
5 августа 2020г.

Все экономики стран региона демонстрируют существенное замедление на фоне пандемии коронавируса и введенных карантинных мер, и экономика Узбекистана не стала исключением, хотя и удержалась в положительной зоне с ростом ВВП на 0.2% г/г в первом полугодии текущего года. ЦБ РУ отреагировал на текущие вызовы смягчением денежно-кредитных условий, понизив ставку с 16% до 15%. Международные резервы страны выросли на 10.8% на фоне роста стоимости золота с начала года. По текущему счету наблюдается сокращение дефицита, но к концу года ожидается его расширение. При этом масштабные экономические реформы, инициированные еще в 2017 г., реализуются медленными темпами, особенно в части приватизации государственных предприятий. Так, до истечения срока действия предыдущей приватизационной стратегии, рассчитанной на 2019-2021 гг., были разработаны две новые стратегии сроком на 2020-2025 гг. В соответствии с данными документами к 2025 г. более 37% госкомпаний должны стать частными, а доля активов банков без государственного участия – увеличиться с 15% до 60%.

Экономика замедляется на фоне отрицательной динамики в реальном секторе. Рост экономики за 6М2020 г. составил 0.2% г/г (6.0% за 6М2019 г.) Наиболее высокие темпы роста продемонстрировали строительство (+7.3%) и сельское хозяйство (2.8%). В первом полугодии 2020 г. наблюдается сокращение инвестиций на 12.8% г/г. Промышленное производство сократилось на 1.9% г/г. Такое замедление в реальном секторе экономики отразится на годовом росте ВВП страны, темпы которого согласно прогнозам МВФ в 2020 г. замедлятся до 1.8% г/г с 5.6% в 2019 г.

ЦБ РУ смягчает кредитные условия в ответ на замедление деловой активности. На фоне замедления темпов инфляции вследствие падения экономической активности внутри страны и в рамках внешнеэкономической деятельности, ЦБ РУ впервые с 2018 г. смягчил свои денежно-кредитные условия, снизив основную ставку с 16% до 15%. С учетом этого прогноз по инфляции регулятора сместился с первоначальных 12-13.5% до 11-12.5%. В июне потребительская инфляция составила 14.2% г/г, ускорившись с 13.6% в марте за счет роста цен на продовольственные товары до 18.8% г/г. Рост цен на непродовольственные товары и услуги был менее выраженным из-за падения деловой активности. Согласно июньским прогнозам аналитиков, темпы инфляции в 2020 г. Узбекистане составят 12.5%. На конец июня 2019 г. курс национальной валюты ослаб на 7.0% с начала года и составил 10 173.4 сум за доллар США. Курс узбекского сума на конец текущего года прогнозируется на уровне 10 419 сум за доллар США (9.6% г/г).

Рост ЗВР за счет роста стоимости активов в золоте. С начала года по 1 июля 2020 г. прирост международных резервов страны составил 10.8% и они достигли \$32.3 млрд (+16.5% г/г). Резервы в иностранной валюте выросли на 0.1% (8.9% г/г) и составили \$12.5 млрд. Активы ЦБ РУ в золоте выросли на 16.4% (25.9% г/г) и составили \$19.0 млрд. Доля золота в структуре ЗВР увеличилась с начала года с 56.0% до рекордных 60.3%. Рост резервов произошел преимущественно за счет переоценки активов в золоте, т.к. цена одной тройской унции золота за полугодие увеличилась на 18.2% до \$1 800.

Текущее улучшение состояния по внешним счетам. Согласно предварительным данным ЦБ РУ, в 1кв2020 г. дефицит текущего счета сократился на 22.6% г/г до \$812 млн. Этому способствовало сокращение дефицита по торговому счету на 6.9% до \$1.6 млрд и по счету услуг на 17.1% г/г до \$459 млн. Наряду с этим произошло также сокращение по счету первичных доходов на 38.6% г/г до \$208 млн. Единственной статьей текущего счета, по которой произошел рост, был счет вторичных доходов, профицит которого увеличился на 18% г/г до \$1.0 млрд. Согласно прогнозам дефицит текущего счета по итогам 2020 г. расширится до \$5.0 млрд, что составит порядка 9.5% от ВВП. Прогноз МВФ по дефициту текущего счета Узбекистана составляет 9.4% от ВВП на 2020 г. и 6.4% на 2021 г.

Замедление среднегодовой динамики кредитования экономики. Динамика кредитования экономики коммерческими банками постепенно замедляется из-за падения деловой активности, внутреннего и внешнего спроса. Так, если темп прироста кредитного портфеля за первые 6 месяцев 2019 г. составил 24.9%, то за 6 месяцев 2020 г. кредитный портфель вырос только на 15.7%. Общая доходность банковского сектора (ROE) составляет 16.7%

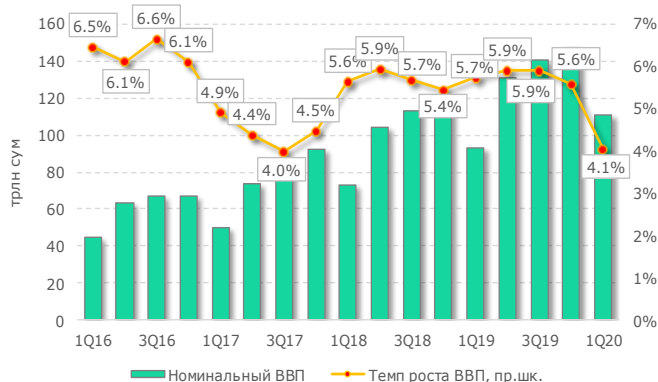
Приватизация государственных активов в экономике и банковском секторе реализуется недостаточными темпами. Доля предприятий с государственным участием на текущий момент

составляет 55% от ВВП страны. По поручению президента РУ была разработана новая стратегия приватизации государственных предприятий на 2020-2025 гг., согласно которой более тысячи предприятий будет приватизировано. Особенно стоит отметить, что новая стратегия призвана заменить предыдущую, планировавшуюся к реализации в 2019-21 гг. В банковской сфере принята отдельная стратегия по проведению масштабной приватизации с 2020 г. по 2025 г. В нашем предыдущем [отчете по Узбекистану](#) мы ставили под сомнение реализацию таких масштабных реформ в указанные сроки. Пересмотр планов по приватизации с увеличением сроков исполнения лишь подтвердил это. В результате, несмотря на нацеленность руководства на постепенную либерализацию общества и проведение реформ, в Узбекистане скорее всего в среднесрочной перспективе все еще сохранится значительная доля государственных предприятий, которые будут создавать существенные структурные перекосы в экономике.

Экономика Узбекистана – строительство и сельское хозяйство поддерживают рост

Рост экономики Узбекистана в 2019 г. ускорился до 5.6% (5.4% в 2018 г.) и составил \$57.9 млрд (\$50.4 млрд в 2018 г.). Отрасль строительства (+19.0% г/г) и сельского хозяйства (+2.5% г/г) показывали относительно высокие темпы роста. Промышленное производство (8.9% г/г) и услуги (5.1% г/г) демонстрировали замедление своей динамики.

Рис. 1. Рост экономики Узбекистана 2016-2020 гг.



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

на 17.1% г/г. Объем строительных работ в январе-июне увеличился на 7.3% г/г (+23.7% за 6М2019 г.). Прирост объема оказанных услуг за 6М2020 г. составил 2.6% г/г (12.7% за 6М2019 г.). Прирост объема сельского хозяйства за 6М2020 г составил 2.8% г/г (+2.4% г/г за 6М2019 г.). Таким образом, наблюдается дальнейшее сокращение роста промышленного производства, на фоне положительной динамики в сельском хозяйстве, в секторе услуг и строительства.

Снижение инвестиций в основной капитал за 6М2020 г. составило -12.8% г/г (+58.9% за 6М2019 г.), а их общий объем составил 84,8 трлн. сум \$8.3 млрд. В структуре инвестиций ПИИ (+18.2% г/г), иностранные инвестиции и кредиты (+298.3% г/г) и иностранные кредиты под гарантию правительства (-18.1% г/г) составили 44.5% от суммы всех инвестиций за 6М2020 г.

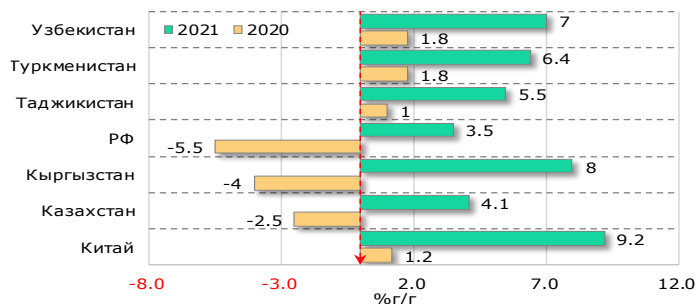
На фоне замедления темпов экономики и постепенного роста внешней задолженности страны, а также перспектив ухудшения состояния по внешним счетам, агентство S&P подтвердило суверенный рейтинг Узбекистана на уровне 'BB-/B', изменив прогноз на негативный. Агентство подчеркнуло, что уровень государственных заимствований в республике остается низким и соответствует подтвержденному рейтингу. Рейтинговые агентства Moody's (B1, прогноз стабильный) и Fitch (BB-, стабильный) рейтинговых действий в отношении страны не предпринимали.

На фоне замедления темпов прироста производства наблюдается постепенное сокращение внутреннего спроса, что не замедлило отразиться на сокращении положительной динамики роста розничной торговли. За 6М2020 г. оборот розничной торговли вырос на 0.7% (6.4% за 6М2019 г.). Сокращению внутреннего спроса способствовало уменьшение трансграничных переводов трудовых мигрантов из РФ на 7.2% г/г за 3М2020 г. (+12.6% г/г за 3М2019) до \$759 млн. Реальные денежные доходы населения внутри страны выросли за 6М2020 г. на 1.5% г/г (+6.3% г/г за 6М2019 г.).

Прогноз – существенное сокращение роста

Согласно июньской оценке экспертов¹, рост ВВП Узбекистана в 2020 г. составит 0.8% г/г и ускорится в 2021 г. до 5.7% г/г. Оценка (апрель 2020 г.) роста экономики Узбекистана со стороны МВФ составляет 1.8% г/г в 2020 г. и 7.0% г/г в 2021 г. Отметим, что в июньском прогнозе МВФ ухудшил свой прогноз на 2020 г. по основным странам-торговым партнерам Узбекистана – по Китаю с 1.2% до +1% , Казахстану с -2.5% до -2.7% и РФ с 5.5% до -6,6%. Данные по другим странам региона отсутствуют, но совершенно очевидно, что еще большее замедление будет происходить и в других экономиках региона.

Рис. 2. Прогноз роста стран региона 2020-2021 гг.



Источник: МВФ, Halyk Finance

За первые три месяца текущего года высокая динамика, сложившаяся в строительстве и сельском хозяйстве, продолжила поддерживать экономику Узбекистана. Так, за 1кв2020г. темп роста ВВП замедлился до 4.1% г/г (5.3% г/г 1кв2019 г.) и составил 110.5 трлн. сум. (\$11.6 млрд).

Согласно предварительным данным ГКС РУ, темп роста ВВП за 6 месяцев 2020 г. составил 0.2%. Рост объемов промышленного производства в январе-июне был отрицательным и составил 1.9% г/г (+4.8% за 6М2019 г.). При этом зарегистрирован рост обрабатывающей промышленности на 2.2% г/г (+7.8% за 6М2019 г.). Доля обрабатывающей промышленности в структуре отраслей промышленного производства в январе-июне 2020 г. увеличилась до 81.2% Горнодобывающая промышленность за 6М2020 г. показала снижение на 20.1% г/г (+4.7% за 6М2019 г.). Добыча газового конденсата снизилась на 30.3% г/г, природного газа

на 17.1% г/г. Объем строительных работ в январе-июне увеличился на 7.3% г/г (+23.7% за 6М2019 г.). Прирост объема оказанных услуг за 6М2020 г. составил 2.6% г/г (12.7% за 6М2019 г.). Прирост объема сельского хозяйства за 6М2020 г составил 2.8% г/г (+2.4% г/г за 6М2019 г.). Таким образом, наблюдается дальнейшее сокращение роста промышленного производства, на фоне положительной динамики в сельском хозяйстве, в секторе услуг и строительства.

Снижение инвестиций в основной капитал за 6М2020 г. составило -12.8% г/г (+58.9% за 6М2019 г.), а их общий объем составил 84,8 трлн. сум \$8.3 млрд. В структуре инвестиций ПИИ (+18.2% г/г), иностранные инвестиции и кредиты (+298.3% г/г) и иностранные кредиты под гарантию правительства (-18.1% г/г) составили 44.5% от суммы всех инвестиций за 6М2020 г.

На фоне замедления темпов экономики и постепенного роста внешней задолженности страны, а также перспектив ухудшения состояния по внешним счетам, агентство S&P подтвердило суверенный рейтинг Узбекистана на уровне 'BB-/B', изменив прогноз на негативный. Агентство подчеркнуло, что уровень государственных заимствований в республике остается низким и соответствует подтвержденному рейтингу. Рейтинговые агентства Moody's (B1, прогноз стабильный) и Fitch (BB-, стабильный) рейтинговых действий в отношении страны не предпринимали.

На фоне замедления темпов прироста производства наблюдается постепенное сокращение внутреннего спроса, что не замедлило отразиться на сокращении положительной динамики роста розничной торговли. За 6М2020 г. оборот розничной торговли вырос на 0.7% (6.4% за 6М2019 г.). Сокращению внутреннего спроса способствовало уменьшение трансграничных переводов трудовых мигрантов из РФ на 7.2% г/г за 3М2020 г. (+12.6% г/г за 3М2019) до \$759 млн. Реальные денежные доходы населения внутри страны выросли за 6М2020 г. на 1.5% г/г (+6.3% г/г за 6М2019 г.).

Прогноз – существенное сокращение роста

Согласно июньской оценке экспертов¹, рост ВВП Узбекистана в 2020 г. составит 0.8% г/г и ускорится в 2021 г. до 5.7% г/г. Оценка (апрель 2020 г.) роста экономики Узбекистана со стороны МВФ составляет 1.8% г/г в 2020 г. и 7.0% г/г в 2021 г. Отметим, что в июньском прогнозе МВФ ухудшил свой прогноз на 2020 г. по основным странам-торговым партнерам Узбекистана – по Китаю с 1.2% до +1% , Казахстану с -2.5% до -2.7% и РФ с 5.5% до -6,6%. Данные по другим странам региона отсутствуют, но совершенно очевидно, что еще большее замедление будет происходить и в других экономиках региона.

Оценка (апрель 2020 г.) роста экономики Узбекистана со стороны МВФ составляет 1.8% г/г в 2020 г. и 7.0% г/г в 2021 г. Отметим, что в июньском прогнозе МВФ ухудшил свой прогноз на 2020 г. по основным странам-торговым партнерам Узбекистана – по Китаю с 1.2% до +1% , Казахстану с -2.5% до -2.7% и РФ с 5.5% до -6,6%. Данные по другим странам региона отсутствуют, но совершенно очевидно, что еще большее замедление будет происходить и в других экономиках региона.

Прогнозная оценка ВБ по росту экономики Узбекистана в 2020 г. составляет 1.5% г/г и 6.6% г/г в 2021 г. Оценка экономического роста Узбекистана в 2020 г., согласно текущей оценке АБР (ADB), составляет также 1.5% в 2020 г. и 6.5% в 2021 г.

¹ Далее по тексту, если не указано иное ссылка идет на консенсус прогноз Focus Economics

Будущий рост экономики Узбекистана будет зависеть от реализации рисков по затяжному выходу экономик стран партнеров Узбекистана из кризиса, связанного с коронавирусом и введенными против него карантинными мерами. Рост будет зависеть от состояния экономики РФ, которую по разным оценкам ожидает сокращение в 4.7%, 5.0% (Министерство экономического развития РФ), 5.5 (МВФ) и 6.0% (ВБ) в 2020 г. Состояние экономики РФ напрямую транслируется на внутреннее потребление внутри Узбекистана, т.к. на фоне спада российской экономики будет наблюдаться сокращение денежных трансфертов из РФ. По разным оценкам в РФ ежегодно посещает порядка 10 млн трудовых мигрантов, существенная часть которых происходит из Узбекистана. Негативное влияние на рост экономики будут также оказывать карантинные меры внутри страны, что ограничит туристические потоки в Узбекистан. Существенное влияние на рост экономики будет оказывать падение цен на энергоносители (природный газ) и металлы (преимущественно медь).

Поддержку экономике Узбекистана в 2020 г., по нашему мнению, будет оказывать сельское хозяйство и обрабатывающая промышленность, а также инвестиции, которые будут являться одним из главных источников роста, особенно государственные. Однако подчеркнем, все эти прогнозы пока не учитывают возможность второй волны коронавируса COVID-19 в третьем и четвертом квартале текущего года.

Денежно-кредитные условия – первый шаг к смягчению с 2018 г.

В середине апреля текущего года ЦБ РУ принял решение понизить основную ставку на один процентный пункт до 15%. С конца сентября 2018 г. это первое смягчение денежно-кредитных условий регулятора. Обоснованием такого решения явилось снижение темпов инфляции на фоне сокращения деловой активности из-за сокращения как внешнего, так и внутреннего спроса и как следствие самого прогноза ЦБ РУ по инфляции. Так, прогноз по инфляции по состоянию на конец текущего года изменился с первоначальных 12-13.5% до 11-12.5%. Напомним, что в республике предполагалось провести либерализацию регулируемых государством цен, однако в связи с эпидемией коронавируса и с прогнозируемым ослаблением спроса переход к рыночному управлению ценами был отложен.

Рис.3. Темпы инфляции в Узбекистане



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

В 2019 г. показатель инфляции потребительских цен в Узбекистане составил 15.2% г/г. С начала года потребительская инфляция снизилась до 13.6% в марте, однако в апреле и июне снова ускорилась до 14.5% (13.7% г/г в апреле 2019 г.) и 14.2% (13.6% г/г в июне 2019 г.) соответственно. Ускорению инфляции способствовал рост спроса на продукты питания, в то время как спрос на непродовольственные, особенно импортные продукты был несколько «подавленным», т.к. на этот период пришлось ослабление узбекского сума. Инфляция цен продуктов питания в июне составила 18.8% г/г (16.3% г/г в июне 2019 г.). Цены на непродовольственные товары в июне 2020 г. выросли меньше всего по сравнению с другими компонентами инфляции на 9.4% г/г (10.9% г/г в июне 2019 г.). Инфляция цен на платные услуги населению в июне 2020 г. составила 12.8% г/г (12.9% г/г в июне 2019 г.). По состоянию на март 2020 г. инфляционные ожидания населения сохранялись на уровне 15.5%, что выше фактической инфляции на 1.9%.

Аналитики прогнозируют инфляцию в Узбекистане на уровне 12.5% г/г (среднегодовое значение) с дальнейшим его понижением до 10.7% г/г в 2021 г., при этом основная ставка регулятора сохранится на уровне 15.0% в 2020 г. с последующим снижением до 14.0% в 2021 г. Прогноз МВФ по среднему значению инфляции в 2020 г. в Узбекистане составляет 12.5% г/г с последующим понижением до 10.7% г/г в 2021 г. Инфляция на конец периода составит по прогнозам Фонда 11.2% и 9.1% соответственно. Мы полагаем, что этому будет прежде всего способствовать подавленный внутренний спрос домохозяйств, которые будут падать на фоне сокращения денежных переводов из-за границы, сокращения темпов потребительского кредитования, а также на фоне общего спада в экономике.

В формировании валютного курса регулятор придерживался режима свободного плавающего курса. За первые три месяца текущего года национальная валюта ослабла на 0.5% и составила 9552 сум за один американский доллар. Однако, начиная с апреля наблюдается ускорение ее ослабления под воздействием внешних факторов. По состоянию на конец июня 2019 г. курс национальной валюты ослаб на 7.0 г/г с начала года и составил 10 173.4 сум за доллар США. Обесценению национальной валюты способствовало ослабление валют основных торговых партнеров Узбекистана. Поддержку национальной валюте от еще большего ослабления оказал приток иностранного капитала в рамках финансового счета, а также вторичные доходы трудовых мигрантов в рамках текущего счета.

Аналитики прогнозируют курс национальной валюты Узбекистана на конец 2020 г. на уровне 10 419 сум (+9.6% г/г) за доллар США при среднем курсе за год в 9 967 сум (+12.6% г/г). Мы полагаем, что курс национальной валюты Узбекистана в 2020-2021 гг. будет формироваться под влиянием курса по паре USDRUB и USDKZT, поскольку это валют основных торговых партнеров, кроме того, это основные экономики-реципиенты трудовых мигрантов из Узбекистана.

Налогово-бюджетная политика – рост прозрачности и дисциплины, неясные перспективы

С целью увеличения прозрачности и бюджетной дисциплины в бюджетный процесс республики при планировании бюджета 2020 г. был внесен ряд новаций. Теперь бюджет страны принимается в форме закона парламентом страны, а не постановлением президента республики, как это было до этого. Консолидированный бюджет включает в себя не 3 целевых фонда, как это было в 2019 г., а 18 фондов. В рамках бюджетного процесса будет использоваться бюджетный календарь с целью утверждения среднесрочной налоговой политики. В процесс освоения бюджетных средств введена двухуровневая схема распорядителей бюджета. В рамках бюджетного процесса в местные бюджеты будут зачислять поступления от единого налогового платежа, акцизного налога на услуги мобильной связи и алкогольную продукцию. Республиканский бюджет финансировать расходы на социальные нужды и заработную плату общеобразовательных школ и дошкольных учреждений.

Бюджет на 2020 г. верстался в конце прошлого года и предполагал рост доходов консолидированного бюджета на 30.5% г/г (государственного на 25.5% г/г) до 158.9 трлн. сум (госбюджет 128.5 трлн. сум) или 24.3% (23.8% от ВВП в 2019 г.) от ВВП. Расходы консолидированного бюджета должны увеличиться на 25.3% до 162.4 трлн. сум (госбюджет 131.1 трлн. сум) или 24.8% от ВВП (25.3% в 2019 г.)

Существенный рост расходов консолидированного бюджета планируется за счет расширения расходов из целевых фондов на 28.7% г/г до 35.4 трлн. сум. В 2020 г. ожидалось увеличение трансфертов в государственные целевые фонды на 84.9% г/г до 9.2 трлн. сум. Такая бюджетная конструкция предусматривала сокращение дефицита консолидированного бюджета до 3.5 трлн. сум в 2020 г. или -0.5% (-1.5% от ВВП в 2018 г.) от ВВП на 2020 г. Ориентир по дефициту бюджета на 2021 г. +0.2% от ВВП.

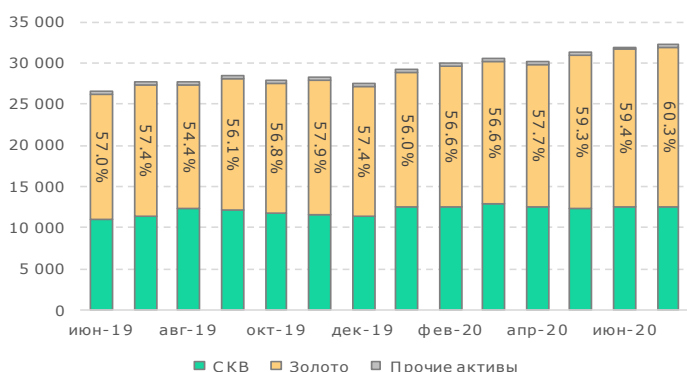
Однако в связи с COVID-19 и созданием Антикризисного Фонда в марте текущего года в объеме порядка \$1 млрд Министерству Финансов РУ было поручено до 1 июня 2020 г. уточнить параметры государственного бюджета на 2020 г². Исходя из вышесказанного было поручено пересмотреть и лимиты по внешнему заимствованию на 2020 г. Министерству Финансов РУ было также поручено привлечь до конца 2020 г. внешние льготные кредиты в объеме \$1 млрд. от международных финансовых институтов и из других источников. Результаты пересмотра пока не опубликованы на сайте Министерства Финансов РУ.

Аналитики прогнозируют дефицит бюджета на уровне -4.8% от ВВП в 2020 г. и -3.1% от ВВП в 2021 г. При этом размер внешнего государственного долга по оценке аналитиков составит 34.5% в 2020 г. и 35.3% от ВВП в 2021 г. Мы полагаем, что в текущих условиях нагрузка на бюджет и внебюджетные фонды будет возрастать, что скажется на росте внешних и внутренних обязательств правительства Узбекистана. Так, если обязательства правительства в 2019 г. составляли 29.3% от ВВП, то в ближайшие 4 года этот показатель будет находиться на среднем уровне в 35% от ВВП.

Международные резервы – уверенный рост, особенно по запасам золота

Международные резервы Узбекистана за 2019 г. увеличились на 7.7% г/г и по состоянию на конец 2020 г. составили \$29.2 млрд. Росту ЗВР в 2019 г. способствовало прежде всего увеличение активов ЦБ РУ в золоте из-за роста его цены (+11.5% г/г), в то время как физический объем этого актива сократился (-5.4% г/г). Также стоит отметить рост объема СКВ и депозитов (+3.3% г/г). С начала года по 1 июля 2020 г. прирост международных резервов страны составил 10.8% (+16.5% г/г) и они достигли \$32.3 млрд. Резервы в иностранной валюте выросли на 0.1% (8.9% г/г) до \$12.5 млрд. Активы ЦБ РУ в золоте выросли на 16.4% до \$19.0 млрд (+25.9% г/г). Доля золота в структуре ЗВР увеличилась с начала года с 56.0% до рекордных 60.3%.

Рис. 5. Структура ЗВР ЦБ РУ



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

роста цен на золото (среднегодовое значение на уровне \$1 667 за унцию) будет происходить номинальная переоценка уже существующих резервов в золоте, а также наблюдаться умеренный физический рост этого актива (+9.3% г/г).

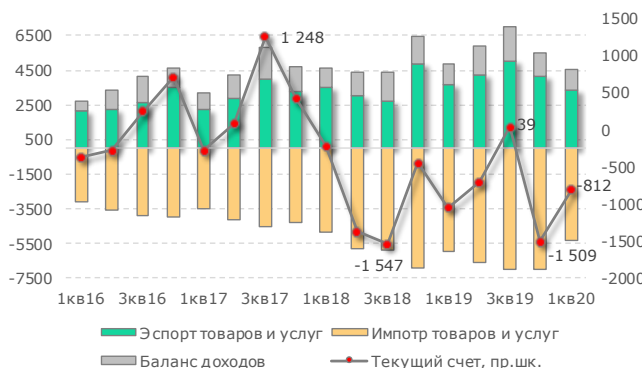
Внешние счета – дефицит сокращался, однако ожидается рост

По результатам 2019 г. дефицит текущего счета республики сократился на 10.2 г/г и составил \$3.2 млрд. Сокращению дефицита счета текущих операций способствовало расширение профицита по счету вторичных доходов на 29.6% г/г до \$5.5 млрд., сложившийся профицит по счету первичных доходов, который сократился на 41.9% г/г и составил \$875

² Уточнённые данными по консолидированному бюджету на сайте министерства финансов РУ пока отсутствуют.

млн, а также сокращение дефицита по счету услуг на 7.2% г/г до \$2.3 млрд. Рост дефицита по счету товаров на 6.2% до \$7.3 млрд наоборот препятствовал его большему сокращению. По финансовому счету республики в 2019 г. зафиксирован приток капитала в 5.6 раз до \$7.9 млрд. за счет увеличения притока капитала по счету прямых инвестиций в 3.7 раза до \$2.3 млрд. Приток капитала по счету портфельных инвестиций произошел за счет выпуска долговых обязательств в начале 2019 г. и на конец года 2019 г. составил \$1.3 млрд. Приток по счету прочих инвестиций вырос с \$776 млн в 2018 г. до \$4.2 млрд в 2019 г.

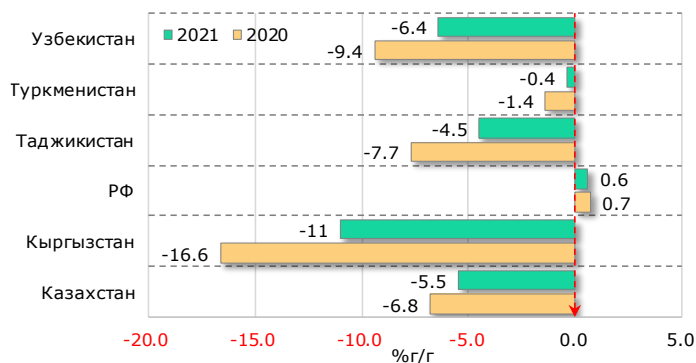
Рис. 6. Текущий счет Узбекистана, \$ млн.



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

счета наблюдалось сокращение притока капитала на 67% г/г до \$720 млн. При этом по счету прямых инвестиций наблюдается рост профицита на 18.3% г/г до \$261 млн, в то время как по счету портфельных инвестиций зафиксировано сокращение притока капитала с \$1.0 млрд до \$1.4 млн, а по счету прочих инвестиций сокращение произошло на 53.1% до \$458 млн.

Рис. 7. Прогноз дефицита/профицита текущего счета 2020-2021 гг



Источник: МВФ, Halyk Finance

переводов из РФ и Казахстана (от 10%-30% в зависимости от продолжительности и строгости карантинных мер) в связи с ухудшением деловой активности в этих странах.

Банковский сектор – банки с государственным участием доминируют на рынке

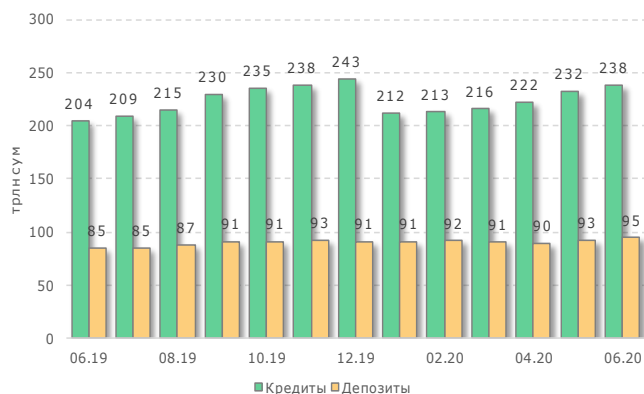
Структура банковского сектора Республики Узбекистан по состоянию на 1 июля 2020 г. представлена 31 банками (28 на конец 2019 г.), среди них 13 с государственным участием.

Активы банковского сектора за 6 месяцев 2020 г. увеличились на 15.9% и составили 316 млрд. сум или \$31.1 млрд. Доля активов банковского сектора республики к ВВП³ увеличилась с 58.3% в июне 2019 г. до 59.7% в июне 2020 г. Кредитный портфель коммерческих банков за 6 месяцев 2020 г. увеличился на 15.8% и составил 244.9 млрд. сум или \$24.1 млрд. Доля кредитного портфеля в структуре активов банковского сектора сократилась с 79.0% в июне 2019 г. до 77.5% в июне 2020 г. Валютная структура кредитов на конец июня 2020 г. представлена на 49.8% (55.4% в июне 2019 г.) кредитами в иностранной валюте, которые с начала года выросли на 20.9% и составили 122 млрд. сум или \$12 млрд. Депозитная база банковского сектора с начала года по состоянию на конец июня увеличилась на 7.9% и составила 98.2 млрд. сум (\$9.7 млрд.) или 18.5% от ВВП (18.7% в июне 2019 г.). В структуре депозитов коммерческих банков депозиты в иностранной валюте составляют 44.19% (41.1% в июне 2019 г.) или 43.3 млрд. сум (+8.3% с

³Из расчета ВВП за 12 месяцев в размере 529.3 трлн. сум в 2020 г. и 453.7 трлн. сум в 2019 г.

начала года). Собственный капитал банковского сектора вырос на 7.6% г/г и достиг 54.9 млрд. сум или \$5.4 млрд. или 10.4% от ВВП (6.6% в июне 2019 г.) Коэффициент достаточности капитала по банковской системе в июне 2020 г. составил 20.5% (15.3% в июне 2019 г.). Коэффициент мгновенной ликвидности по сектору по состоянию в июне 2020 г. составил 61.1% (33.1% в июне 2019 г.). Показатель ROA по состоянию на конец июня 2020 г. составил 2.27% (2.0% в июне 2019 г.). Показатель ROE уменьшился с 16.8% годом ранее до 16.7% в июне 2020 г.

Рис. 8. Показатели банковской деятельности РУ



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

государственного присутствия – 85% (85.5% в июне 2019 г.) от суммы активов 89% (89.4% в июне 2019 г.) от суммы предоставленных кредитов и 72% (72.3% в июне 2019 г.) от суммы привлеченных депозитов. Такая высокая концентрация государственных банков в системе не способствует росту конкуренции на рынке банковских услуг.

Ход экономических реформ в Узбекистане

С момента прихода к власти президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев неоднократно указывал на необходимость улучшения инвестиционной привлекательности страны и в связи с этим инициировал масштабные реформы еще в 2017-2018 гг.

В конце 2019 г. президент Узбекистана еще раз поручил соответствующим ведомствам существенно сократить долю государства в экономике. Согласно данным Агентства по управлению государственными активами, количество предприятий с государственным участием составило 2 965, а их доля в ВВП страны находится на уровне 55%. Агентство подготовило стратегию приватизации на 2020-2025 гг., согласно которой более 1 115 предприятий будет приватизировано (37.6%). При этом государство сохранит свою долю в 554 предприятиях. Крупнейшими активами, в которых государственная доля будет сохранена, являются Узбекнефтегаз, Узтрансгаз, национальная авиакомпания Uzbekistan Airways, Навоийский и Алмалыкский горно-металлургические комбинаты и Узметкомбинат. Активы предполагалось выставить на продажу на Республиканской фондовой бирже после проведения инвентаризации активов и обязательств, а также провести их оценку и ее подтверждение. Предполагалось, что стратегия будет одобрена в июле текущего года.

В отличие от ранее существовавшей стратегии приватизации («Стратегии владения, управления и реформирования предприятий с государственным участием на 2019-2021 гг.»), в данной стратегии конкретизированы цели и планы реализации. В нашем предыдущем [отчете по Узбекистану](#) мы ставили под сомнение реализацию столь масштабных реформ в указанные сроки, что и подтвердило принятие новой стратегии с увеличением сроков ее имплементации. В результате, несмотря на нацеленность руководства на постепенную либерализацию общества проведение реформ, экономика Узбекистана скорее всего в среднесрочной перспективе все еще останется экономикой со значительной долей государственных предприятий, которые будут создавать существенные структурные перекосы в экономике.

В банковской сфере также предполагается провести масштабную приватизацию в связи с высокой долей государственного присутствия. В мае текущего года президентом был подписан указ «О стратегии реформирования банковской системы Республики Узбекистан на 2020-2025 гг.» Согласно этому указу, доли государственного участия в Ипотека-Банк, Узпромстройбанк, Асака, Алокабанк, АКБ Кишлок курилиш банк и Туронбанк будут приватизированы. Сначала предполагается трансформация деятельности банков, а потом продажа доли государства в них стратегическим инвесторам. Государственные доли в Узнацбанке, Агробанке и Микрокредитбанке в силу их системной значимости пока будут сохранены. Предполагается также реализация государственного пакета акций Народного банка и Азия Альянс банка. Результатом имплементации данной реформы предполагается увеличить к 2025 г. долю активов банков без гос. участия с текущих 15% до 60%.

Не смотря на медленный процесс приватизации, в Узбекистане довольно успешно реализуется ряд реформ. Так, с начала 2019 г. в республике Узбекистан стала действовать новая система налогообложения. Налоговая реформа предусматривала уменьшение налоговой нагрузки на юридические и физические лица, а также снижение количества налоговых отчислений. На доходы физических лиц была введена единая ставка в 12% (до этого существовало 4 шкалы подоходного налога), были отменены страховые взносы граждан во внебюджетный Пенсионный фонд. Единый

налоговый платеж стали уплачивать юридические лица с годовой выручкой не более 1 млрд сум. Ставка налога на прибыль юр. лиц сократилась с 14% до 12% (в 2020 г. ставка была увеличена до 15%), а коммерческих банков с 22% до 20%. До октября 2019 г. ставка НДС составляла 20%, хотя изначально планировалось ввести размер НДС 12%, как в Казахстане. В октябре было принято решение о снижении ставки до 15%. В 2020 г. ставка НДС в таком размере сохраняется. Наряду с этими изменениями расширился электронный налоговый документооборот, изменены сроки, порядок и формы проведения налоговых проверок.

Валютное регулирование, помимо изменения валютного режима в 2017 г, было серьезным образом пересмотрено для граждан республики. С августа 2019 г. была разрешена наличная продажа валюты гражданам, а не безналичная на карточный счет, как это было ранее. В октябре прошлого года было принято решение, что резиденты республики могут открывать лицевые счета за границей без каких-либо ограничений. Был также упрощен режим вывоза валюты для граждан: сумма, не требующая декларирования, увеличилась с 5 тыс. до 10 тыс. долларов.

В части таможенного регулирования в 2019 г. были снижены ставки по 3400 наименований ввозимых в страну товаров, а по 72% из них введена нулевая таможенная ставка. В текущем году планировалось продолжение поэтапного реформирования таможенной службы с целью повышения эффективности ее деятельности. На первом этапе произойдет интеграция информационных систем железнодорожного транспорта с информационными системами таможенных органов для online мониторинга перемещения вагонов и контейнеров. С целью упрощения процедур таможенного контроля на втором этапе предполагается запуск информационной системы «Единое окно». На третьем этапе предполагается сокращение времени оформления грузовой таможенной декларации с 3 суток до 1 дня. Реализация этих инициатив, подписанных президентом 5 июня, должна быть завершена до ноября 2020 г.

В рамках пенсионной реформы в 2019 г. был увеличен минимальный размер пенсионных выплат по возрасту на 10%. В октябре 2019 г. был подписан указ президентом РУ о повышении минимальной пенсии граждан, начисляемой по возрасту еще на 10%. Работающие пенсионеры стали получать пенсию в полном размере, а не половину как было раньше. С 1 апреля 2020 г. планировалось увеличение возраста выхода на пенсию (с 55 до 58 лет для женщин и с 60 до 62 лет для мужчин), а также введение обязательного трудового стажа не менее 10-15 лет (ранее 7 лет), согласно требованиям, МОТ (Международной организации труда).

В рамках законодательства, регламентирующего частную собственность граждан республики, был принят закон «О приватизации земельных участков несельскохозяйственного назначения». Закон предусматривает приобретение земельных участков резидентами республики Узбекистан (физ. и юр. лицам) на правах постоянного пользования либо пожизненного наследования.

Подготовлено АО «Halyk Finance»

© 2020 АО «HalykFinance» (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.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «HalykFinance».

© 2020, все права защищены.

Департамент исследований

Станислав Чуев	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Жансая Кантаева	Долговые инструменты
Мадина Метеркулова	Долевые инструменты
Владислав Бенберин	Долевые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
zh.kantayeva@halykfinance.kz
m.meterkulova@halykfinance.kz
v.benberin@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance