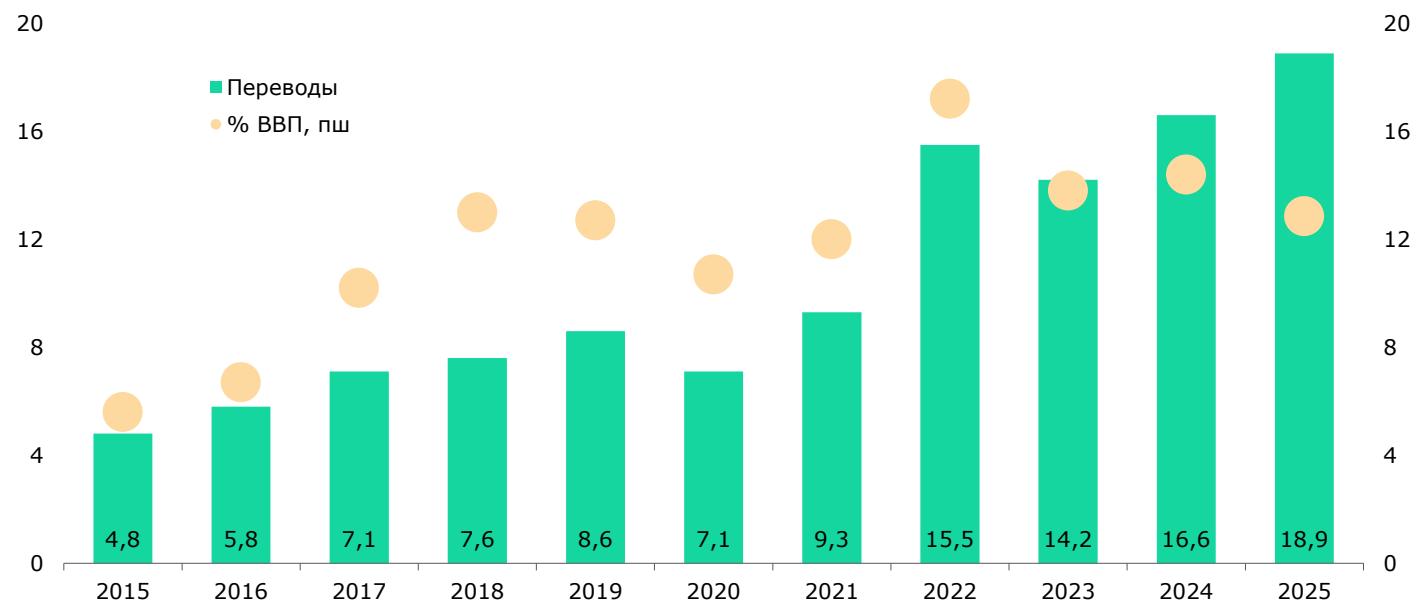
Общие трудовые ресурсы в Узбекистане превышают 20 млн человек, что создает трудности с их обеспечением рабочими местами. Хотя реформы способствовали повышению мобильности и прозрачности на рынке труда, многое еще предстоит сделать. В частности, в настоящее время планируется повышение пенсионного возраста, который в республике не менялся с начала независимости и составляет 55 лет для женщин и 60 лет для мужчин. Так как экономика не в состоянии генерировать достаточно качественных рабочих мест, необходимы усилия по подготовке кадров для их легального трудоустройства за границей.

Рис. 16. Структура трудовых ресурсов


Источник: НКС

Переводы мигрантов существенно выросли

Исторически трудовые мигранты обеспечивают важный источник доходов населения и валютных поступлений страны. Официальные данные по количеству трудовых мигрантов не публикуются. Международная организация по миграции оценивала, что 1,35 млн граждан Узбекистана трудились за рубежом в конце 2024 года. Трудность учета мигрантов связана с сезонным характером их занятости и зачастую нелегальным статусом их пребывания. Хотя Узбекистан имеет соглашения с различными странами в области легального трудоустройства своих граждан, значительная их часть не регистрирует своего статуса, в особенности в странах ближнего зарубежья.

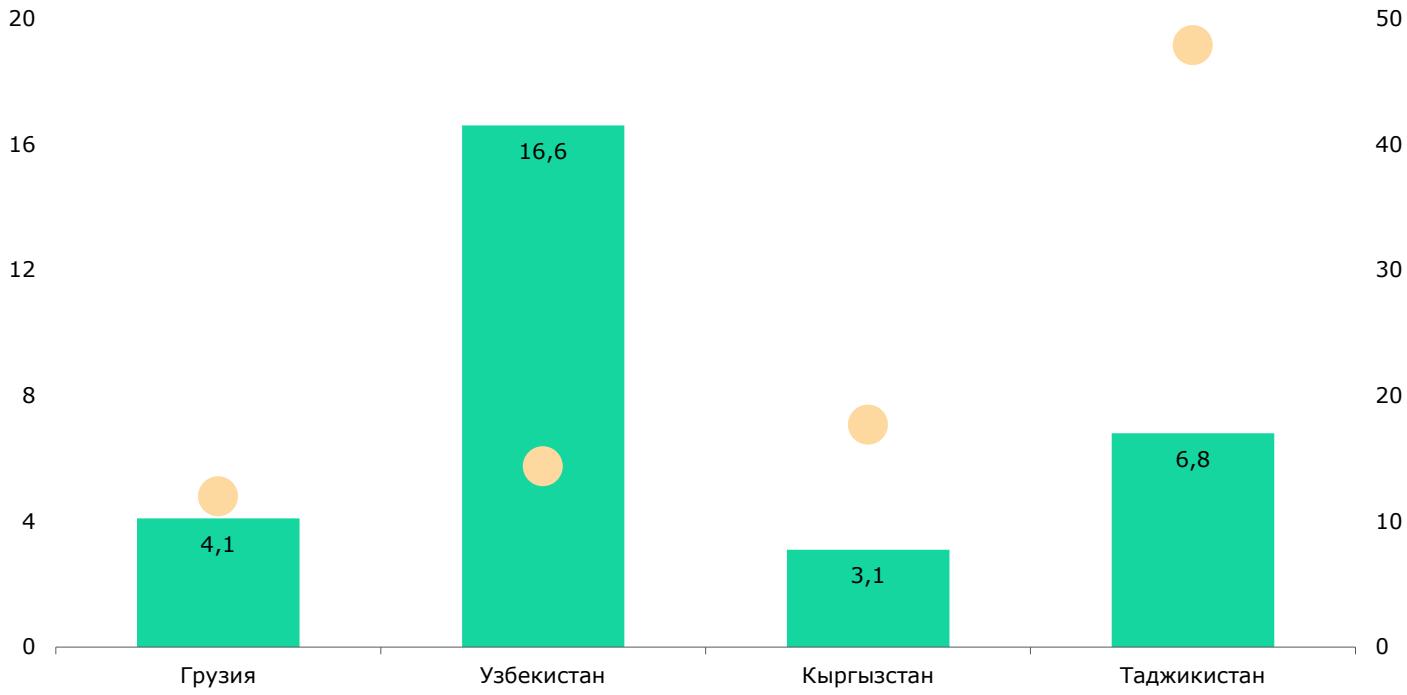
Рис. 17. Трансграничные переводы, \$ млрд, % ВВП


Источник: ЦБУ

Переводы мигрантов в силу своих масштабов оказывают заметное позитивное влияние на экономику за счет снижения бедности, покрывая потребности домохозяйств мигрантов на родине. Повышение покупательной способности семей мигрантов стимулирует развитие местного предпринимательства. Важное значение валютные потоки от доходов мигрантов играют для финансирования дефицита торгового баланса Узбекистана, тем самым обеспечивая страну необходимой импортной продукцией. Особенно заметно трансграничные переводы возросли после пандемии, что может говорить о возросшем спросе на их труд за рубежом и расширении стран, которые привлекают мигрантов. В 2022 году поступления превысили сразу \$15 млрд, в 2024 году \$16,6 млрд, а за 2025 год уже достигли \$18,9 млрд – абсолютный рекорд и удвоение за последние 5 лет.

Несмотря на преобладающую долю поступлений мигрантов Узбекистана в регионе – переводы превысили \$16 млрд в 2024 году, что было выше \$10 млрд соседних Таджикистана и Кыргызстана, но в относительном выражении эти средства находятся заметно ниже. Так, в Таджикистане размер переводов мигрантов сопоставим половине ВВП страны и в чем-то даже поддерживает своеобразную модель экономики. В Кыргызстане эти средства соответствуют пятой части ВВП страны, тогда как в Узбекистане только 14%. В то же время в 2022 году их размер превышал 17% от ВВП, тем самым рабочие мигранты выступают естественным инструментом регулирования занятости в стране, сглаживая напряжение на рынке труда, а также обеспечивая приток валюты. В ближайшее десятилетие, по оценке ООН, население Узбекистана будет прирастать примерно на 600 тыс. ежегодно, при этом в стране создается только примерно половина рабочих мест относительно прироста населения (248 тыс. в 2024, 308 тыс. в 2023). Таким образом, Узбекистан еще долго будет полагаться на мигрантов, чему также будет способствовать расширяющийся список стран, с которыми республика заключает соглашения в области трудоустройства и прав своих соотечественников.

Рис. 18. Переводы по странам, \$ млрд, % ВВП



Источник: НКС

Двухзначные темпы роста торговли

Сфера торговли одна из значимых отраслей экономики и крупнейшая в сфере услуг, генерирует свыше 6% от ВВП страны. В последние годы темпы роста замедлились, но сохраняются на

устойчивых двузначных темпах. В структуре торговли доминирует оптовая с удельным весом в 73%. Как в оптовой, так и в розничной торговле преобладают субъекты малого предпринимательства с долей в 71,7% и 81,8% соответственно.

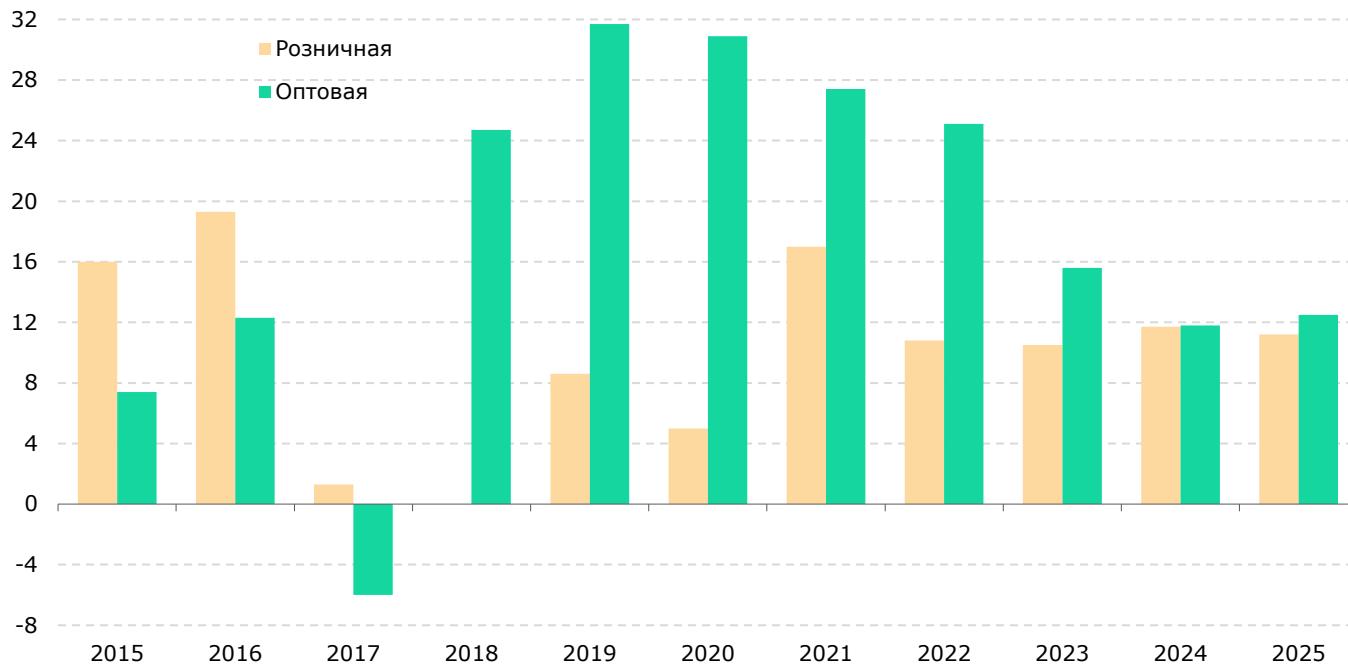
Товарная структура в розничной торговле на удивление стабильна, так, если десять лет назад доля продовольственных товаров в общем товарообороте составляла 47%, то в 2024 году она уменьшилась только до 46%. Несмотря на существенную долю продуктов питания в товарообороте, население в Узбекистане достаточно хорошо обеспечено товарами длительного пользования. Для сравнения, ВВП на душу в Азербайджане превышает \$7 тыс. и более чем в два раза выше показателя Узбекистана, в то же время обеспеченность основными товарами в Узбекистане заметно выше. Данное расхождение можно объяснить наличием внутреннего производства бытовых приборов в Узбекистане и, кроме того, вероятно, более близким расположением Китая, что повышает доступность вышеописанных товаров.

Рис. 19. Обеспеченность отдельными товарами, штук на 100 домохозяйств (2024)

	Телевизоры	Компьютеры	Холодильники	Стиральные машины	Э/пылесосы	Автомобили на 1000 чел.
Азербайджан	112	66	103	93	95	146
Беларусь	160	93	149	101	100	339
Казахстан	111	82	146	98	95	239
Кыргызстан	109	13	102	92	52	173
Узбекистан	177	73	121	101	82	111

Источник: профильные ведомства * телевизоры выходят из моды и в ряде стран происходит их сокращение

Рис. 20. Динамика продаж, % г/г



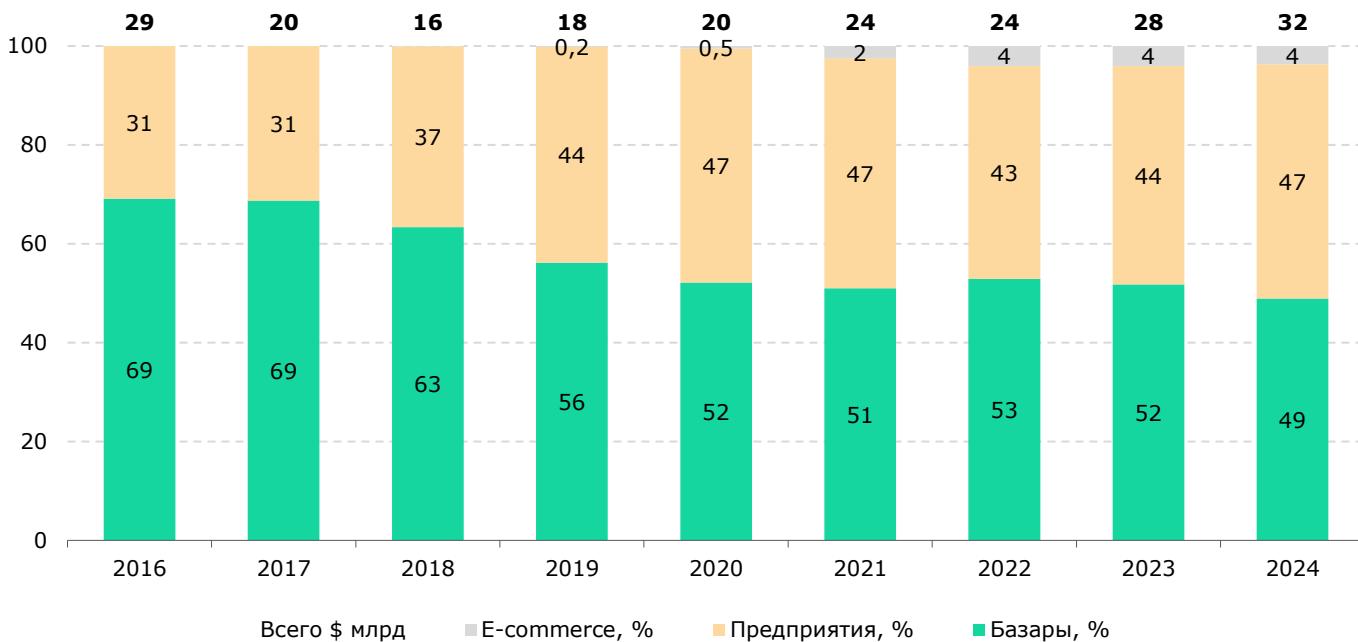
Источник: НКС

Структура торговли в республике вместе с расширением оборота постепенно смещается к более цивилизованным форматам. По итогам 2024 года доля реализации на базарах упала ниже 50% при параллельном увеличении доли торговых предприятий. Также наблюдается определенное расширение электронной торговли до 4%, однако ее продвижение пока сдерживается

неразвитостью складской инфраструктуры и пока невысокой емкостью рынка. Так, в 2025 году оборот розницы достиг \$38 млрд, что ниже \$51 млрд в Казахстане. В то же время в пользу Узбекистана можно отметить более динамичный рост экономики вместе со структурной трансформацией, а также высокую плотность населения в 85,5 человек на кв. км против всего 7,6 на кв. км в Казахстане.

Для розницы наиболее значимыми рынками являются г. Ташкент и одноименная область, где реализуется 26,4% и 9,4% всего оборота, и в совокупности в них проживает более 6 млн человек с наиболее высокими доходами. В целом темпы роста оборота торговли находятся на высоком уровне повсеместно по всей республике, в пределах 8-14% в годовом выражении. Помимо доходов поддержку торговле оказывает и рост кредитования физлиц, портфель которых за год вырос на 24% номинально и также быстро увеличивался в последние годы.

Рис. 21. Структура и объем розничной торговли, %, \$ млрд



Источник: НКС

Параметры бюджета стабилизируются

В дореформенный период Узбекистан придерживался консервативного подхода в сфере госфинансов, когда доходная и расходная часть бюджета находились в относительно сбалансированном состоянии. Однако, встав на путь реформ, республика столкнулась с новыми задачами, которые требовали увеличения затрат на экономику и социальную сферу, компенсации выпадающих налоговых доходов из-за стимулирования бизнеса. С запуском налоговых реформ значительно упрощалась система налогообложения, отменялись избыточные льготы и преференции. В то же время в переходный этап власти проводили осторожную политику, что позволило как сохранить высокие темпы экономического роста, так и удерживать сбалансированность бюджета, чему также способствовало наличие собственных минеральных ресурсов. Так, в 2017-2018 гг. за счет сокращения расходов регистрировался профицит консолидированного бюджета на уровне 1-1,6% от ВВП. При этом и международные организации рекомендовали властям придерживаться постепенности в реализации реформ, которые бы были нейтральными для доходной части бюджета.

Среди реформ этого периода можно отметить: снижение ставки НДС в 2019 году с 20% до 15%, налога с оборота с 5% до 4%, налога на имущество с 5% до 2%, налоговая нагрузка на ФОТ

снизилась в полтора раза. Параллельно унифицировалась нагрузка на малый и крупный бизнес, расширился охват по налогообложению и повышалась прозрачность госфинансов.

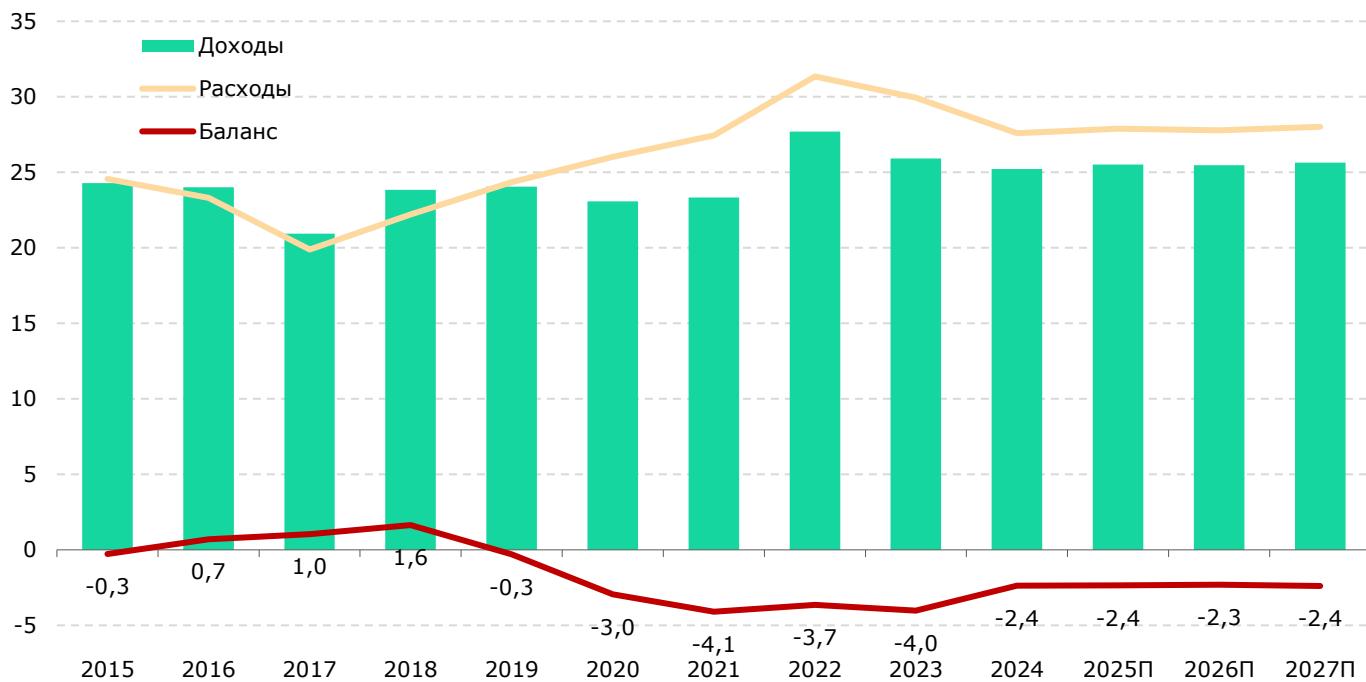
В постпандемийном периоде расходы консолидированного бюджета вынужденно росли опережающими темпами, что привело к определенному ухудшению сбалансированности бюджета. В 2021 году дефицит достиг 4,1% от ВВП, в 2023 году 4% от ВВП, после чего улучшился до 2,4% от ВВП в 2024-2025 годах. В 2023 году ставка НДС была снижена еще на 3pp до 12%, при этом отменялись отдельные льготы по данному налогу. Консолидирование внебюджетных фондов в 2020 году было усилено за счет включения в бюджет операций Фонда реконструкции и развития Узбекистана, а также и других ранее не входивших в него потоков.

Как отмечают сотрудники МВФ, власти Узбекистана проводят недостаточную работу по повышению доходной части бюджета, налоговые доходы по ключевым статьям снизились с 16,8% от ВВП в 2020 году до менее 15% в 2024 году. Напряженная ситуация с пополнением бюджета связана с политикой налоговых преференций, которая используется для стимулирования экономики, однако эффективность данных мер поддержки является невысокой. В этих условиях МВФ рекомендовал госорганам сконцентрировать усилия на как минимум восстановлении прежнего уровня сбора утраченных налогов, расширении охвата, улучшении администрирования и отмены различных налоговых послаблений.

В сфере расходов МВФ видит возможности для повышения эффективности госрасходов, контроле проектов ГЧП и реформе пенсионной системы. Дефицит консолидированного бюджета, по прогнозу МВФ, в ближайшие годы может стабилизироваться на уровне 3% от ВВП, что совпадает с оценками самого правительства РУ.

Агентство Fitch также считает, что дефицит составит в среднем 3% от ВВП в 2025 и 2026 гг., ввиду того что правительство по-прежнему заинтересовано в сдерживании увеличения расходов. Реформы, направленные на повышение мобилизации доходов, могут обеспечить дополнительный запас прочности бюджетной системы.

Рис. 22. Параметры консолидированного бюджета, % ВВП



Источник: МВФ

На фоне стабильных бюджетных дефицитов с 2019 года размер государственного долга Узбекистана более чем удвоился с \$17,8 млрд до \$44 млрд в Зкв 2025 года. Внутренний долг за этот период

вырос наиболее быстрыми темпами в 3,4 раза, опередив 2,3-кратный подъем внешнего долга. Несмотря на такое быстрое расширение номинальных показателей долга, в относительном выражении его повышение было более умеренным с 26,5% от ВВП до 32% от ВВП, при этом почти 90% долга представляют собой долгосрочные обязательства, хотя и преимущественно деноминированные в иностранной валюте. В случае если государству удастся стабилизировать дефицит бюджета на уровне 3% от ВВП, траектория движения госдолга станет более предсказуемой и управляемой.

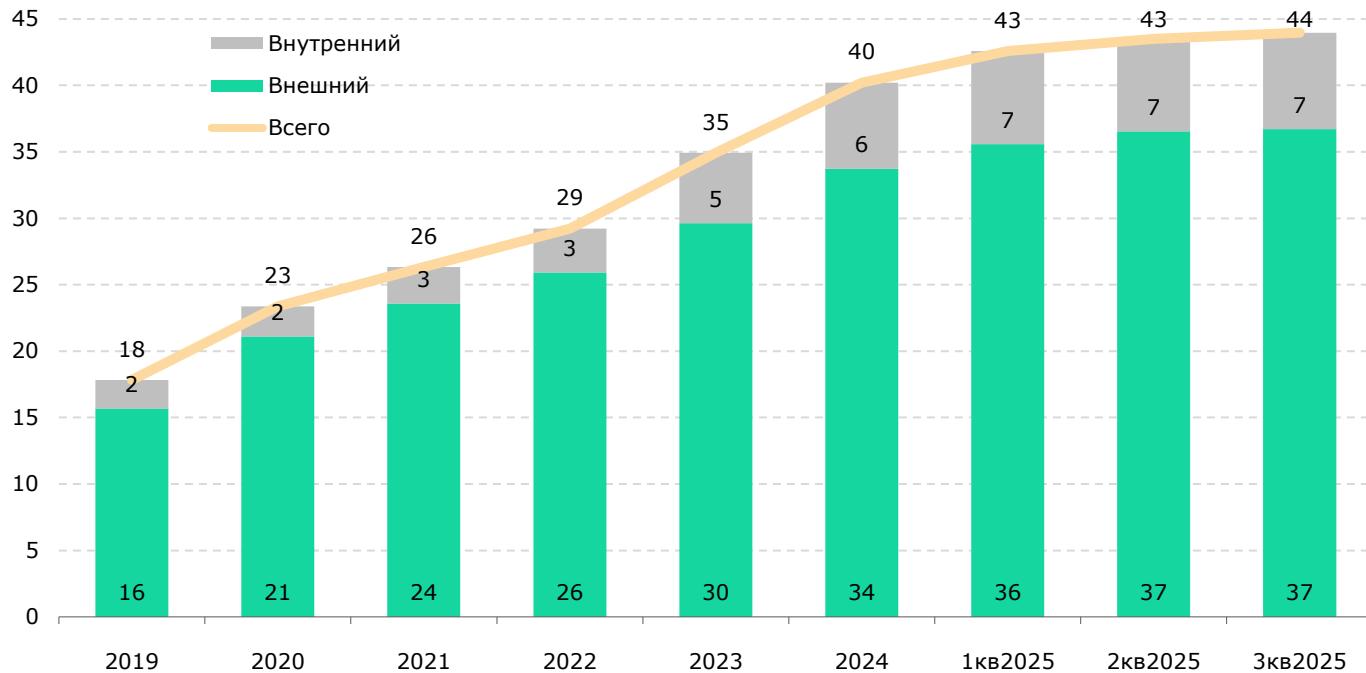
Рис. 23. Параметры госдолга РУ, \$ млрд

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Зкв 2025
Госдолг, \$ млрд	17,8	23,4	26,3	29,2	34,9	40,2	44,0
% от ВВП	27	35	34	32	34	35	32

Источник: Мин-во экономики и финансов РУ

По прогнозам Fitch, отношение госдолга к ВВП (без учета внешних гарантий) составит около 32% в 2025 и 2026 гг., что существенно ниже медианного показателя для категории стран с рейтингом «ВВ», равного примерно 54%. Почти 89% долга номинировано в иностранной валюте, значительную долю составляет льготный долг. Средний срок погашения внешнего долга чуть более 9 лет. Государственный долг, обеспеченный прямыми гарантиями, составляет около 6% от ВВП. По оценкам агентства, чистый долг расширенного правительства, без учета депозитов центрального правительства, составлял около 26% от ВВП на конец 2024 года (снижение по сравнению с 2019 годом, когда он составлял примерно -6% от ВВП). Негарантированный внешний долг предприятий в госсобственности составлял около 5% от ВВП, а внешние заимствования государственно-частных партнерств – около 4% от ВВП на конец 2024 года.

Рис. 24. Структура госдолга, \$ млрд



Источник: Мин-во экономики и финансов РУ

Инфляция остается повышенной, поддерживая жесткость ДКП

В начале 2010-х гг. инфляция в Узбекистане устойчиво снижалась за счет цен на продукты питания и услуги. Данной тенденции способствовали фиксированный курс и стабильная ситуация в экономике. В результате инфляция со свыше 7% к началу реформ в 2016 году опустилась до менее 6%, а изменения продуктовых цен фиксировались близко к нулю. Старт либерализации экономики с поэтапным переходом к рыночным механизмам на товарных рынках кардинально изменил положение и развернул продолжительный дезинфляционный тренд.

В настоящее время цены на потребительском рынке Узбекистана постепенно стабилизируются после запуска рыночных реформ в 2017 году, спровоцировавших всплеск инфляции до 14-15% в 2017-2019 гг. Обменный курс сума в этом периоде упал в три раза к доллару США в связи с переходом к свободному (управляемому) плаванию. Либерализация валютного рынка как весомый триггер для инфляционных ожиданий, безусловно, не могла не отразиться на внутренних ценах, на которые реагировали все компоненты потребительской корзины.

В 2023 году инфляция замедлилась до однозначного значения в 8,8%, но в 2024 году опять ускорилась до 9,8% на фоне перехода к рыночным ценам на энергоносители и внедрению соцнорм потребления (сверхнормативное потребление оплачивается по рыночным ценам), прежде всего это сказывается на сфере ЖКУ, когда тарифы выросли сразу на 38%. Отметим, что вес услуг в общей потребительской корзине составляет только 22,8%, в то время как основной вес приходится на продукты питания – 45,3% и непродовольственные товары – 31,9%.

В 2025 году правительство РУ приняло решение о том, что тарифы на природный газ и электричество будут пересматриваться ежегодно. Индексация будет проводиться 1 мая каждого года с учетом уровня инфляции, но не более чем на 10%. Тем самым в прошлом году реформы в сфере административного регулирования цен были finalизированы. Данное решение было обусловлено недостатком генерирующих мощностей и нарастающим дефицитом газа. Для увеличения генерации электроэнергии и сокращения спроса на газ государству пришлось привлекать частных инвесторов, что, соответственно, и повлекло необходимость подстройки тарифов под рыночные условия. Кроме того, благодаря нововведению сократится нагрузка на бюджет с 2028 года из-за планируемого прекращения субсидирования разницы между отпускной и рыночной ценой на газ и э/энергию.

Рис. 25. Инфляция и основные компоненты, %



Источник: НКС

Переход к ИТ

Как и во многих других странах, ценовая стабильность определена как основная задача Центрального банка Узбекистана. Ранее, до 2019 года, целью ЦБ Узбекистана было обеспечение стабильности национальной валюты. Переход к реформам в экономической сфере в 2017 году повлек необходимость реализации центральным банком мероприятий по подготовке к режиму инфляционного таргетирования. Данный режим рассматривался властями как наиболее подходящий и опирался на примеры его успешной имплементации в других странах, в частности в РФ.

В рамках подготовительных мероприятий, в первую очередь, был унифицирован официальный и параллельный обменные курсы, в результате чего курс сумма девальвировал к доллару США за год с 3,2 тыс. до 8,1 тыс. Для полноценного функционирования рыночного курсообразования либерализовались транзакции с валютой, с отменой обязательной реализации валюты предприятиями на внутреннем рынке.

Параллельно с 2018 года был расширен набор товаров и услуг потребительской корзины с 350 до 386, при этом отменялось госрегулирование части продовольственных товаров. В последующем дерегулированию подлежали энергоносители и коммунальные услуги. С 2020 года перечень товаров и услуг, входящих в расчет ИПЦ, был расширен до 510, а с 2024 года начато использование альтернативных источников данных для потребительской корзины. Эти меры позволили улучшить охват, точность и оперативность данных по инфляции, что, в свою очередь, облегчает задачу прогнозирования инфляционных процессов для Центрального банка.

Отменено госрегулирование цен на 28 товаров и услуг:	Пшеница, хлопок, удобрения, топливо, хлеб. Упразднено субсидирование в энергетике и ЖД транспорте.
2019	→ 2025 гг.

Формирование обязательных резервов банков с 2018 года стало производиться исключительно в национальной валюте независимо от валюты привлеченных обязательств, тогда как ранее в структуре обязательных резервов коммерческих банков в ЦБ доля иностранной валюты превышала 90%. Также унифицировались нормативы по депозитам юридических и физических лиц и повышались нормы по депозитам в иностранной валюте.

До 2011 года Минфин РУ выпускал облигации на местном рынке, но с 2012 года в связи со сбалансированностью бюджета перестал осуществлять новые эмиссии. Однако для формирования бенчмарка кривой, а также с увеличением бюджетных расходов с 2018 года были возобновлены выпуски государственных ценных бумаг. Для управления ликвидностью внедрялись регулярные операции на открытом рынке, а коридор процентных ставок формировался вокруг ставки рефинансирования, которая с середины 2017 года была提高到 9% до 14% и 16% с осени 2018 года. При инфляции, формировавшейся выше 14%, реальные ставки были умеренно положительными.

С начала 2020 года в соответствии с Указом президента «О совершенствовании денежно-кредитной политики с поэтапным переходом на режим инфляционного таргетирования» ЦБ Узбекистана приступил к непосредственной реализации новой политики для достижения таргета инфляции в начале 10% в 2021 году и 5% с 2023 года.

В рамках данного Указа совместно с Кабинетом Министров РУ предусматривался комплекс мер:

- проведение скоординированной монетарно-фискальной и антимонопольной политики;
- продолжение реализации структурных преобразований в отраслях экономики с ускорением перехода к конкурентной рыночной экономике, повышением конкурентоспособности местных производителей и формированием полноценных рынков товаров и услуг;
- последовательная либерализация регулируемых цен, направленная на переход к современным методам антимонопольного и ценового регулирования, а также расширение производственной инфраструктуры;

- реформирование банковской системы, а также финансовых рынков с целью развития институтов финансового посредничества для трансформации сбережений.

Для обеспечения стабильности цен совместные усилия фокусировались на координации налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, а также реализации структурных реформ экономики.

В частности:

В сфере налогово-бюджетной политики планировалось обеспечить эффективный контроль за соблюдением бюджетной дисциплины, улучшить налоговое администрирование, повысить эффективность централизованных инвестиций, сократить дефицит общего фискального баланса до уровня, не превышающего 1,5% от ВВП и т. д.

В сфере структурной политики спектр задач носил более обширный характер, среди которых ключевыми выступали: модернизация и расширение производственной и транспортной инфраструктуры; внедрение механизма государственно-частного партнерства; улучшение конкурентной среды и повышение роли частного сектора; повышение качества логистических услуг, инфраструктуры оптовой торговли и хранения товаров; укрепление институциональных основ прав собственности и гарантий предпринимательской деятельности; сокращение доли государства; обеспечение прозрачности ценообразования монопольных предприятий, определение сроков либерализации регулируемых цен (тарифов) на среднесрочную перспективу с учетом целей по инфляции; пересмотр практики предоставления налоговых и таможенных льгот, субсидий, преференций и льготных кредитов; развитие рыночных механизмов в области государственных закупок, повышение их прозрачности и подотчетности; проведение активной коммуникационной политики и т. д.

Принимая во внимание всю сложность процесса внедрения режима инфляционного таргетирования в условиях, когда Узбекистан находится в фазе структурных изменений экономики, результаты реализации перехода пока выглядят неоднозначными. В плане операционного регулирования финансового рынка Центральный банк вполне успешно справляется со своими задачами, хотя и есть возможности для улучшения информационной и коммуникационной практики.

Прогресс в вопросах, относящихся к сфере ведения других госорганов, пока достигнут не в полной мере. Это касается значительного размера дефицита бюджета, откладывания приватизации крупных госпредприятий, немонетарных факторов инфляции и других вопросов. Так, Стратегией реформирования банковского сектора предусматривалось сократить долю участия государства в банковской системе до 40% к концу 2025 года, однако в 2022-2024 гг. были приватизированы только три банка с долей в 7% в активах сектора, IPO нескольких госбанков так и не реализовались, это, в том числе, сдерживает развитие финансового сектора.

Среди определенного прогресса можно отметить такие структурные изменения, как: доля льготных кредитов (по ставке ниже основной ставки ЦБ) на конец 2024 года сократилась до 27% по сравнению с 60% в 2019 году, за тот же период доля кредитов в иностранной валюте снизилась со свыше 50% до 43% соответственно.

Здесь можно упомянуть, что, по мнению аналитиков МВФ, рынок капитала не получил достаточного развития, это в конечном итоге влияет на долларизацию и недостаток в стране длинных денег. Рост бюджетного дефицита и государственного долга может осложнить денежно-кредитную политику в будущем. Немаловажно и то, что сама по себе либерализация цен не приведет к снижению издержек и цен, если не будут созданы конкурентные рынки.

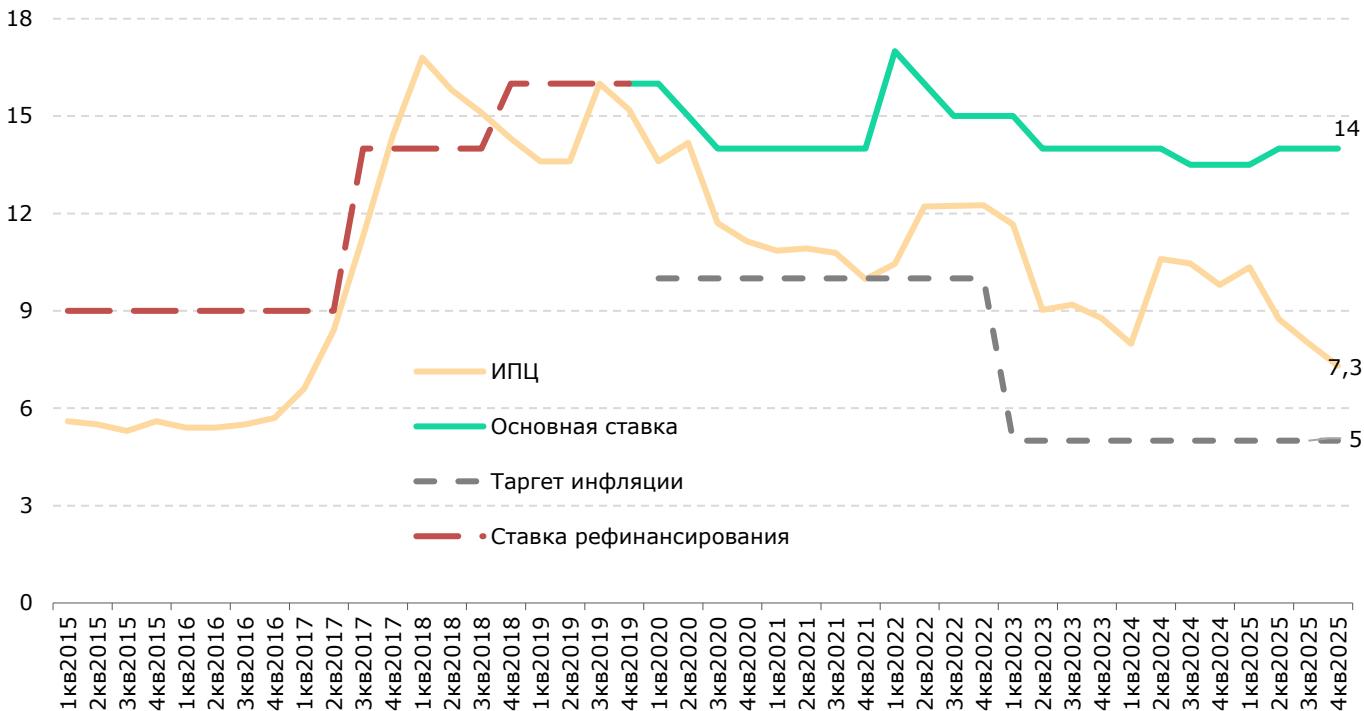
В то же время, как представляется, сам изначальный план мероприятий был чересчур амбициозным – с попытками «оптом» решить многие проблемы, при этом не имея достаточного опыта функционирования экономики в рыночных условиях, и его реализация сдерживалась по объективным причинам. Переход на инфляционное таргетирование совпал с пандемией, позднее резко усилилась геополитическая напряженность, в том числе война в Украине. Данные события сопровождались усилением инфляционного давления в мире и возросшими процентными ставками.

В начале реформ с конца 2017 года инфляция резко достигла двузначных уровней, однако, несмотря на повышение ставки рефинансирования, процентные ставки в реальном выражении находились в отрицательной зоне. С 2020 года ставки по кредитам коммерческих банков в национальной валюте начали формироваться не ниже ставки рефинансирования ЦБУ. Через год коммерческие банки получили право самостоятельно определять уровень процентных ставок, улучшив трансмиссионный механизм денежной политики.

В подготовительный период перехода к ИТ основная ставка болеедержанно реагировала на ослабление инфляционного давления, как следствие, реальные ставки начали постепенно увеличиваться – вначале до 2%, но в дальнейшем параллельно с ходом либерализации цен расширились до примерно 6%. Несмотря на высокую реальную ставку и, соответственно, жесткую денежную политику, экономика сохраняла устойчивую траекторию роста, в то время как инфляция хоть и неустойчиво двигалась в сторону таргета ЦБ.

По нашему мнению, можно признать определенный успех в политике Центрального банка по стабилизации инфляции, которая в 2025 году опустилась до 7,3% в годовом выражении. Рост цен на продовольственные и непродовольственные товары стабилизовался вблизи таргета в 5%, тогда как на услуги пока находится на двузначной отметке, но в два раза ниже уровня предыдущего года. В текущем году, по прогнозу ЦБУ, инфляция замедлится до примерно 6,5% при темпе экономического роста в пределах 6,5-7%. При этом, как отмечал председатель ЦБУ: «Мы больше не ожидаем роста цен в секторах с административным регулированием, и теперь можем сосредоточиться на работе по снижению инфляции».

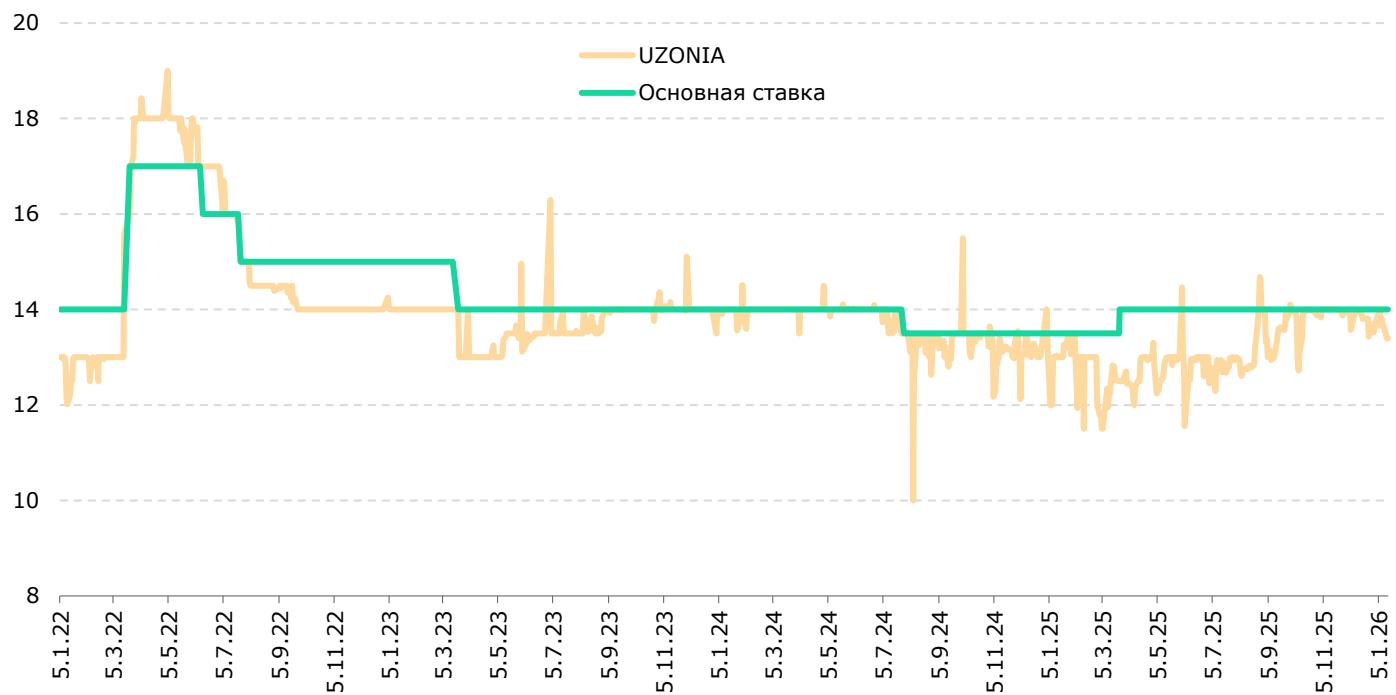
Рис. 26. Ставка Центробанка РУ и инфляция



Источник: ЦБУ, НКС

Краткосрочные ставки на денежном рынке в целом следуют за основной ставкой и преимущественно складываются ниже её, что, в особенности стало выражено с 2024 года. Этому способствовало расширение ликвидности и привлекательные ставки по депозитам, которые в реальном выражении были положительными.

Рис. 27. Ставки на денежном рынке



Источник: ЦБУ * UZONIA - средний уровень овернайт процентных ставок

Международные резервы выросли, а обменный курс сумы укрепился

С момента перехода к плавающему курсу в 2017 году среднемесячное изменение курса национальной валюты составляло всего 0,4%. Исключения были крайне редки, к примеру, в начале ковида в 2020 году за апрель курс сумы ослабел на 6% за месяц. После начала войны в Украине за март 2022 года курс упал почти на 5% за месяц. Низкая волатильность обменного курса может поддерживаться за счет доминирующего положения госбанков на рынке.

Ввиду ограниченных колебаний курса национальной валюты сотрудники МВФ считают валютный режим в Узбекистане «crawl-like arrangement» – вариант ползучей привязки. С начала 2020 года накопленная инфляция в Узбекистане составила порядка 60%, а в США 23%, при этом узбекский сум ослаб к доллару только на 26% номинально, таким образом, его курс имел тенденцию не только к стабильности, но и укреплению в реальном выражении. В результате такой политики может ограничиваться гибкость обменного курса и подстройка под внешние рыночные изменения.

Ситуация на валютном рынке в ушедшем году складывалась довольно успешно для национальной валюты, на что влияли ослабление индекса доллара на мировом рынке, увеличение валютной выручки и поступлений денежных переводов из-за границы. Курс узбекского сума начал год с ослабления, но со второго квартала перешел к укреплению, которое усилилось в дальнейшем. Хотя на конец года сум подорожал к доллару на 7% с 12,9 тыс. до 12 тыс., среднегодовой курс сумы окреп к доллару всего на 0,5%. Столь существенные изменения обменного курса для узбекского сума довольно нехарактерное явление и отражают существенное улучшение внешних счетов.

Международные резервы

В силу консервативной валютной политики и ограничения на движение капитала международные резервы страны традиционно находились на высоком уровне. Последовательному увеличению резервов способствовало и значительное внутреннее производство золота, вследствие чего активы в золоте традиционно занимали превалирующее положение в составе общих резервов. Аккумулирование значительных резервов Узбекистаном выступает существенным буфером против внешних шоков, в то время как устойчивый рост стоимости золота подкрепляет данный эффект. На

наш взгляд, политика накопления резервов в республике может служить дополнительным фактором доверия для иностранных инвесторов в условиях короткой истории суверенных кредитных рейтингов страны.

Рис. 28. Международные резервы, \$ млрд, % ВВП

	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
\$ млрд	24,3	28,1	28,6	34,9	35,1	35,8	34,6	41,2	66,3
% ВВП	28,7	40,8	42,5	52,5	45,4	39,7	33,7	35,8	48,7
Валютные активы, \$ млрд	13,3	13,7	12,5	14,3	13,1	11,6	9,4	8,6	10,6
Активы золото, \$ млрд	10,6	14,0	16,3	20,2	20,9	23,1	24,6	32,0	55,1
Золото \$/унция	1 161	1 258	1 393	1 770	1 800	1 801	1 943	2 388	4 341

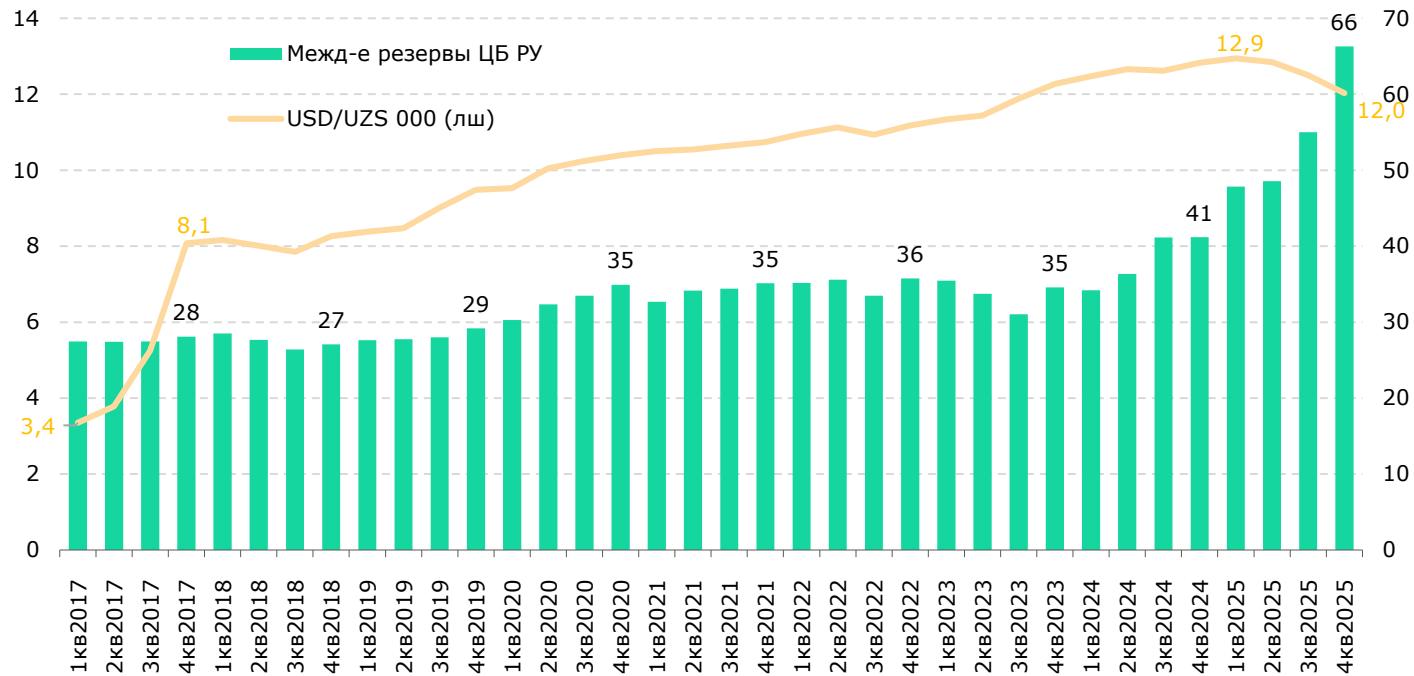
Источник: ЦБУ, НКС, ВБ

Благодаря благоприятной конъюнктуре на внешних рынках, в первую очередь в связи с повышением средней стоимости золота на 44% в 2025 году, международные резервы ЦБ РУ выросли с \$41,2 млрд до \$66,3 млрд или на 61%. В составе резервов активы в золоте занимают порядка 80%, что обуславливается высокими объемами его добычи в стране. Так как регулятор имеет преимущественное право покупки золота, они росли наиболее заметным и устойчивым образом в составе резервов, а их размер с 2015 года вырос более чем в пять раз.

В связи с существенными покупками золота Центральный банк придерживается принципа нейтралитета, т. е. продает иностранную валюту на сумму, равную стоимости купленного у местных производителей золота, чтобы стерилизовать влияние на ликвидность и обменный курс. В то же время сотрудники ЦБУ отмечали, что регулятор периодически изымал сопутствующую ликвидность другими инструментами, однако неизвестно в каком объеме и за счет каких инструментов.

В свою очередь, валютные активы с момента перехода к плавающему курсу в 2017 году умеренно снизились с \$14,4 млрд в октябре того года до \$10,6 млрд на минимуме в ноябре 2018 года. Таким образом, благодаря быстрой корректировке курса до альтернативного неофициального, удалось избежать значительных потерь, которые составили чуть больше четверти валютных резервов. К концу 2020 года валютные активы восстановились до прежнего уровня, но на фоне пандемии их размер практически неуклонно снижался до \$7,3 млрд в начале прошлого года. Тем не менее, в прошедшем году республика успешно выпустила суверенные евробонды на \$1,5 млрд, компании из частного сектора привлекли на внешних рынках еще порядка \$2 млрд, в результате валютные активы вновь подросли и превысили \$10,6 млрд.

С точки зрения достаточности резервов, их размер в Узбекистане в настоящее время достиг очень высокого показателя, указывая на рост устойчивости к внешним факторам. В соответствии с мировой практикой минимально достаточной считается величина резервных активов, соответствующая стоимости импорта товаров и услуг за 3 месяца. По нашим оценкам, текущих резервов ЦБУ достаточно для покрытия 14 месяцев импорта, что превышает показатели таких крупных стран, как Китай и Япония.

Рис. 29. Международные резервы и обменный курс


Источник: ЦБУ

Внешняя торговля на подъеме

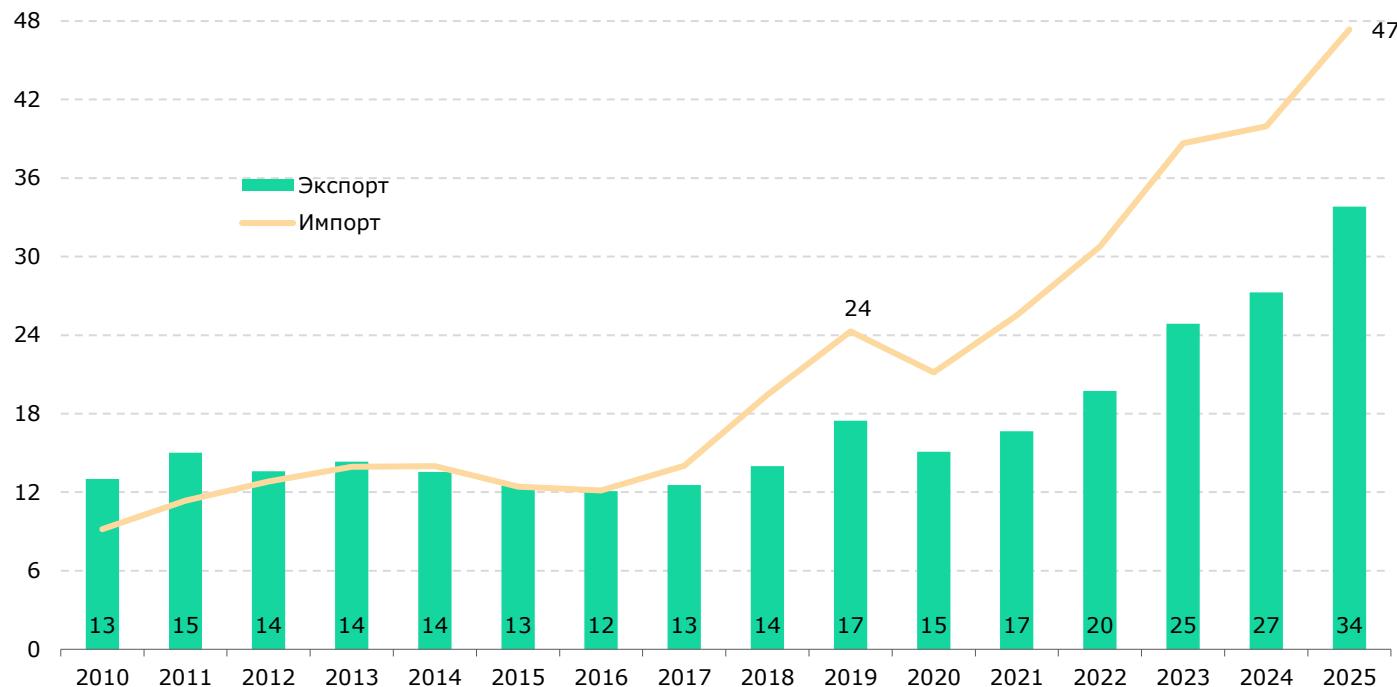
Внешняя торговля Узбекистана в дореформенный период характеризовалась стагнационной тенденцией как в импорте, так и экспорте. Внешнеторговый оборот в 2010 году находился на уровне 44% от ВВП, а к 2016 году опустился до 29% от ВВП. Данную тенденцию поддерживала политика жесткого регулирования экономики, нерыночный курс сумма, фактическая заморозка процесса вступления республики в ВТО. Однако ситуация кардинально изменилась с началом либерализации экономики, что активизировало внешнеторговые связи, тем более что промышленная база в Узбекистане не была утеряна, а наоборот, продолжала развиваться даже в условиях относительной закрытости экономики. По данным ВБ, размер средневзвешенного тарифа на импорт товаров в связи с началом реформ снизился с 8,7% в 2015 году до 2,6% в 2021 году.

Импорт товаров резко оживился в 2017 году, увеличившись на 15%, в 2018 году он вырос еще почти на 40%, после чего удвоился по итогам 2025 года до \$47 млрд. Опережающий рост импорта происходил на фоне активизации инвестиций, объем которых в долларовом эквиваленте увеличился в среднем на \$10 млрд по сравнению с периодом до 2017 года.

Экспортные поставки также начали расти, но более умеренно, на 11% в среднем в год. При этом торговый баланс перешел от профицита в \$4 млрд в 2010 году к дефициту в \$14 млрд в 2025 году, а объем внешнеторгового оборота поднялся до отметки в 55% от ВВП. Тем самым экономика перешла к большей открытости к внешнему миру. С учетом возросших проектов в стране, госорганы стремятся к расширению локализации производств путем кооперации местных производителей, что должно стимулировать увеличение валютной выручки.

В конце прошлого года представитель президента по взаимодействию с ВТО сообщил, что протоколы с большинством стран уже подписаны и страна рассчитывает вступить в ВТО в текущем году, хотя есть и определенные задержки со стороны самой организации. Среди стран бывшего СССР большинство уже являются членами ВТО и на сегодняшний момент ожидают вступления Азербайджан, Беларусь, Узбекистан и Туркменистан.

Рис. 30. Внешняя торговля РУ, \$ млрд



Источник: НКС

В структуре экспорта товаров Узбекистана доминирующее положение занимает золото, которое формирует порядка 40% внешних поставок товаров. В связи с развитием текстильной промышленности страна прекратила вывоз хлопка, вместо чего начав экспорттировать готовую обработанную продукцию более чем на \$3 млрд с долей свыше 10% в поставках. Также крупными статьями узбекского экспорта являются энергоносители, медь и овощи.

В структуре импорта доминирует продукция машиностроения, что можно связать с импортом инвестиционных товаров. К примеру, только самолетов закупается на \$1 млрд в год. В связи с истощением местных месторождений газа и внутренней переработкой его импорт практически с ноля вырос до \$2,5 млрд, так как республика стала нетто-импортером газа с 2023 года. Рост доходов населения стимулировал также ввоз потребительских товаров.

Рис. 31. Ключевые товары внешней торговли РУ в 2024 году

Экспорт			Импорт		
Товар	\$ млрд	Доля, %	Товар	\$ млрд	Доля, %
Золото	13,6	42,6	Продукция машиностроения	9,3	16,8
Текстиль	2,3	7,3	Энергоносители	6,4	11,4
Энергоносители	1,8	5,8	Транспорт и автокомпоненты	5,6	10,2
Медь	1,8	5,6	Электрооборудование	5,4	9,7
Одежда	1,2	3,7	Железо и сталь	3,0	5,5
Овощи	1,1	3,3	Фармпродукция	2,8	5,0

Источник: TradeMap

Во внешней торговле Узбекистана доминирующее положение занимают Китай, РФ и Казахстан, в совокупности на них приходится примерно 30% всего экспорта товаров и примерно 55% в импорте. Также страна активно торгует с Турцией, Кореей и Афганистаном, при этом уже на протяжении более 10 лет структура стран-торговых партнеров остается стабильной. В настоящее время Узбекистан завершает переговоры по вступлению во Всемирную торговую организацию и также, вероятно, рассмотрит возможность присоединения к ЕАЭС, вследствие значительности торговли со странами-участницами данной организации.

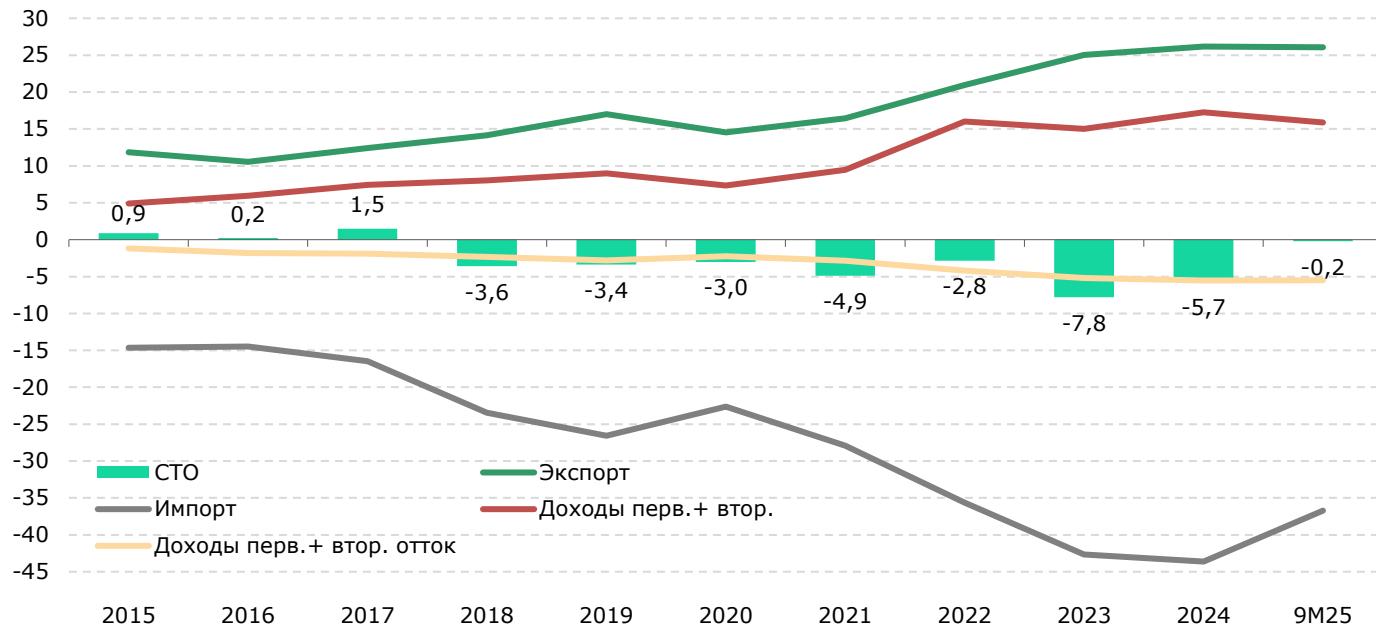
Рис. 32. Основные торговые партнеры РУ в 2024 году

Экспорт			Импорт		
Страна	\$ млрд	Доля, %	Страна	\$ млрд	Доля, %
Россия	3,9	14,2	Китай	10,6	26,4
Китай	2,1	7,7	Россия	8,1	20,3
Казахстан	1,5	5,6	Казахстан	2,9	7,3
Турция	1,2	4,3	Корея	2,0	4,9
Афганистан	1,1	4,0	Турция	1,9	4,6

Источник: НКС

Показатели платежного баланса в Узбекистане, в частности счет текущих операций (СТО), до реформ стабильно складывались положительными, но с открытием рынка резко возросли все его переменные. В первую очередь импорт товаров и услуг с 2017 года утроился, приблизившись к почти \$44 млрд в 2024 году, при этом опережающими темпами расширился импорт услуг, перевалив за отметку в \$10 млрд. Внешние поставки Узбекистана хотя и росли, но по динамике уступали импорту, достигнув \$26 млрд, где также отмечался более заметный рост экспорта услуг до порядка \$7 млрд. Ухудшение сальдо торгового баланса в значительной степени компенсировалось увеличением поступлений от трудовых мигрантов, которые подбираются к отметке в \$20 млрд и значительно превышают оттоки доходов иностранных инвесторов, отражая значимость этих поступлений в балансировании внешних счетов.

Рис. 33. Показатели платежного баланса, \$ млрд



Источник: ЦБУ

Хотя СТО в республике в последние годы сместился в зону значительного дефицита, на пике достигшего почти \$8 млрд (-7,6% от ВВП), это было характерно для многих стран на их начальном этапе перехода к рынку. Также власти страны стремятся к постепенной нормализации бюджетного дисбаланса, что положительно повлияет и на внешнюю позицию страны.

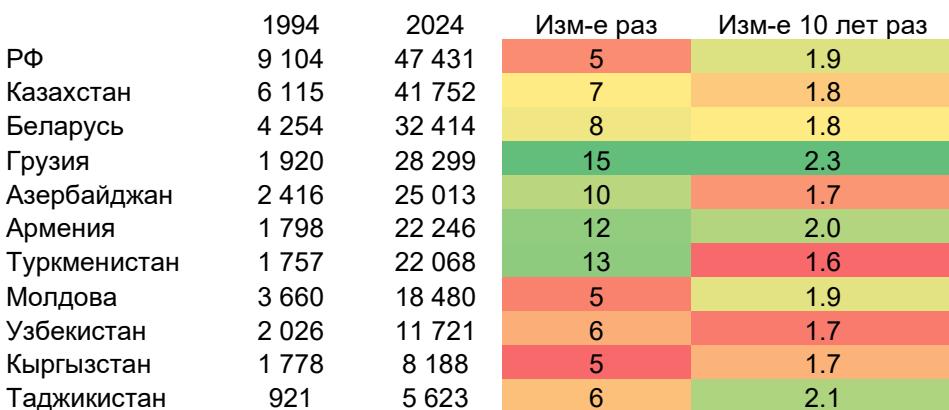
Дефицит СТО финансировался притоком капитала по финансовому счету, прежде всего за счет прямых и портфельных инвестиций, которые демонстрировали существенный прирост с улучшением инвестиционного климата и увеличением внешних заимствований. Объемы прямых инвестиций в страну примерно удвоились за последние годы, тогда как портфельные инвестиции ранее были крайне редкими и незначительными, но стали играть более весомую роль с получением страной кредитных рейтингов от ведущих международных агентств.

Приложение 1: Основные макропоказатели РУ

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ВВП, сум трлн	668,0	820,5	995,6	1 204,5	1 454,6	1 849,7
ВВП, \$ млрд	66,4	77,3	90,1	102,6	115,0	147,0
ВВП на душу, \$	1,9	2,2	2,5	2,8	3,1	3,1
ВВП, % г/г	1,6	8,0	6,0	6,3	6,5	7,7
Промпроизводство, % г/г	0,9	8,8	5,3	6,0	6,8	6,8
Инвестиции, % г/г	-4,4	2,9	0,2	23,4	31,3	10,5
Инвестиции, % ВВП	31,5	29,2	26,7	29,6	34,9	32,0
Зарплата, сум млн	2,2	2,7	3,2	3,8	4,4	6,4
Зарплата, \$	212,6	245,6	285,4	307,9	340,9	506,9
Инфляция, % г/г	11,1	10,0	12,3	8,8	9,8	7,3
Основная ставка, %	14,0	14,0	15,0	14,0	13,5	14,0
Дефицит бюджета (конс-й), %						
ВВП	-3,0	-4,1	-3,7	-4,0	-2,4	-2,4
Государственный долг, % ВВП	35,2	34,0	32,4	34,4	35,0	32,0
Уровень безработицы, %	10,5	9,6	8,9	6,8	5,5	4,8
Население, млн	34 559	35 271	36 025	36 800	37 543	38 237
Экспорт товаров, \$ млрд	15,1	16,7	19,7	24,9	27,3	33,8
Импорт товаров, \$ млрд	21,2	25,5	30,8	38,7	40,0	47,4
Трансграничные переводы, \$						
млрд	7,1	9,3	15,5	14,2	16,6	18,9
Текущий счёт, % ВВП	-4,6	-6,3	-3,2	-7,6	-5,0	-
Международные резервы, \$ млрд	34,9	35,1	35,8	34,6	41,2	66,3
Обменный курс, USDUZS спр.	10 054	10 609	11 050	11 735	12 645	12 579

Источник: НКС, ЦБУ, Halyk Finance

Рис. Динамика ВВП на душу по странам, \$ ППС



Источник: МВФ

© 2026 АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

© 2026 г., все права защищены.

Аналитический центр

Мадина Кабжалирова
Салтанат Игенбекова
Курманбеков Асан
Арслан Аронов

+7 (727) 339 43 86

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz
s.igenbekova@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
a.aronov@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance