
24 марта 2023 г.

Темпы роста экономики Узбекистана замедлились с 7.4% в 2021 г. до 5.7% г/г в 2022 г. Положительный вклад в рост ВВП в 2022 г. внесло сельское хозяйство (+3.6% г/г), промышленность (+5.2% г/г) и строительство (+6.6% г/г), а также сфера услуг (+8.5% г/г). Инвестиции в основной капитал за 2022 г. увеличились на 0.9% г/г. Росту совокупного спроса в 2022 г. способствовал рост заработной платы (+21.1% г/г), денежных переводов (+46.8% г/г), а также расширение расходов государственного бюджета (29.5% г/г). На фоне стабилизации темпов инфляции на уровне 12.2%-12.3% ЦБ РУ поддерживал денежно-кредитные условия умеренно жёсткими, сохраняя основную ставку на уровне 15% до конца прошлого года. Благоприятная ценовая конъюнктура на экспортные товары республики и приток денежных переводов способствовали сокращению дефицита текущего счета с \$4.8 млрд за 2021 г. до \$511 млн за 2022 г. Международные резервы Узбекистана за 2022 г. увеличились на 1.8% и составили \$35.8 млрд. Рост ЗВР республики за прошлый год произошел за счет увеличения активов в золоте на 10.1% (10.0% кв/кв) до \$23.1 млрд. По состоянию на 1 октября 2022 г. остаток государственного долга Узбекистана составил \$26.2 млрд (-1.7% с начала года). Внешний государственный долг сократился на 1.7% с начала года и составил \$23.2 млрд. (30.1% от ВВП).

Темпы роста экономики Узбекистана в 2022 г. сопоставимы с докризисными. Темпы роста экономики Узбекистана замедлились с 7.4% в 2021 г. до 5.7% г/г в 2022 г., а показатель ВВП в номинальном выражении составил 888.3 трлн сум или \$80.4 млрд¹ (\$69.6 млрд за 2021 г.). Такая динамика ВВП примерно соответствовала темпам 2018-2019 гг., когда экономика республики ежегодно росла на 5.5%-6.0%. Положительный вклад в рост ВВП в 2022 г. внесло сельское хозяйство (+3.6% г/г), промышленность (+5.2% г/г) и строительство (+6.6% г/г), а также сфера услуг (+8.5% г/г). Инвестиции в основной капитал за 2022 г. увеличились на 0.9% г/г, что существенно меньше темпов роста в 5.2% г/г в 2021 г. В номинальном выражении объем освоенных инвестиций составил 269.9 трлн сум (\$24.4 млрд) или 30.4% от ВВП (33.3% в за 2021 г.). На потребительском рынке в 2022 г. наблюдался рост оборота розничной торговли на 12.3% г/г (+12.0% г/г в 2021 г. до 249.5 трлн сум) до 319.3 трлн сум. Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата в 2022 г. увеличилась на 21.1% (+20.3% в 2021 г.) и составила 3 892.4 тыс. сум (\$352). Расширение внутреннего потребления домохозяйств было поддержано не только ростом заработной платы, но и увеличением поступлений денежных переводов мигрантов в республику (+46.8% до \$13.5 млрд)². По нашему мнению, рост экономики РУ в 2023 г. составит 5.1%-5.2%.

Денежно-кредитные условия – умеренно жесткие. ЦБ РУ сохранял денежно-кредитные условия в республике умеренно жесткими до конца прошлого года на фоне расширения фискального импульса, роста потребления домохозяйств и двузначных темпов инфляции. С июля прошлого года, когда ЦБ РУ понизил основную ставку с 16% до 15%, денежно-кредитные условия в республике до конца года оставались неизменными. Этому способствовали темпы инфляции, которые с июня прошлого года стабилизировались на уровне в 12.2%-12.3%. В течение 4кв2022 г. курс национальной валюты к доллару США ослаб на 1.9% кв/кв, при этом за год узбекский сум ослаб к американской валюте на 3.6% до 11 225.5 сум³. В номинальном выражении курс узбекского сума ослаб к доллару США на 387.8 сум на фоне притока иностранной валюты от экспорта (+18% г/г)⁴ и денежных переводов трудовых мигрантов (+46.8% г/г). Расширение притока иностранной валюты в форме денежных переводов и экспортной выручки на фоне роста цен на металлы и энергоносители (природный газ) будут оказывать поддержку курсу узбекского сума в 2023 г., однако риски сползания глобальной экономики в рецессию и рост оттока валюты через расширение объемов импорта, наоборот, будут оказывать давление на него. Исходя из этих допущений, курс по паре USDUZS на конец 2023 г. составит 11 815 сум за доллар США (+5.0% г/г)

Налогово-бюджетная политика – рост расходов продолжится. По предварительной оценке Министерства Финансов РУ, доходная часть бюджета за 2022 г. была исполнена на 1.3% больше запланированного размера и составила 202 трлн сум. Согласно данным Налогового комитета РУ, доходы ведомства увеличились на 16% г/г, что на 4.2% больше запланированного в бюджете прошлого года. На

¹ Из расчета курса USDUZS за 2022 г. в 11 051.2 сум

² Оценка Всемирного банка

³ Официальный курс узбекского сума по данным ЦБ РУ

⁴ Оценка ЦБ РУ

фоне расширения расходов бюджета на 29.5% г/г до 214.8 трлн дефицит государственного бюджета в 2022 г. сложился на уровне 14.8 трлн сум или 1.7% от ВВП республики. Государственный бюджет РУ в 2023 г. планируется свести с дефицитом на уровне 25.1 трлн сум или порядка 2.4% (дефицит консолидированного 3.0%) от ВВП страны. Доходную часть государственного бюджета предполагается исполнить в размере 232.6 трлн сум (+16.3% г/г) с учетом доходов государственных целевых фондов. Совокупно расходы государственно бюджета увеличатся на 20% г/г с учетом межбюджетных трансфертов и расходов целевых фондов до 257.7 трлн сум. Существенное повышение расходов бюджета запланировано по обслуживанию государственного долга, выплаты по которому увеличатся на 88.5% г/г до 19.2 трлн сум. По сравнению с 2022 г. рост расходов бюджета замедлится до 20% по сравнению с 29.5% г/г в 2021 г., но сохранится на высоком уровне. По состоянию на 1 октября 2022 г. остаток государственного долга Узбекистана составил \$26.2 млрд (-1.7% с начала года)⁵. Отношение государственного долга к ВВП составило 34.1% (38% на конец 2021 г.). При этом внешний государственный долг сократился на 1.7% с начала года и составил \$23.2 млрд (30.1% от ВВП).

Международные резервы – увеличение в конце года за счет активов в золоте. Международные резервы Узбекистана за 2022 г. увеличились на 1.8% и составили \$35.8 млрд. Рост ЗВР республики за прошлый год произошел за счет увеличения активов в золоте на 10.1% (+10.0% кв/кв) до \$23.1 млрд. Резервы в СКВ за прошлый год сократились на 11.0% до \$11.6 млрд (+1.2% кв/кв). Резервные активы в СДР сократились на 4.9% г/г (+4.0 кв/кв) и составили \$1.1 млрд. В 2023 г. стоимость золота, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, составит \$1 850 за тройскую унцию. Незначительное изменение стоимости драгоценного металла от текущих уровней не будет способствовать активной продаже его ЦБ РУ в 2023 г. Исходя из этого, ведомство скорее всего будет накапливать свои активы в золоте. С учетом такой прогнозной динамики, мы полагаем, что в 2023 г. объемы ЗВР Узбекистана увеличатся в пределах 4.3%-4.7% г/г и составят порядка \$37.3-\$37.5 млрд.

Внешние счета – существенное сокращение дефицита. Согласно предварительной оценке ЦБ РУ, дефицит текущего счета сократился с \$4.8 млрд за 2021 г. до \$511 млн за 2022 г. Дефицит по торговому балансу (товары и услуги) расширился на 37.7% г/г до \$15.7 млрд. Профицит по счету первичных и вторичных доходов увеличился в 2.3 раза и сложился на уровне \$15.2 млрд. Углублению дефицита по торговому счету способствовала опережающая динамика импорта товаров и услуг (+26% г/г до \$35 млрд) над экспортом (+23% г/г до \$15.1 млрд). Расширению профицита по счету доходов способствовал рост положительного сальдо по счету первичных доходов до \$321 млн (+64.6% г/г) и по счету вторичных доходов в 2.3 раза до \$14.9 млрд. Росту доходов в рамках счёта вторичных доходов способствовало существенное расширение личных трансфертов.

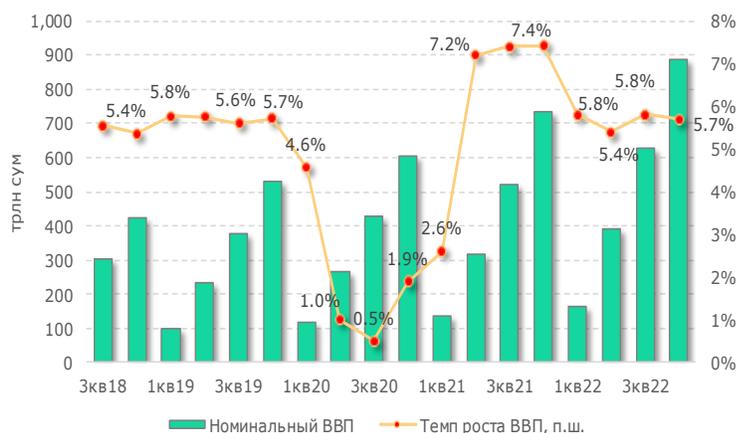
⁵ По данным Министерства финансов РУ за 9М2022 г.

Темпы роста экономики Узбекистана в 2022 г. сопоставимы с докризисными

Темпы роста экономики Узбекистана замедлились с 7.4% в 2021 г. до 5.7% г/г в 2022 г., а ВВП в номинальном выражении составил 888.3 трлн сум или \$80.4 млрд⁶ (\$69.6 млрд за 2021 г.). Такая динамика ВВП примерно соответствовала темпам 2018-2019 гг., когда экономика республики ежегодно росла на 5.5%-6.0%. Положительный вклад в рост ВВП в 2022 г. внесло сельское хозяйство (+3.6% г/г), промышленность (+5.2% г/г) и строительство (+6.6% г/г), а также сфера услуг (+8.5% г/г). Рост объемов производства в сельском хозяйстве поддержала положительная динамика в сфере животноводства (+3.4% г/г) и растениеводства (+3.8% г/г). Средние темпы роста С/Х за последние 4 года сложились на уровне 3.4%, а динамика в 3.6% в 2022 г. была немногим меньше 4.0% в 2021 г. С 2017 г.⁷ доля С/Х в структуре экономики сократилась с 28.7% до 23.5%. Обрабатывающая промышленность республики (+5.3% г/г) оказала основную поддержку промышленности страны на фоне более сдержанной динамики роста горнодобывающей промышленности (+2.1% г/г). В горнодобывающей промышленности наблюдалось сокращение производства природного газа (-4.0% г/г), газового конденсата (-2.8% г/г) на фоне роста

добычи нефти (+1.8% г/г) и угля (+5.9% г/г). Динамика роста в промышленности в среднем за последние 4 года составила 4.9% и была неравномерной, а темп роста в 2022 г. на уровне 5.2% соответствовал темпам роста в 5.0% в 2019 г. Индустриализация экономики республики привела к тому, что доля промышленности (без учета строительства) увеличилась 18.8% в 2017 г. до 24.8% в 2022 г. Темпы роста в строительстве демонстрируют ежегодное сокращение с 22.9% в 2019 г. до 6.8% в 2021 г. и 6.6% в 2022 г. Доля строительства в экономике Узбекистана за последние 6 лет увеличилась с 4.8% до 6.3%. В сфере услуг темпы роста сложились на уровне 8.5% г/г, что меньше 9.5% г/г в 2021 г., но заметно выше динамики 2018 г. в 5.7% г/г и 2019 г. в 6.7% г/г. Относительно высокие темпы роста в сфере услуг в 2022 г. сложились за счет увеличения объема услуг торговли на 9.3% г/г (+13.6% г/г в 2021 г.), перевозки и хранения на 14.7% г/г (+17.8% г/г в 2021 г.). Темпы роста объема выпуска отрасли информации и связи в 2022 г. сложились на уровне 24.6%, что выше динамики в 2020 г. (+24.3% г/г) и немногим уступает темпам 2021 г. (+27.3% г/г). Доля выпуска сферы услуг в структуре ВВП страны за последние 4 года увеличилась с 36.2% до 38.7%.

Рис. 1. Рост экономики Узбекистана 2018-2022 гг.



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Инвестиции в основной капитал за 2022 г. увеличились на 0.9% г/г, что существенно меньше темпов роста в 5.2% г/г в 2021 г. В номинальном выражении объем освоенных инвестиций составил 269.9 трлн сум (\$24.4 млрд) или 30.4% от ВВП (33.3% в за 2021 г.). Высокие темпы роста инвестиций за 2022 г. наблюдались со стороны ПИИ (+10.7% г/г или 37 трлн сум), средств предприятий (+10.6% г/г или 84.5 трлн сум) и средств населения (+3.2% г/г или 25.8 трлн сум). Инвестиции за счет кредитов коммерческих банков сократились на 1.3% г/г и составили 21.1 трлн сум. Отрицательная динамика инвестиций в основной капитал сложилась и со стороны республиканского бюджета (-15.6% г/г или 20.9 трлн сум), а также со стороны иностранных кредитов под гарантию РУ (-25.1% г/г или 15.2 трлн сум).

По направлениям использования порядка 28.3% (25.8% в 2021 г.) инвестиций или 76.4 трлн сум поступило в обрабатывающую промышленность, 8.3% (8.3% в 2021 г.) или 22.4 трлн сум в жилищное строительство и 7.4% (7.7% в 2021 г.) или 19.9 трлн сум в сельское хозяйство. На эти отрасли пришлось порядка 44% всех инвестиций в основной капитал в 2022 г. (41.8% в 2021 г.) Иностранные инвестиции и кредиты в основной капитал в 2022 г. направлялись в обрабатывающую промышленность 42.5% (37.5% в 2021 г.) от суммы всех иностранных кредитов и 14.1% (12.1% в 2021 г.) в сферу электрогазоснабжения.

На потребительском рынке в 2022 г. наблюдался рост оборота розничной торговли на 12.3% г/г до 319.3 трлн сум (+12.0% г/г в 2021 г. до 249.5 трлн сум). Рост оборота розничной торговли произошел

⁶ Из расчета курса USDUZS за 2022 г. в 11 051.2 сум

⁷ Год начала активной либерализации экономики Узбекистана под руководством Президента республики Мирзиёева Ш.М.

преимущественно за счет расширения товарооборота крупных предприятий на 30.7% г/г (+13.1% г/г в 2021 г.), а неорганизованной торговли на 12.1% г/г (+23.2% г/г в 2021 г.). Такие темпы роста оборота розничной торговли сложились существенно выше динамики 2018 г. (+6.5%) и 2019 г. (+9.1% г/г). Объем оптового товарооборота в 2022 г. увеличился на 26.8% г/г до 247.1 трлн сум (+17.5% г/г в 2021 г. до 157.9 трлн сум). Такая динамика роста внутреннего потребления домохозяйств так же как и в прошлом году была поддержана расширением поступлений денежных переводов мигрантов в республику (+46.8% до \$13.5 млрд)⁸, относительно стабильным курсом узбекского сума к доллару США (ослабление на 3.6% г/г) и ростом реальных доходов населения (+7.5% г/г) на фоне сохранения темпов потребительской инфляции на относительно стабильном уровне в течение большей части прошлого года.

Реальный совокупный доход на душу населения внутри страны в 2022 г. увеличился на 7.5% г/г⁹ (+9.9% г/г в 2021 г.). В 2022 г. совокупный доход на душу населения в номинальном выражении составил 17.8 млн сум (14.8 млн в 2021 г.). Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата в 2022 г. увеличилась на 21.1% (+20.3% в 2021 г.) и составила 3 892.4 тыс. сум (\$352). В г. Ташкенте (6 314.4 тыс. сум), в Навоийской области (5 125.3 тыс. сум) и Ташкентской области (3 946.9 тыс. сум) размер среднемесячной заработной платы сложился заметно выше общереспубликанского уровня. Максимальная среднемесячная заработная плата отмечена в финансовой сфере страны на уровне 10 817.1 тыс. сум (\$979), минимальная в сфере здравоохранения и предоставления социальных услуг в размере 2 611.7 тыс. сум (\$236). Минимальный размер заработной платы увеличился с 822 тыс. сум в сентябре 2021 г. до 920 тыс. сум в мае 2022 г. и сохранился до конца прошлого года.

С учетом высокой геополитической неопределенности, рисками вхождения экономики ряда крупнейших стран в рецессию, интенсификации санкционных войн и ограничений рост экономики республики в 2023 г., по нашему мнению, составит 5.1%-5.2%¹⁰.

Рейтинговая оценка Узбекистана – улучшение оценки

В конце прошлого года и начале 2023 г. рейтинговые агентства обновили оценку суверенного рейтинга Узбекистана. Так, агентство Moody's повысило суверенный кредитный рейтинг Узбекистана с уровня В1 до Вa3 с прогнозом «Стабильный». Такая рейтинговая оценка отражает приверженность руководства республики проведению коренных реформ, отражает устойчивость экономики страны, а также высокие фискальные и внешние показатели. Агентство отметило риски роста государственного долга сверх ожиданий, которые балансируются относительно низкой долговой нагрузкой и значительным объемом резервов Фонда реконструкции и развития РУ (255.5 трлн сум или 29% от ВВП).

Агентство Fitch Ratings подтвердило рейтинг Узбекистана на уровне ВВ-, прогноз «Стабильный». Агентство подчеркнуло хорошие фискальные и внешние буферные резервы и низкий уровень государственного долга. Однако было отмечено, что у страны сохраняется высокая зависимость от сырьевого сектора, высокие темпы инфляции, а также высокие риски геополитической неопределенности в связи с военными действиями на Украине. Агентство Fitch Ratings упомянуло политические волнения в Каракалпакстане в июле 2022 г., и существенный дефицит электроэнергии в январе 2023 г. в качестве рисков в плане темпов реализации важнейших реформ в стране.

Агентство S&P Global Ratings в декабре прошлого года сохранило рейтинг Узбекистана на уровне ВВ-, при этом прогноз остался на уровне «Стабильный». Такая оценка агентства отражает ожидания, что сравнительно сильные финансовые и внешние позиции Узбекистана должны помочь его экономике противостоять негативным макроэкономическим факторам в течение следующих 12 месяцев. Агентство S&P Global Ratings подчеркивает, что может изменить свою оценку из-за последствий российско-украинского конфликта для Узбекистана через канал торговли и денежные переводы. Кроме того, если внешний долг государственного и финансового секторов продолжит увеличиваться быстрыми темпами, то это также скажется на оценке.

Денежно-кредитные условия – умеренно жесткие

ЦБ РУ сохранял денежно-кредитные условия в республике умеренно жесткими до конца прошлого года на фоне расширения фискального импульса, роста потребления домохозяйств и двузначных темпов инфляции. С июля прошлого года, когда ЦБ РУ понизил основную ставку с 16% до 15%, денежно-кредитные условия в республике до конца года оставались неизменными. При этом инфляционные процессы по основным компонентам инфляции носили разнонаправленный характер, а темпы роста

⁸ Оценка Всемирного банка

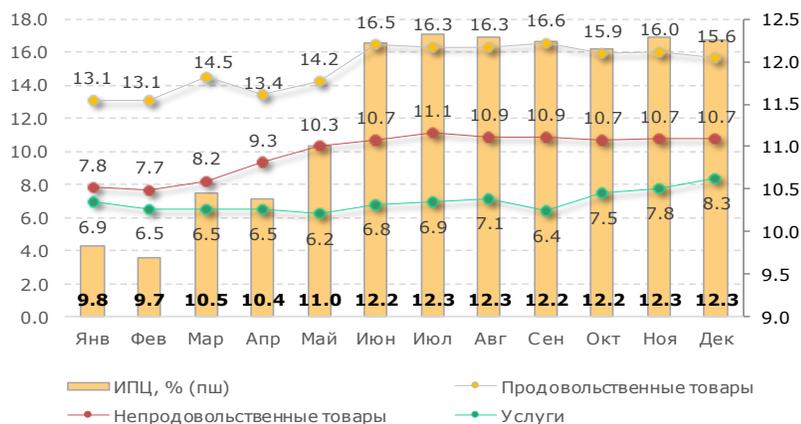
⁹ Предварительные данные

¹⁰ Основные направления ДКП ЦБ РУ на 2023 г. и период 2024-2025 гг. - основной прогноз ЦБ РУ на уровне 4.5%-5.0% г/г

потребительских цен сохранялись с июня прошлого года на уровне в 12.2%-12.3%. Темпы роста цен на продукты питания в республике в 4кв2022 г. замедлились с 16.6% в сентябре до 15.6% в декабре, но сохранялись до конца года на достаточно высоком уровне. При этом темпы роста цен на непродовольственные товары замедлились с 10.9% в сентябре до 10.7% в октябре и до конца года сохранялись на том же уровне. Заметные темпы роста цен наблюдались со стороны платных услуг, которые ускорились с 6.4% в сентябре до 8.3% в декабре. Несмотря на нарастающие темпы роста цен на платные услуги, более сдержанная динамика изменения цен на продукты питания и сохранение цен на том же уровне на непродовольственные товары способствовали поддержанию темпов потребительской инфляции в узком интервале значений. При этом инфляционные ожидания со стороны населения и бизнеса хоть и снизились с максимальных значений мая прошлого года в 17.6% и 17.3% до 15.5% и 14.7% в декабре, но все же сохранились на достаточно высоком уровне и примерно соответствовали уровню декабря 2021 г. в 15.7% и 14.9% соответственно.

В течение 4кв2022 г. курс национальной валюты к доллару США ослаб на 1.9% кв/кв, при этом за год узбекский сум ослаб к доллару США на 3.6% до 11 225.5 сум¹¹. В номинальном выражении курс

Рис. 2. Темпы инфляции в Узбекистане



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

трлн сум (+30.2% г/г, 5.2% кв/кв в 4кв2022 г.). Самая высокая динамика роста наблюдалась со стороны наличного обращения, объемы которого расширились со второго квартала на 51.5% и к концу года в номинальном выражении составили 42.2 трлн сум (+47.3 г/г, -3.6% кв/кв в 4кв2022 г.). Такая динамика роста объема денежных агрегатов сказалась на монетизации экономики республики, которая увеличилась с 19.7% от ВВП в 2021 г. до 21.3% в 2022 г. При этом скорость обращения денег в экономике замедлилась с 5.1х в 2021 г. до 4.7х в 2022 г. Ставка на межбанковском денежном рынке продолжила снижение с 17.1% в июне до 14.2% в сентябре 2022 г. Однако к концу года увеличилась с 14.0% в октябре до 14.1% в ноябре и декабре. Средневзвешенная ставка по овернайт депозитам, размещенным коммерческими банками в ЦБ РУ, с августа прошлого года сохранялась до конца года на уровне 13.0%. Индекс UZONIA на денежном рынке в 4кв2022 г. оставался до конца года на уровне в 14.0% и лишь в конце декабря увеличился до 14.25% и уже на следующей сессии в январе 2023 г. снизился до 14.0%. Такая динамика процентных ставок отражала стабилизацию инфляционных процессов в республике, адаптацию денежного рынка к внешним шокам и формировала уровень реальной процентной ставки на положительном уровне в 2.7%-3.0%.

ЦБ РУ определил для себя целевое значение по потребительской инфляции к концу 2024 г. на уровне 5.0%. Достижение такого целевого показателя к 2024 г. кажется маловероятным, т.к. начиная с 2017 г. годовые темпы потребительской инфляции сохранялись на двузначном уровне и изменялись в довольно широком интервале значений от 11.1% до 15.2%. Напомним, что в исторической перспективе (2010-2016 гг.) темпы роста цен в Узбекистане находились в диапазоне с 5.6%-7.6% г/г. В 2023 г., согласно прогнозу ЦБ РУ, будет наблюдаться замедление темпов инфляции до 8.5%-9.5% на фоне сокращения фискального пульса, сохранения умеренно-жестких денежно-кредитных условий и замедления темпов глобальной инфляции. Допущения ЦБ РУ в отношении такой макроэкономической динамики реализуются уже сегодня, однако динамика замедления темпов инфляции несколько переоценена. Мы полагаем, что темпы роста потребительских цен в республике замедлятся до 9.7%-9.9%.

В течение 4кв2022 г. курс национальной валюты к доллару США ослаб на 1.9% кв/кв, при этом за год узбекский сум ослаб к доллару США на 3.6% до 11 225.5 сум¹¹. В номинальном выражении курс узбекского сума ослаб к доллару на 387.8 сум. На фоне устойчивой динамики ослабления курса сума к доллару США в 4кв2022 г. в конце года сум укрепился с квартального максимума в 11 286 сума до 11 170 сум (-1%), однако это движение курса не переросло в устойчивую тенденцию укрепления, вызвав на денежном рынке резкий скачок индекса UZONIA в конце года.

На фоне сохранения умеренно жестких денежно-кредитных условий в республике в течение второй половины 2022 г. в сфере денежного обращения со второго квартала прошлого года наблюдалось расширение денежного предложения (M2) на 36.7% до 189.1

¹¹ Официальный курс узбекского сума по данным ЦБ РУ

Расширение притока иностранной валюты в форме денежных переводов и экспортной выручки на фоне роста цен на металлы и энергоносители (природный газ) будут оказывать поддержку курсу узбекского сума в 2023 г., однако риски сползания глобальной экономики в рецессию и увеличение оттока валюты через расширение объемов импорта будут оказывать давление на курс национальной валюты. Исходя из этих допущений, курс по паре USDUZS составит 11 815 сум за доллар США (+5.0% г/г) на конец 2023 г.

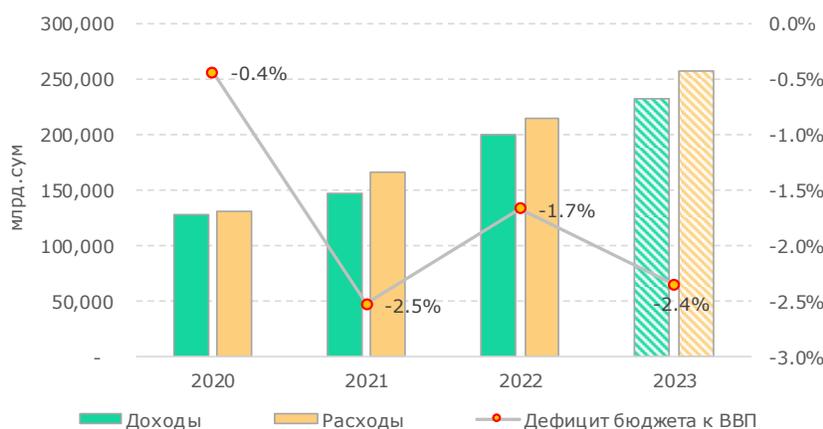
Налогово-бюджетная политика – рост расходов продолжится

Согласно предварительной оценке Министерства финансов РУ, доходная часть бюджета за 2022 г. была исполнена на 1.3% больше запланированного размера и составила 202 трлн сум. Доходы государственного бюджета составили 22.7% от ВВП страны, что на 306п больше по сравнению с показателем 2021 г. Согласно данным Налогового комитета РУ, доходы ведомства увеличились на 16% г/г, что на 4.2% больше запланированного в бюджете 2022 г. Доходы бюджета по прямым доходам увеличились на 9.4% г/г и составили 64.4 трлн сум. Поступления по косвенным налогам увеличились на 26.8% г/г и составили 71.4 трлн сум. Поступления по ресурсным налогам и налогам на имущество увеличились на 3.8% г/г и составили 23.9 трлн сум. Доходы Таможенного комитета за прошлый год увеличились на 38.5% г/г и были перевыполнены на 11.9%. Такой рост доходной части бюджета в 2022 г. был обусловлен ростом цен на металлы, ослаблением курса сума, расширением экспортно-импортных операций и изменением ставок по акцизам и таможенным пошлинам, а также завершением срока предоставления налоговых льгот. Дефицит государственного бюджета в 2022 г. сложился на уровне 14.8 трлн сум или 1.7% от ВВП республики.

Государственный бюджет РУ на 2023 г. планируется свести с дефицитом на уровне 25.1 трлн сум или 2.4% (дефицит консолидированного 3.0%) от ВВП страны, который в 2023 г. увеличится на 5.3%¹² и составит 1 068 трлн сум. Доходную часть государственного бюджета предполагается исполнить в размере 232.6 трлн сум (+16.3% г/г)¹³, при этом доходы государственных целевых фондов (25 фондов)

увеличатся на 29.2% г/г до 41.3 трлн. Доходная часть государственного бюджета составит 21.4% от прогнозного ВВП. Расходная часть государственного бюджета увеличится на 6.1% г/г и составит 227.9 трлн сум или 21.3% от ВВП. Расходы государственных целевых фондов увеличатся на 20.7% г/г до 70.2 трлн сум. Совокупно расходы государственного бюджета увеличатся на 20% г/г с учетом межбюджетных трансфертов до 257.7 трлн сум. Существенное повышение расходов бюджета запланировано по обслуживанию государственного долга, выплаты по которому увеличатся на 88.5% г/г до 19.2 трлн сум. Лимит по привлечению внешнего госдолга

Рис. 3. Государственный бюджет Узбекистана 2017-2023 гг.



Источник: Open Budget, Halyk Finance

или гарантированного государством долга установлен в размере \$4.5 млрд, при этом на нужды финансирования бюджета лимит определен в \$2 млрд. Лимит по выпуску ГЦБ РУ определен на уровне 17 трлн сум (нетто).

По состоянию на 1 октября 2022 г. остаток государственного долга Узбекистана составил \$26.2 млрд (-1.7% с начала года)¹⁴. Отношение государственного долга к ВВП составило 34.1% (38% на конец 2021 г.). При этом внешний государственный долг сократился на 1.7% с начала года и составил \$23.2 млрд (30.1% от ВВП), а внутренний увеличился на 14.8% с начала года до \$3.1 млрд (4.0% от ВВП). Согласно отчету Министерства финансов РУ, за 9М2022 г. Узбекистан подписал 16 кредитных договоров на общую сумму в \$2.1 млрд (при максимальном лимите в \$4.5 млрд, определенном в Законе о Бюджете на 2022 г. и разместил ГЦБ на внутреннем рынке на 8.4 трлн сум по средствам 59 электронных аукционов. Объем

¹² Согласно прогнозу Министерства финансов РУ

¹³ Согласно закону о Государственном бюджете на 2022 г.

¹⁴ По данным Министерства финансов РУ за 9М2022 г.

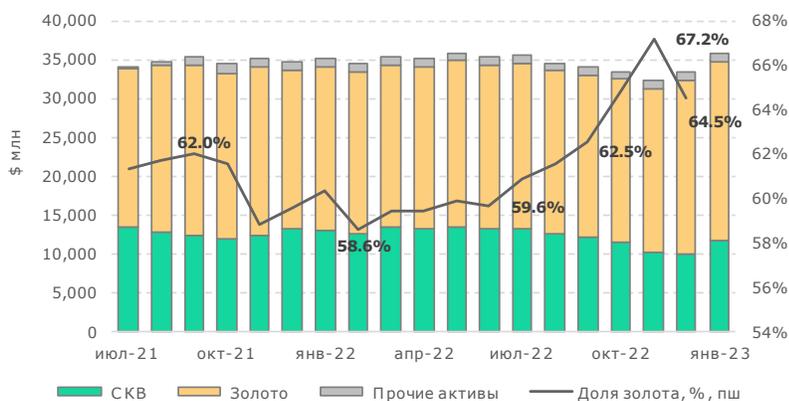
внутреннего долга в форме ГЦБ составил 9.3 трлн сум. Из них на финансирование дефицита государственного бюджета было направлено 6.7 трлн сум. Средства международных финансовых организаций составили 48.7% или \$11.3 млрд от внешнего долга республики. Крупнейшими кредиторами Узбекистана были Азиатский банк развития (\$5.4 млрд), Всемирный банк (\$4.4 млрд) и Исламский банк развития (\$0.9 млрд). Основными валютами внешнего долга РУ по состоянию на 1 октября 2022 г. являлись доллары США (74.8%), японская иена (8.2%) и СДР (7.7%). За 9М2022 г. в рамках обслуживания внешнего государственного долга Узбекистан направил внешним кредиторам \$822.6 млн по основному долгу (ОС) и \$389.8 млн по процентам. В рамках обслуживания внутреннего долга Узбекистан выплатил \$508.8 млн по ОС и \$101.0 млн по процентам. Средства по обслуживанию государственного долга РУ за 9М2022 г. в размере \$825 млн были направлены из государственного бюджета, а \$997.2 млн поступили от компаний с государственным участием.

Рейтинговые агентства отмечают высокие темпы роста внешнего долга республики Узбекистан, о чем свидетельствует и рост объемов обслуживания государственного долга в 2023 г. По мнению агентств этот факт является существенным риском для суверенного кредитного рейтинга страны, и они отмечают необходимость стабилизации долга в течение 2023 г. С этой целью был введен потолок государственного и гарантированного государством долга на уровне 60% от прогнозного ВВП на 2023 г., а также лимиты по финансированию дефицита государственного бюджета.

Международные резервы – увеличение в конце года за счет активов в золоте

Международные резервы Узбекистана за 2022 г. увеличились на 1.8% и составили \$35.8 млрд. Рост ЗВР республики за прошлый год произошел за счет увеличения активов в золоте на 10.1% (+10.0% кв/кв) до \$23.1 млрд. Доля золота в структуре активов ЦБ в декабре 2022 г. составила 64.5% и сократилась с 67.2% в ноябре. Росту доли золота в структуре ЗВР в 4кв2022 г. способствовало изменение стоимости актива на 11.7% кв/кв до \$1 824 за тройскую унцию (XAU), а также увеличение его физического объема с 12.5 млн (388.8 тонн) до 12.8 млн тройских унций (398.1 тонны). Снижение доли золота в ЗВР ЦБ РУ, наблюдаемое в декабре прошлого года, произошло за счет сокращения физического объема этого актива с 12.8 млн (398.1 тонны) до 12.7 млн тройских унций (395.1 тонны). Сокращение резервов в золоте произошло за счет продажи его ЦБ РУ на фоне благоприятной ценовой конъюнктуры. Резервы в СКВ за

Рис. 4. ЗВР ЦБ РУ, по состоянию на 1 января 2023 г.



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

в других центральных банках, БМР (Банк Международных расчетов) и МВФ.

В 2023 г. стоимость золота, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, составит \$1 850 за тройскую унцию и \$1 838 в 2024 г. Прогнозируемая динамика стоимости этого актива будет складываться на фоне ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США до середины 2023 г. Кроме того, в условиях ухудшения финансового состояния ряда американских банков золото будет использоваться в качестве хеджа. Исходя из этого, ведомство скорее всего будет накапливать свои активы в золоте. С учетом такой прогнозной динамики, мы полагаем, что в 2023 г. объемы ЗВР Узбекистана увеличатся в пределах 4.3%-4.7% г/г и составят порядка \$37.3-\$37.5 млрд.

прошлый год сократились на 11.0% до \$11.6 млрд (+1.2% кв/кв). Причем существенное сокращение ЗВР в СКВ произошло в ноябре, когда размер активов в иностранной валюте за месяц сократился на 3.5% до \$9.9 млрд., а размер ЗВР составил \$33.4 млрд и совпал с нашим предыдущим прогнозом на 2022 г. (\$33.4-\$34.0 млрд). Резервные активы в СДР сократились на 4.9% г/г (+4.0 кв/кв) и составили \$1.1 млрд.

Сокращение активов в СКВ в ноябре на 3.5% м/м прошлого года было перекрыто продажей золота в конце года, что позволило нарастить активы в СКВ в декабре на 17.2% м/м. Причем активы в СКВ и депозиты увеличились

Внешние счета – существенное сокращение дефицита

Согласно предварительной оценке ЦБ РУ, дефицит текущего счета сократился с \$4.8 млрд за 2021 г. до \$511 млн за 2022 г. Дефицит по торговому балансу (товары и услуги) расширился на 37.7% г/г до \$15.7 млрд. Профицит по счету первичных и вторичных доходов расширился в 2.3 раза и сложился на уровне \$15.2 млрд. Углублению дефицита по торговому счету способствовала опережающая динамика импорта товаров и услуг (+26% г/г до \$35 млрд) над экспортом (+23% г/г до \$15.1 млрд). Экспорт товаров (без учета монетарного золота) увеличился на 18% г/г и составил \$11.8 млрд, в то время как импорт товаров увеличился на 24% до \$28.6 млрд. Согласно предварительным данным агентства по статистике при президенте РУ, экспорт товаров увеличился на 15.9% г/г и составил \$19.3 млрд. При этом, объем товарного экспорта составил \$11.1 млрд, объем экспорта золота \$4.3 млрд, а услуг \$4.0 млрд. Экспорт услуг, по оценке ЦБ РУ, увеличился на 46% г/г до \$3.3 млрд и заметно опередил объем импорта услуг, который расширился на 34% до \$6.3 млрд.

Расширению профицита по счету доходов способствовал рост положительного сальдо по счету первичных доходов до \$321 млн (+64.6% г/г) и по счету вторичных доходов в 2.3 раза до \$14.9 млрд. Существенному росту доходов в рамках счёта вторичных доходов способствовало существенное расширение личных трансфертов.

По данным ЦБ РУ, по финансовому счету за 9М2022 г. наблюдался отток в размере \$1.9 млрд по сравнению с притоком в \$4.5 млрд. Предварительные данные по финансовому счету республики Узбекистан за 2022 г. отсутствуют.

© 2023 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.

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

© 2023, все права защищены.

**Департамент
исследований**

E-mail

research@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance