

**27 ноября 2019г.**

*Благодаря плавному транзиту власти и началу реформ, направленных на переход к более открытой экономике, начиная с 2016 года Узбекистан привлекает повышенное внимание инвесторов. Масштабные изменения и первые шаги по либерализации открывают перед Узбекистаном многообещающие перспективы развития, однако успех данной трансформации напрямую зависит от того, насколько последовательными будут власти в реализации заявленных реформ и насколько успешно они смогут воплотить заявленные планы в реальность.*

**Темпы роста в среднем 5% в последние годы.** Исторически (2000-2015 гг.) экономика Узбекистана характеризовалась высокими темпами роста на уровне более 7%, которые были результатом роста промышленного производства за счет добычи и экспорта энергоресурсов и аграрного производства<sup>1</sup>. Размер номинального ВВП в 2018 г. составил 407,5 трлн. сум (\$50,5 млрд.). Текущие темпы роста экономики заметно ниже исторических и в среднем составляют порядка 5,1%-5,7%, однако подкрепляются большим массивом статистических данных. Основной вклад в прирост реального ВВП в 2018 г. принадлежит промышленному производству (2,7пп), прочим отраслям услуг (1,0пп) и строительству (0,6пп). По итогам 9 месяцев текущего года темп роста реального ВВП составил 5,7% г/г. В структуре экономики преобладающую роль продолжают играть крупные государственные предприятия и их заметного сокращения планируется достичь к 2022 г. Текущие планы предусматривают реализацию государственной доли участия в предприятиях через IPO (SPO) не менее 20 предприятий, выпуск облигаций 50 предприятий с государственным участием, а также сокращение непрофильных активов предприятий с государственным участием на 50% к концу 2022 г.

**Увеличение притока инвестиций.** В декабре 2018 г. S&P впервые присвоило республике Узбекистан долгосрочный рейтинг на уровне BB- со стабильным прогнозом. В июне этого года рейтинги были подтверждены без изменений. В мае 2019 г. рейтинговое агентство Fitch Ratings также подтвердило долгосрочные рейтинги Узбекистана на уровне BB со стабильным прогнозом, которые были присвоены в 2018 г. Получение рейтингов международных рейтинговых агентств предшествовало размещению Узбекистаном своих первых суверенных 5-летних и 10-летних еврооблигаций в феврале текущего года на общую сумму в \$1 млрд. Кроме того, несколько дней назад осуществлен первый выпуск еврооблигаций в новейшей истории Узбекистана корпоративным эмитентом – УзПромСтройбанк разместил еврооблигации на сумму \$300 млн. Помимо притока капитала в страну в форме суверенного долга и привлечения долга корпоративными эмитентами, в стране наблюдаются высокие темпы притока прямых иностранных инвестиций (ПИИ), а также инвестиций со стороны государственных институтов развития. В 2018 г. инвестиции в Узбекистане осуществлялись преимущественно за счет коммерческого кредита внутри страны, кредитов и инвестиций под гос. гарантии, которые увеличивают долговую нагрузку на экономику, а также за счет фондов развития, расширяющих государственную поддержку и присутствие в экономике. В текущем году наблюдаются изменения в направлениях инвестирования. Если в 2018 г. существенная часть инвестиций была направлена в развитие сырьевого сектора республики (22% от всех инвестиций), то в текущем году за 9 месяцев наблюдается существенный приток инвестиций в обрабатывающую промышленность (27,2% всех инвестиций), в жилищное строительство (11,6%) и в сельское хозяйство (8,4%). Всего же за 9М2019 г. инвестиции в основной капитал составили 134,0 трлн. сум (\$14,3 млрд.), увеличившись на 46,0% г/г.

**Либерализация валютного режима.** В сентябре 2017 г. в Узбекистане произошла либерализация валютного режима, в результате чего удалось унифицировать обменный курс взамен ранее существовавших в силу различных причин нескольких валютных курсов (официальный курс, курс черного рынка и биржевой клиринговый курс). Либерализация валютной политики с 2017 г. предусматривает исключительное использование рыночных механизмов курсообразования национальной валюты по отношению к иностранным валютам (free float). К концу 2017 г. курс национальной валюты ослаб на 93% от до-девальвационного уровня. В 2018 году наблюдалось укрепление национальной валюты Узбекистана с 8160 в начале года до 7794 сума за доллар США в конце года (+4,5%). Такому укреплению национальной валюты способствовал приток иностранной валюты по внешнеэкономическим каналам в форме инвестиций и роста денежных переводов из РФ. Ослабление национальной валюты в августе текущего года сопровождалось дальнейшей либерализацией валютного режима, в рамках которого населению республики с 20 августа было позволено приобретать иностранную валюту после 6 лет запрета. Также ЦБ РУ отказался от целевого валютного коридора в 5%, аргументируя такое решение обесценением валют стран торговых партнеров. В результате, курс

<sup>1</sup> Принимая во внимание критику нового руководителя страны в отношении качества используемой Государственным комитетом по статистике методологии учета в предыдущие годы, не исключено, что данные о росте экономики Узбекистана в предыдущие годы на уровне 7% в год несколько завышены. С приходом Мирзиёева Ш. М. страна взяла курс не только на открытость экономики, но и на существенное улучшение качества и количества публикуемых статистических данных и приведение методологии их учета к современным стандартам.

национальной валюты Узбекистана обесценился к концу августа на 8,1% до 9369 сум за доллар, а по состоянию на конец 3 квартала достиг уровня 9435 сум за доллар США, ослабнув на 12,3% с начала года.

**ЦБ РУ ожидает замедления потребительской инфляции.** Эффект от девальвации национальной валюты переложился на инфляцию, которая достигала уровня 20% г/г в марте 2018 г. и к концу 2018 г. составила 14,3%. За 9М2019 г. инфляция ускорилась до 16,0% г/г. При этом прогноз ЦБ по инфляции в рамках ДКП на конец 2019 г. составляет 13,5-15,5% г/г. В 2020 г. регулятор прогнозирует снижение темпов инфляции до 10-12% г/г., а в 2021 г. ожидает замедления инфляции до уровня менее 10%. ЦБ РУ в 2018 г. ужесточил денежно-кредитные условия, увеличив ставку рефинансирования с 14% до 16% для ограничения инфляционного «перегрева» экономики со стороны потребления. Однако, несмотря на снижение темпов инфляции, темпы роста кредитования остаются высокими, что увеличивает вероятность дальнейшего ужесточения денежно-кредитных условий в стране. Несогласованность бюджетной и монетарной политики (стимулирующая бюджетная политика), приток инвестиций и денежных доходов из-за границы, ожидаемая либерализация цен на энергоносители будут поддерживать двузначные темпы инфляции.

**Расширение дефицита торгового счета.** Сальдо торгового баланса Узбекистана в 2018 г. составило -\$5,3 млрд. (-10,5% от ВВП). По результатам 9М2019 г. сальдо торгового баланса также сложилось отрицательным на уровне -\$4,3 млрд. Темпы прироста импорта за 9М2019 г. в +31,5% г/г (\$18,0 млрд.) определяются расширением производства за счет трансферта технологий и импорта машин и оборудования, которые не выпускаются на территории республики, а также являются следствием наращивания объемов производства автотехники. Объемы экспорта товаров из Узбекистана увеличились на +45,5% г/г и составили \$13,7 млрд. Мы полагаем, что дефицит торгового баланса на уровне 2018 г. будет сохраняться вплоть до 2022 г. с последующим незначительным сокращением. Дефицит текущего счета также будет сохраняться в горизонте 2019-2023 гг. на уровне среднего значения в 3,0 млрд.

**Экспортные возможности ограничены.** Основными экспортными товарами Узбекистана являются золото, природный газ и металлы. В 2012-2018 гг. Узбекистан экспортировал в Швейцарию 348 тонн золота (по данным ИТС согласно статистике о взаимной торговле стран торговых партнеров), за тот же период Кыргызстан продал в Швейцарию 78 тонн золота. Другие страны региона осуществляют собственную добычу и переработку золота. Существенную конкуренцию поставкам природного газа в Китай из Узбекистана представляет природный газ из Туркменистана, объем экспорта которого в 2018 г. составил 25 млн. тонн против 4,8 млн. тонн. Существенную конкуренцию узбекскому экспорту меди составляет экспорт меди из Казахстана в Китай. Так, Казахстан в 2018 г. отгрузил в Китай 220,1 тыс. тонн меди против 22,6 тыс. тонн. В Турцию экспорт узбекской меди составляет 44,7 тыс. тонн против 113,5 тыс. тонн экспорта этого металла из Казахстана. Еще одной статьей экспорта республики Узбекистан можно назвать экспорт рабочей силы. Согласно официальным данным, уровень безработицы составляет 9,3% от экономически активного населения или порядка 1,4 млн. человек. Такой объем невостребованных рабочих рук в экономике будет продолжать служить базой для экспорта трудовых ресурсов в страны ближнего зарубежья.

**Банковский сектор расширяет свое участие в экономике.** Банковский сектор республики Узбекистан по состоянию на 1 октября представлен 30 кредитными организациями, из них 13 – банки с государственным участием. Банковские активы к ВВП по состоянию на 1 октября текущего года, по нашей оценке, составляют порядка 55,4% от ВВП (290,9 трлн. сум или \$30,8 млрд. по данным ЦБ РУ), в то время как отношение кредитов к ВВП составляет 44,7% (234,7 трлн. сум или \$24,8 млрд). Динамика прироста банковских активов в Узбекистане остается высокой. Так, в 2017 г. прирост банковских активов составил 98,2% г/г, а в 2018 г. уже 28,7%. В 2017 г. кредитование экономики выросло в 2,1 раза (с учетом эффекта девальвации), а в 2018 г. его рост составил 51,4%. По состоянию на 1 октября текущего года показатель достаточности капитала составляет 15,6%, а совокупный капитал 30 банков составляет 34,0 трлн. сум (+49,4% г/г) или \$3,6 млрд. Рентабельность банковских активов составляет 2,2% при совокупном размере прибыли в 3,2 трлн. сум, при этом рентабельность капитала составляет 18,2%. Кредитный портфель по состоянию на 1 октября текущего года вырос на 55,1% г/г и составил 234,7 трлн. сум. (\$24,8 млрд.).

**Основные макроэкономические показатели стран Центральной Азии (подробнее см. в конце отчета)**

| Номинальный ВВП, \$млрд. | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Казахстан                | 148,1 | 192,6 | 208,0 | 236,6 | 221,4 | 184,4 | 137,3 | 166,8 | 179,3 |
| Узбекистан               | 46,6  | 56,5  | 63,6  | 68,9  | 76,5  | 81,7  | 81,7  | 58,9  | 50,5  |
| Туркменистан             | 22,6  | 29,2  | 35,2  | 39,2  | 43,5  | 35,8  | 36,2  | 37,9  | 44,1  |
| Кыргызстан               | 4,8   | 6,2   | 6,6   | 7,3   | 7,4   | 6,6   | 6,9   | 7,7   | 8,1   |
| Таджикистан              | 5,6   | 6,5   | 7,6   | 8,5   | 9,2   | 7,9   | 7,0   | 7,2   | 7,5   |
| Рост реального ВВП,%     | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
| Таджикистан              | 6,5   | 7,4   | 7,5   | 7,4   | 6,7   | 6,0   | 6,9   | 7,1   | 7,3   |
| Туркменистан             | 9,2   | 14,7  | 11,1  | 10,2  | 10,3  | 6,5   | 6,2   | 6,5   | 6,2   |
| Узбекистан               | 7,3   | 7,8   | 7,4   | 7,6   | 7,2   | 7,4   | 6,1   | 4,5   | 5,1   |
| Казахстан                | 7,3   | 7,4   | 4,8   | 6,0   | 4,2   | 1,2   | 1,1   | 4,1   | 4,1   |
| Кыргызстан               | -0,5  | 6,0   | -0,1  | 10,9  | 4,0   | 3,9   | 4,3   | 4,7   | 3,5   |

## Текущее состояние экономики

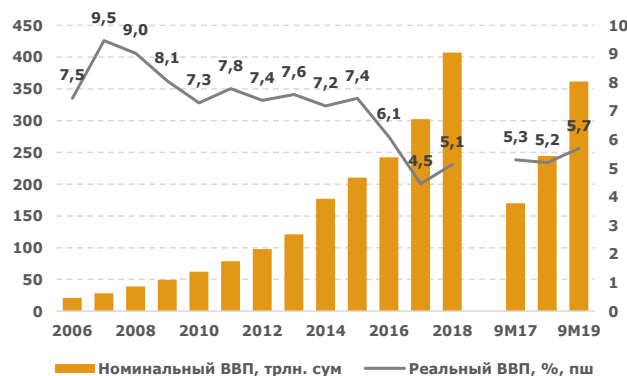
В истории Узбекистана можно выделить две модели развития экономики – одна была сформирована первым президентом страны Каримовым И. А., а вторая приобретает очертания сегодня под руководством Мирзиёева Ш. М. Если первая модель развития была отмечена изоляционизмом и носила инвестиционно-сберегательный характер с высокой долей государственного присутствия, то вторая, согласно заявлениям нового руководства страны, предусматривает максимальную открытость, взаимовыгодное региональное партнерство, региональную интеграцию, а также постепенное снижение государственного присутствия в экономике через приватизацию государственных активов. В ознаменование начала движения в рамках новой парадигмы руководство страны провело либерализацию валютного режима, инициировало налоговые реформы и интенсифицировало региональное сотрудничество в области энергетики, транспорта и торговли.

*Рост экономики сопровождается ростом доступности статистических данных и сменой методологии учета.* Исторически (2000-2015 гг.) экономика Узбекистана характеризовалась высокими темпами роста на уровне 6,8%, которые были результатом роста промышленного производства, особенно в части горнодобывающей промышленности (добыча и экспорт энергоресурсов) и аграрного производства<sup>2</sup>.

Основными факторами текущего роста в Узбекистане являются синергия притока иностранных инвестиций, расширение кредита экономике коммерческими банками и реализация государственных программ развития, с одной стороны, и постепенного роста занятости населения, с другой. Росту экономики также способствует расширение объемов кредитования и рост доходов населения, в том числе получаемых из-за рубежа.

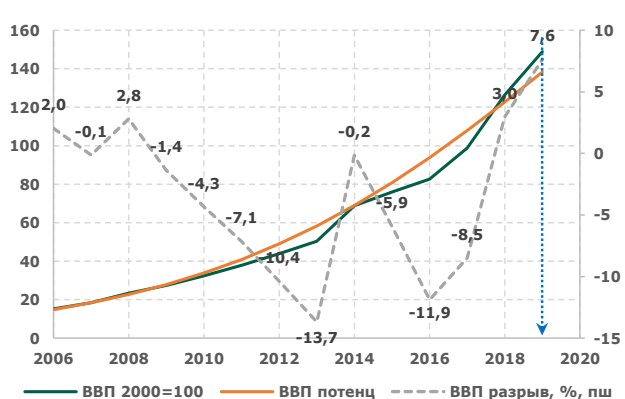
*Экспорт трудовых ресурсов будет продолжен.* Несмотря на новые факторы роста, постепенное увеличение занятости населения и наращивание объемов традиционного экспорта, экспорт трудовых ресурсов будет оставаться одним из драйверов роста экономики Узбекистана в среднесрочной перспективе. Наряду с новой экономической политикой, элементы старой модели экономического роста будут сопровождать развитие экономики страны. На текущий момент в экономике не существует возможности задействовать все избыточные трудовые ресурсы. Кроме того, уровень оплаты труда внутри страны пока ниже уровня доходов трудовых мигрантов в РФ и Казахстане, что будет также способствовать экспорту трудовых ресурсов.

Рис. 1. Динамика роста экономики Узбекистана



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Рис. 2. Реальный ВВП, %



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

На текущий момент в экономике Узбекистана наблюдается значительное расширение совокупного спроса (инвестиционного, потребительского, государственных расходов и расширения спроса на импорт в рамках внешнеэкономических операций), сопровождающееся запаздывающей динамикой совокупного предложения. Заметный вклад в рост экономики со стороны предложения будет вносить рост промышленного производства, строительства и сельского хозяйства. В сфере услуг драйвером роста будет выступать туризм, транспортные услуги и финансовые услуги. Приток вторичных доходов в форме денежных трансфертов из РФ и Казахстана на фоне роста номинальных доходов населения будет расширять внутренний платёжеспособный спрос, который, сопровождаемый высокими темпами кредитования, будет поддерживать относительно высокие темпы роста экономики.

<sup>2</sup> Принимая во внимание критику нового руководителя страны в отношении качества используемой Государственным комитетом по статистике методологии учета в предыдущие годы, не исключено, что данные о росте экономики Узбекистана в предыдущие годы на уровне 7% в год несколько завышены. С приходом Мирзиёева Ш. М. страна взяла курс не только на открытость экономики, но и на существенное улучшение качества и количества публикуемых статистических данных и приведение методологии их учета к современным стандартам.

*Изменение структуры ВВП за счет инвестиций.* Инвестиции в сектор промышленного производства в последние годы (2017-2019 гг.) трансформировали структуру ВВП Узбекистана, которая изменилась от преобладания сектора аграрного производства и сектора услуг (73,5% в среднем в 2000-2016 гг.) к более равномерному вкладу прочих отраслей. Так, по состоянию на 2018 г. промышленное производство, включая строительство, составило 32%, сельское, лесное и рыбное хозяйство – 32,4%, а сфера услуг – 35,6%. С учетом высоких темпов роста жилищного строительства и строительства, связанного с реновацией промышленных предприятий, а также роста объемов промышленного производства в сфере обрабатывающей промышленности (особенно химической), в ближайшей перспективе можно ожидать выхода сектора промышленного производства на ведущие роли в структуре ВВП. Однако необходимо отметить, что в структуре экономики Узбекистана преобладающую роль продолжают играть крупные государственные предприятия и их сокращения согласно «Стратегии владения, управления и реформирования предприятий с государственным участием на 2019-2021 гг.» планируется достичь только к 2022 г. Реформа предусматривает реализацию государственной доли участия в предприятиях через IPO (SPO) не менее 20 предприятий, выпуск облигаций 50 предприятий с государственным участием, а также сокращение непрофильных активов предприятий с государственным участием на 50% в 2022 г.

*Успешность реформ зависит от улучшения инвестиционного климата и уровня кадрового состава.* Реализация стратегии по приватизации государственных активов сталкивается с необходимостью дальнейшего улучшения инвестиционного климата страны. В августе прошлого года был издан указ президента Узбекистана о мерах по кардинальному улучшению инвестиционного климата, который вводил персональную ответственность государственных лиц за реализацию данных мер и предписывал генеральной прокуратуре осуществлять жесткий контроль за их реализацией на уровне первичного административного звена на местах. Также было дано распоряжение профильным ведомствам провести гармонизацию нормативно-правовых актов в части осуществления инвестиций в республике Узбекистан. На пути успешной реализации этих мер стоит необходимость реформирования налогового и таможенного законодательства, которые также реализуются в стране. Таким образом, проводимые и планируемые реформы затрагивают всю сложившуюся при прежнем руководстве архитектуру государственного администрирования социально-экономического развития страны, и столь масштабная трансформация потребует, по нашему мнению, не два и не три года на реализацию. Успех же самих реформ будет во многом зависеть от формирования нового кадрового состава руководства центрального аппарата республики и руководителей на местах.

*Внутренние и внешние риски роста экономики и ее перспективы.* К внутренним рискам, связанным с реализацией масштабных реформ, присоединяются риски внешней макроэкономической неустойчивости в связи с торговыми войнами США и Китая, слабыми темпами роста экономики РФ (за 6М2019 г. только 0,7% г/г), неустойчивой динамикой цен на сырьевых рынках. Высокие темпы прироста инвестиций, кредитования и вовлечения трудовых ресурсов в экономику будут создавать про-инфляционное давление, что указывает на положительный разрыв выпуска, который будет постепенно сокращаться, однако будет оставаться выше реального. Мы полагаем, что экономика Узбекистана будет расти в рамках 5,4%-5,9% в среднесрочной перспективе. Более высокие темпы роста будут сдерживаться высокой долей государственного присутствия в экономике, отсутствием квалифицированных управленцев как в сфере государственного администрирования (на текущий момент реализуется реформа системы государственного управления на 2017-2021 гг.), так и в частном бизнесе.

## **Структура экономики Узбекистана**

Рост инвестиций в 2017-2018 гг. привел к изменению структуры роста экономики Узбекистана. Если в период 2000-2016 гг. основным отраслевым драйвером являлось сельское хозяйство, средняя доля которого в структуре ВВП составляла 27,7% (1,7пп средний размер вклада), то в последние два года наблюдается сокращение доли с 34,0% в 2017 г. до 32,4% в 2018 г (вклад в рост 0,1-0,4пп). Наряду сокращением доли сельского хозяйства в структуре ВВП, наблюдается постепенное рост доли промышленности с 22,2% в 2017 г. до 26,3% в 2018 г. Среднее значение доли промышленности с 2000-2016 гг. составляет 22,2%. При этом наблюдается рост вклада со среднего значения в 1,1пп до 1,2пп в 2017 г и 2,8пп в 2018 г. Доля услуг в структуре ВВП в среднем составляла 43,9% в период с 2000-2016 гг. За последние три года доля услуг сократилась с 39,4% в 2016 г. до 35,6% в 2018 г.

Мы полагаем, что структура экономики Узбекистана будет постепенно меняться в сторону увеличения промышленного производства, отраслей строительства и прочих услуг, которые ранее были слабо развиты или отсутствовали вообще. Так, по нашей оценке, из 5,1% роста экономики Узбекистана в 2018 г. вклад промышленности (2,7пп), строительства (0,6пп) и прочих услуг (1,0пп) составил 4,3пп (84,3% доля в структуре роста). В 2016 г. существенный вклад в рост экономики оказывало сельское хозяйство (2,1пп), услуги по проживанию и питанию (0,8пп) и прочие отрасли услуг (1,2пп) или совместно 4,1пп от 6,1% роста (67,2% доля в структуре роста).

В 2018 г. объем промышленного производства в Узбекистане увеличился на 14,4% г/г и составил 288,9 трлн. сум. По предварительным данным, за 9М2019 г. объем промышленного производства увеличился на 7,0% г/г и составил 234,7 трлн. сум (+6,3%г/г, 151,2 трлн. сум в 9М2018 г.). В рамках промышленного производства за 9М2018 г. заметную динамику прироста показали горнодобывающая промышленность (+1,9% г/г) и обрабатывающая промышленность (+8,9% г/г).

В 2017-2018 гг. наблюдается постепенное сокращение доли промышленного производства с высоким переделом с 80,3 % до 76,6% с наращиванием доли сырьевого сектора промышленности с 9,6% до 16,1%. Драйверами роста в сырьевом секторе промышленного производства в 2018 г. являлись рост объемов добычи газового конденсата (+9,9% г/г), газа (+6,1% г/г), щебня (+19,8% г/г) и угля (+3,4% г/г). Производство нефти снизилось на 8,2% г/г в 2018 г. Однако в течение 9М2019 г. наблюдается изменение в структуре промышленного производства Узбекистана в сторону

наращивания доли обрабатывающей промышленности до 80,1% (75,9% за 9М2018г.) с одновременным сокращением доли горнодобывающей промышленности до 13,1% (16,4% за 9М2018г.). Сокращению доли сырьевого сектора способствовала отрицательная динамика прироста объемов добычи угля (-6,8% г/г), нефти (-6,5%) и газового конденсата (-3,3%), а также прирост доли обрабатывающей промышленности в секторе промышленного производства.

Рис. 3. Отраслевая структура роста экономики

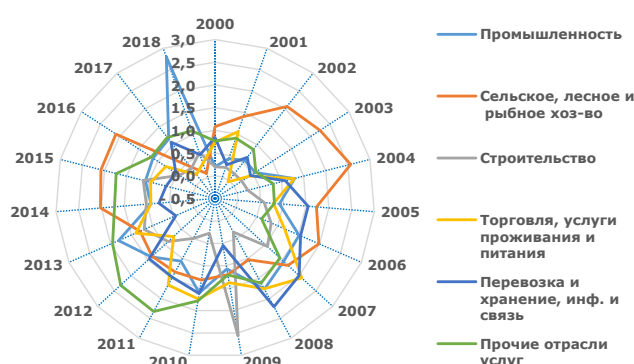
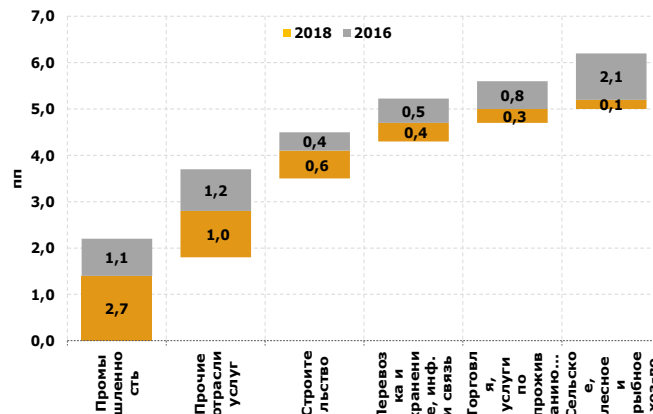


Рис. 4. Вклад отраслей в рост экономики



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Основу обрабатывающей промышленности Узбекистана составляют отрасли машиностроения 25,5% (2018 г.), производства текстильных изделий, одежды, кожаной продукции (17,8%), производства продуктов питания (17,3%) и металлургическая промышленность (14,6%). Доля производства химической продукции, резиновых и пластмассовых изделий составляет 10,8%. За 9М2019 г. основная структура обрабатывающей промышленности сложилась следующим образом: металлургическая промышленность 22,7% (15,9% за 9М2018 г.), машиностроение 21,6% (23,4% за 9М2018 г.), производство продуктов питания 15,5% (17,8% за 9М2018 г.) и текстильная промышленность 16,1% (17,3% за 9М2018 г.). Доля производства химической продукции составляет 9,9% (10,8% за 9М2018 г.).

Рис. 5. Объемы и темпы роста промышленности

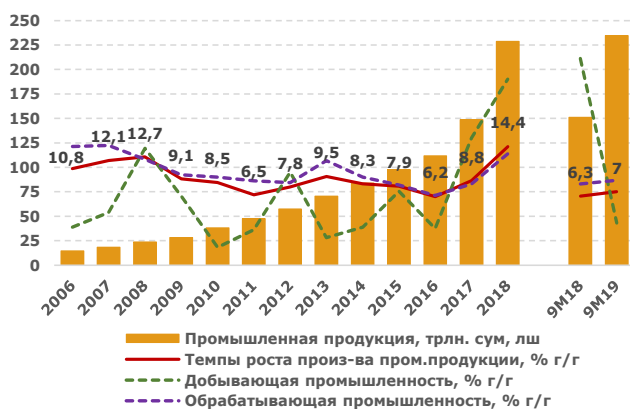


Рис. 6. Структура промышленного производства, %



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Региональная концентрация промышленного производства в 2018 г. на 61,8% была представлена 4 областями и одним городом: г. Ташкент (18,6%), Ташкентская область (15,3%), Андижанская (11,8%), Навоийская (9,9%) и Кашкадарьинская область (6,2%). За 9М2019 г. региональная концентрация незначительно уменьшилась до 68,1% (68,3% по итогам 9М2018 г.), причем Навоийская область увеличила удельный вес в общем объеме промышленного производства до 13,5% (10,7%), в то время как доля г. Ташкента составила 16,7% (15,9% 9М2018 г.).

В Узбекистане реализуется программа по локализации производства готовой продукции, комплектующих изделий и материалов на 2017-2019 гг. В рамках этой программы объем локализуемой продукции увеличился в 1,5 раза, однако наблюдается сокращение объема экспорта локализованной продукции до \$457,8 млн. против \$512,4 млн. годом ранее. В рамках программы также происходит наращивание местного производства сельскохозяйственной техники – плугов в 64,5 раза, тракторов в 3,4 раза, зерноуборочных комбайнов на 19,4% г/г. Количество новых рабочих мест в рамках программы составило 3,0 тыс. 2017 г. и 1,1 тыс. в 2018 г. За 9М2019 г. экспорт локализованной продукции увеличился с \$359,6 млн. за 9М прошлого года до \$433,9млн, а количество новых рабочих мест в рамках программы выросло до 8,5 тыс. человек. В рамках реализации программы в 2018 г. объем производства составил 15 трлн. сум (9,9 трлн. сум

в 2017 г.). За 9М2019 г. объем производства в рамках этой программы составил 15,4 трлн. сум (11,0 трлн. сум за 9М2018 г.).

Объем продукции и услуг сельского хозяйства в 2018 г. составил 199,5 трлн. сум (0,3% г/г). В структуре ВВП эта отрасль занимает 32,4%, сократившись с 34% в 2016 и 2017 гг. На продукцию животноводства приходилось 46,8%, на долю растениеводства 53,2%. В структуре производства отрасли по категориям хозяйств преобладают декханские личные подсобные хозяйства, занимая 70%, на долю фермерских хозяйств приходится 27,3%, на организации, осуществляющие сельскохозяйственную деятельность приходится 2,7%.

За 9М2019 г. объем продукции и услуг отрасли увеличился на 2,4% г/г (+2,3% г/г за 9М2018 г.) и составил 150,8 трлн. (79,1 трлн. 9М2018 г.) сум. В январе-сентябре 2019 г. прирост объемов продукции растениеводства составил 76,2 трлн. сум (+2,4% г/г), в то время как объем продукции животноводства увеличился на 2,5% г/г и составил 74,7 трлн. или 49,5% от общего объема продукции сельского хозяйства. За 9М2019г. мы наблюдаем рост доли декханских хозяйств до 73,7% и снижение доли фермерских хозяйств до 23,8%, с одновременным сокращением доли организаций, осуществляющих сельскохозяйственную деятельность до 2,5%.

Наблюдаемые структурные изменения в экономике дают основания полагать, что в стране происходит углубление индустриализации и Узбекистан, сохраняя аграрную направленность (32,4% в 2018 г.), трансформируется за счет инвестиций и программ развития в экономику с преобладанием промышленного производства (доля в 16,0% в 2001 г увеличилась до 26,3% в 2018 г.). Мы полагаем, что в ближайшие два года доля промышленности достигнет уровня 30%-33% в структуре всей экономики страны.

## **Инвестиции**

*Получение первых суверенных рейтингов и первое размещение суверенного долга.* В декабре 2018 г. рейтинговое агентство S&P впервые присвоило республике Узбекистан долгосрочный кредитный рейтинг на уровне ВВ- со стабильным прогнозом. В июне этого года рейтинги были подтверждены без изменения прогноза. В мае 2019 г. рейтинговое агентство Fitch Ratings также подтвердило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента в национальной и иностранной валюте на уровне ВВ со стабильным прогнозом, которые присвоило Узбекистану в 2018 г. Получение рейтингов от международных агентств позволило Узбекистану разместить свои первые суверенные 5-летние и 10-летние еврооблигаций на общую сумму в \$1 млрд. Кроме того, несколько дней назад осуществлен первый выпуск еврооблигаций в новейшей истории Узбекистана корпоративным эмитентом – УзПромСтройбанк разместил еврооблигации на сумму \$300 млн. Валовый долг правительства Узбекистана по итогам 2018 г. составил 20,6% от ВВП по данным МВФ. Помимо притока капитала в страну в форме суверенного долга и привлечения долга корпоративными эмитентами, в стране наблюдаются высокие темпы притока прямых иностранных инвестиций (ПИИ), а также инвестиций со стороны государственных институтов развития. Исторически среднегодовые темпы роста инвестиций в основной капитал в стране в 2010-2016 гг. составляли порядка 9,6%. В 2017 г. наблюдается снижение темпов прироста до 7,1% г/г в реальном выражении. В 2017 г. объем инвестиций в основной капитал составил 68 423,9 млрд. сум (\$13,3 млрд. по курсу 5 140 сум за доллар США) или 22,6% от ВВП. В 2018 г. наблюдается заметный рост инвестиций в экономику на 18,1% г/г до 107 333 млрд. сум (\$13,3 млрд. по курсу 8 073 сум за доллар США) или 26,3% от ВВП. Структурно по данным государственного комитета по статистике республики Узбекистан (ГКС РУ), в рамках негосударственных и внебюджетных источников, наблюдается незначительное уменьшение инвестиций за счет собственных источников с 30,9% годом ранее до 28%, средств населения с 13,6% до 11,3%, за счет ПИИ с 18,7% до 13,7%. При этом наблюдается рост инвестиций за счёт кредитов коммерческих банков. Инвестиции из государственных источников существенно увеличились за счет иностранных кредитов под гарантии Республики Узбекистан с 6,4% годом ранее до 15,5%. Рост инвестиций за счет Фонда реконструкции и развития Узбекистана (ФРРУ) уменьшился с 8,3% до 7,4% в 2018 г. Республиканский бюджет также сократил инвестиции в основной капитал с 5,1% до 3,8%. При этом наблюдается наращивание инвестиций в основной капитал за счет целевых фондов с 3,5% до 5,1%.

За 9М2019 г. инвестиции в основной капитал составили 134,0 трлн. сум (\$15,5 млрд.), увеличившись на 46,0% г/г. Основными источниками инвестиций в периоде были средства предприятий 21,6% (31,1% за 9М2018 г.), средства населения 9,8% (12,6% за 9М2018), ПИИ 16,0% (10,3% за 9М2018), кредиты коммерческих банков 15,7% (16,9% за 9М2018 г.). Государственные источники инвестиций в основной капитал осуществлялись преимущественно за счет иностранных кредитов под гарантии правительства, составив 14,6% в текущем году (14,7% за 9М2018), за счет ФРРУ 4,4% (6,5% 9М2018 г.), за счет республиканского бюджета 8,5% (3,5%). Доля прочих источников финансирования составила 9,4% (4,4% за 9М2018 г.). Таким образом, если в 2017 г. источником инвестиций в основной капитал выступали негосударственные источники инвестирования, занимая 75,3% (в составе которых ПИИ и кредиты составляли 20,4%), а государственные 24,7% (ФРРУ 8,5%), то в 2018 г. структура по источникам инвестиций начинает изменяться за счет увеличения государственных источников финансирования до 32,1% (ФРРУ 7,4% и иностранные инвестиции и кредиты по гарантии РУ 15,5%).

Доля частных инвестиций в структуре уменьшилась до 67,9% (ПИИ и кредиты до 13,7%) в 2018 г. За 9М2019 г. доля государственных инвестиций составила 28,4% (29,1% 9М2018 г.). Частные инвестиции составили 71,6% (70,9% 9М2018 г.). Инвестиции в основной капитал осуществляются преимущественно за счет коммерческого кредита внутри страны, кредитов и инвестиций под гарантии Узбекистана (увеличивается долговая нагрузка на экономику) и за счет фондов развития (расширяется государственная поддержка и присутствие в экономике). Объем прямых иностранных инвестиций в Узбекистан, согласно статистике ЦБ РУ сократился с \$1,8 млрд. в 2017 г. (\$1,7 млрд. в 2016 г.) до 624 млн. в 2018 г. В первом квартале текущего года приток иностранных инвестиций в страну сократился на 48,2% г/г и

составил \$221,3 млн., в то время как во втором квартале рост составил \$922,9 млн. За первое полугодие рост ПИИ ускорился в 2,7 раза.

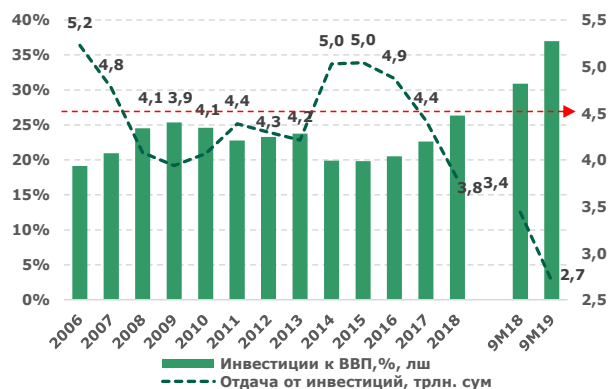
Для поддержания существующих темпов роста и трансформации экономики государству приходится увеличивать объем инвестиций в экономику за счет заемных средств, продажи золота и программ развития.

Рис. 7. Рост инвестиций



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

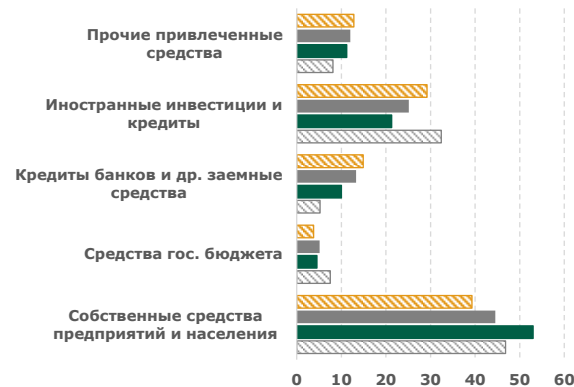
Рис. 8. Эффективность использования капитала



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Высокие темпы роста инвестиций по внешним и внутренним каналам накапливают капитал в экономике Узбекистана, при этом при текущих темпах роста экономики отдача от инвестиций убывает. По состоянию на 2018 г. в текущих ценах она составила 3,7 трлн. сум на один сум инвестиций при среднем значении в 4,5 трлн. сум. (в первом полугодии это значение составило 2,6 трлн. сум). Происходит это, с одной стороны, за счет опережающих темпов роста объема инвестиций, с другой, за счет отсроченного во времени постепенного выхода производственных активов на проектные мощности.

Рис. 9. Структура инвестиций по источникам финансирования, %



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Рис. 10. Структура инвестиций по направлению, %



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

**Инвестиции по видам экономической деятельности.** Существенный поток инвестиций направляется в отрасль обрабатывающей промышленности, электроснабжения, подачи пара и пр., а также в жилищное строительство. Если основным направлением инвестирования в 2017 г. была горнодобывающая промышленность, получившая 20,8% всех вложений (18,1% в 2016 г.), в то время как обрабатывающая промышленность – 14,4% (14,4% в 2016 г.), электроснабжение – 8,0% (5,3% в 2016 г.), а жилое строительство – 16,2% (20% в 2016 г.), то в 2018 г. в горнодобывающую промышленность поступило лишь 11,4%, в то время как в обрабатывающую 22,0%. Заметно увеличились инвестиции в электроснабжение до 14,2%, а также в жилищное строительство 16,5%. В сельское хозяйство поступило 3,3% всех инвестиций против 3,5% в 2017 г. За 9M2019 г. рост инвестиций в горнодобывающую промышленность составил 8,1% против 12,9% годом ранее, в обрабатывающую 27,2% против 21,9% в январе-сентябре прошлого года и в электроснабжение 11,7% против 11,4% годом ранее. Инвестиции в жилищное строительство составили 11,6% против 18,3% в январе-сентябре 2018 г. Доля инвестиций в сельское хозяйство составила 8,4% против 3,5% за 9M2018 г.

**Иностранные инвестиции в топливно-энергетический комплекс.** За последние три года существенный приток иностранных инвестиций наблюдался в топливно-энергетический комплекс страны (ТЭК), в который с начала 2016 г.

поступило \$6,5 млрд. В текущий момент на территории республики также реализуются проекты геологоразведки и разработки месторождений на общую сумму \$9,7 млрд. со сроком окончания в период 2016-2056 гг. Помимо этого в Узбекистане реализуются крупные проекты по разработке месторождений и добыче углеводородов на территории Гиссарского инвестиционного блока, а также и Устюртского региона и месторождений Кандымской группы, месторождений Хаузак и Шады с датой начала в период 2004-2007 гг. на общую сумму \$6,3 млрд. Крупнейшими операторами по этим проектам являются Лукойл Оверсиз, Газпром, CNODC, CNPC International, Korea National Oil Corporation, DAEWOO International, KOGAS. Завершение по этим крупным проектам планируется в 2035-2046 гг.

*Прочие инвестиции в экономику.* В текстильную промышленность республики за последние три года было привлечено \$575 млн. ПИИ. В фармацевтическую отрасль промышленного производства республики в 2018 г. было инвестировано \$14 млн., а в 2019 г. планируется реализовать проекты на общую сумму в размере \$130 млн. В сфере сельского хозяйства инвесторы из Китая реализуют проект по выращиванию различных видов сельскохозяйственной продукции общей стоимостью \$50 млн. Также турецкими инвесторами реализуется проект на «стыке» сельского хозяйства и пищевой промышленности на сумму \$70 млн. по выращиванию кукурузы и производства из нее глюкозы, фруктозы.

Два крупных проекта реализуются в сфере металлургии: один, по строительству Ташкентского металлургического завода реализуется инвестором из Нидерландов на сумму \$335 млн., другой по переработке металлов и выпуску металлоконструкций на сумму \$10,7 млн. реализуется турецкими инвесторами. Срок реализации проектов 2017-2019 гг. В машиностроительной отрасли реализуется проект корейского инвестора общей суммой в \$200 млн. по наладке производства автомобилей компании Hyundai со сроком реализации 2018-2021 гг. Существенный приток инвестиций наблюдается в туристическую отрасль Узбекистана: реализуются два проекта с участием ПИИ на общую сумму \$324 млн. со сроком реализации 2018-2021 гг.

Приток иностранных инвестиций в крупнейшие ТЭК проекты показал, что на текущий момент основой развития экономики Узбекистана будет выступать сырьевой сектор и сектора первичной переработки (металлургия, сжижение газа (GTL), производство полимеров). Проекты в химической отрасли и металлургии могут сформировать межотраслевые связи (кластеры) с такими смежными отраслями экономики, как машиностроение (автомобилестроение и производство агротехники), увеличивая тем самым структурную интеграцию промышленного производства в целом. Развитие и углубление межотраслевых связей в рамках хлопково-текстильного кластера (переработка хлопка, производство тканей и пошив готовой одежды) наряду со значительным увеличением конкурентного экспортного потенциала текстильной промышленности республики создаст необходимую основу для более широкого импортозамещения внутри страны (внутренний потребительский рынок достаточно емкий 33,3 млн. человек). Приток инвестиций и льготное налогообложение в сектор туризма и связанных с ним услуг, а также в сферу строительства туристической инфраструктуры наряду с развитием производства строительных материалов (цемента, пеноблоков, гипсокартона и т.п.) создает основу для распространения мультипликативного эффекта в смежных отраслях экономики Узбекистана. Текущую задачу руководства страны мы видим в том, чтобы в процессе реформирования экономики Узбекистан не перешел к созданию сырьевой экономики, с коротким производственным циклом, слабой межотраслевой интеграцией и с производством продукции низкого передела.

## **Рынок труда**

По состоянию на конец 2018 г. количество экономически активного населения в Узбекистане составило 14,635 тыс. человек (согласно новой методологии Минтруда 14,642 тыс.), что составляет 44,8% от всего населения республики (33,3 млн. человек). Доля занятого населения в экономике в 2018 г. составляет 41,5%. По состоянию на конец 2018 г. количество занятого населения составило 13,786 млн. человек (по уточненным данным Минтруда 13,273 тыс. человек). Количество безработного населения в 2018 г., согласно уточненной статистике Минтруда, составило 1 362 тыс. человек. Резкий рост количества безработного населения, согласно заявлению Министерства занятости и трудовых отношений, с 5,8% в 2017 г. до 9,3% в 2018 г. произошло за счет усовершенствованной методологии учета населения, а не за счет роста количества безработных.

Анализ исторических данных показывает, что улучшение методологии учета безработного населения в Узбекистане произошло и в 2007 г., когда количество безработного населения увеличилось с 25,5 тыс. человек до 563,8 тыс. человек (Методика расчета незанятого населения, нуждающегося в трудоустройстве 2007 г.). Имплементация органами статистики новой методики учета незанятого населения ограничила анализ трудовых ресурсов в республике периодом 2007-2018 гг.

В рамках инвестиционно-сберегательной модели экономики с импортозамещением, сложившейся при Каримове И.А., согласно официальной статистике, порядка 190 тыс. человек ежегодно покидало республику. Официальные органы статистики не предоставляют данные по виду внешней миграции, однако мы полагаем, что официальная и неофициальная трудовая миграция в РФ составляла порядка 0,8-1,2 млн. человек ежегодно за последние 7 лет (по разным экспертным оценкам до 2,5 млн. чел.). Согласно официальным данным, внешняя миграция из Узбекистана всего составляла порядка 176-214 тыс. человек (рис. 13).

Таким образом, если исходить из того факта, что трудовые мигранты — это избыточные ресурсы, занятость которых ограничена внутри страны, то вместе с количеством официальных безработных общий уровень безработицы в стране возрастает с 9,3% в 2018 г. до 15,7% (2,3 млн. чел.), а средний уровень безработицы в 2007-2018 гг. увеличивается с 5,5% до 11,2% (рис. 12). И это только статистика по РФ. С учетом статистики по Казахстану, второму по масштабу направлению трудовой миграции, эти показатели могли бы составить в 2018 г. порядка 18-19%.



Денежные переводы трудовых мигрантов обеспечивают существенный приток денежных средств в экономику Узбекистана, в разные годы сопоставимые почти с 12% от ВВП страны. По состоянию на конец 2018 г., объем денежных переводов мигрантов к ВВП Узбекистана составил 8,1%. Этот объем формирует существенную поддержку внутреннему потреблению домохозяйств внутри страны. Так, если номинальная начисленная заработная плата в Узбекистане в 2018 г. составила 1 822,2 тыс. сум (+25% г/г) или \$226, то средний размер одноразового перевода из РФ (исходя из того, что это одноразовый месячный перевод в Узбекистан) составил 2 953,3 тыс. сум или \$366. В январе-июне 2019 г. размер номинальной начисленной заработной платы в Узбекистане увеличился в среднем до 2 092,6 тыс. сум (2 213,4 тыс. сум 9М2019 г.) или \$248 (+30,1% г/г), средний размер одноразового перевода из РФ составил во 2 кв. 2019 г. порядка \$372. Мы полагаем, что в рамках экспортноориентированной инвестиционно-потребительской модели экономики, денежные переводы трудовых мигрантов будут оказывать значительную поддержку потребительскому спросу внутри страны, т.к. на текущий момент размер экономики Узбекистана не позволяет обеспечить занятостью порядка 1,4 млн. официальных безработных (9,3%) и порядка 930 тыс. трудовых мигрантов (6,4%).

Рис. 11. Занятое население, млн. чел.

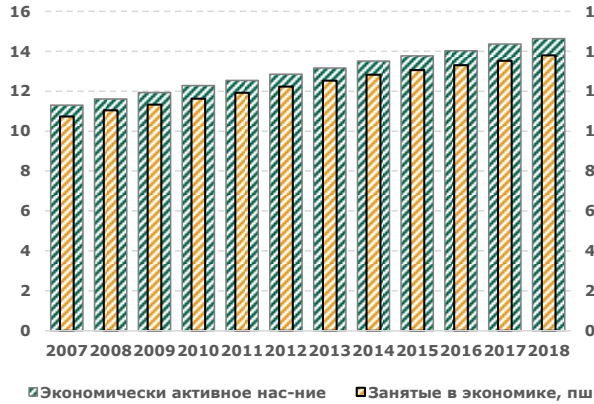
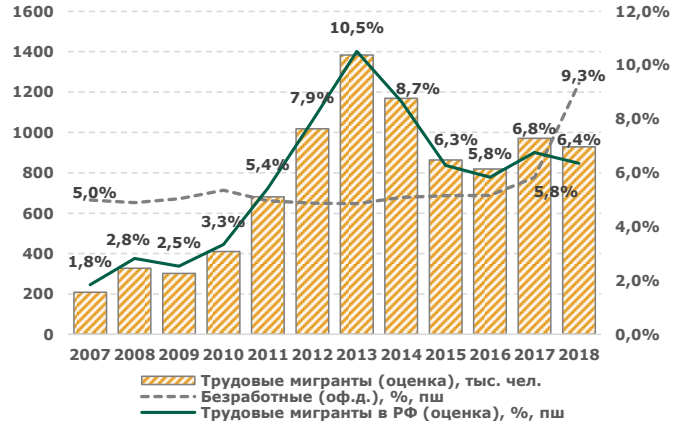


Рис. 12. Уровень безработицы в Узбекистане



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Существенный рост производительности труда в Узбекистане наблюдался в 2014 г., когда наметился устойчивый тренд на постепенное сокращение темпов роста занятого населения в экономике со среднего значения в 2,6% (2007-2014 гг.) до 2,4% г/г. В последующем динамика прироста занятого населения сократилась еще больше – до 1,7% г/г в 2017 г. Количественный рост занятого населения составил 222 тыс. человек в год, что является минимальным показателем с 2003 г. Таким образом, инвестиционно-сберегательная модель роста экономики Узбекистана начала с 2014 г. исчерпывать свой потенциал и постепенно «выдавливала» избыточные трудовые ресурсы в более динамично развивающиеся региональные экономики РФ и Казахстана.

Рис. 13. Внешняя миграция

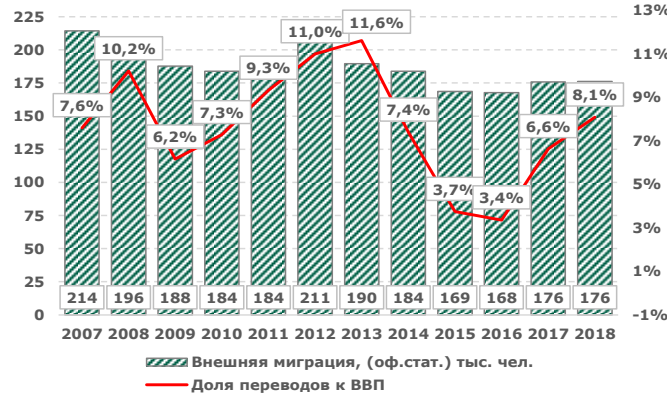
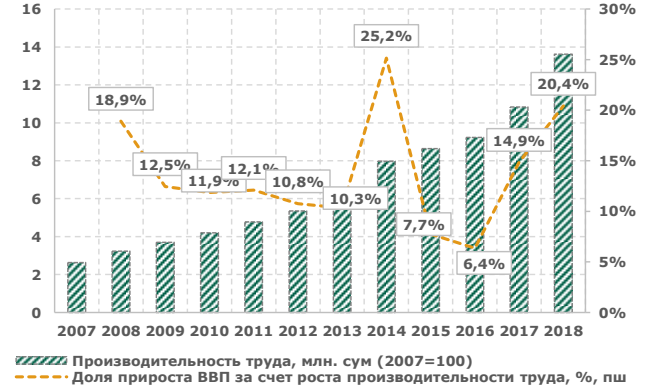


Рис. 14. Производительность труда



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Сокращение «избыточности» трудовых ресурсов в 2014 г. при сохранении существующей структуры производства способствовало росту производительности труда на 25,2%, однако в последующие годы наблюдается сокращение доли роста ВВП за счет производительности труда, указывая на убывающий вклад в рост ВВП этого фактора производства. В 2017-2018 гг. ситуация заметно изменилась, т.к. постепенно стала меняться структура экономики и стали создаваться новые возможности для обеспечения занятости населения. В 2017 г. тенденции 2014 г. проявлялись по

инерции, а в 2018 г. увеличение занятости населения дало существенный вклад в прирост ВВП за счет производительности труда.

Мы полагаем, что экспорт трудовых ресурсов в ближайшие 5 лет будет сохраняться, т.к., несмотря на рост экономики, численность трудовых ресурсов, не вовлеченных в этот рост, будет оставаться на достаточно высоком уровне.

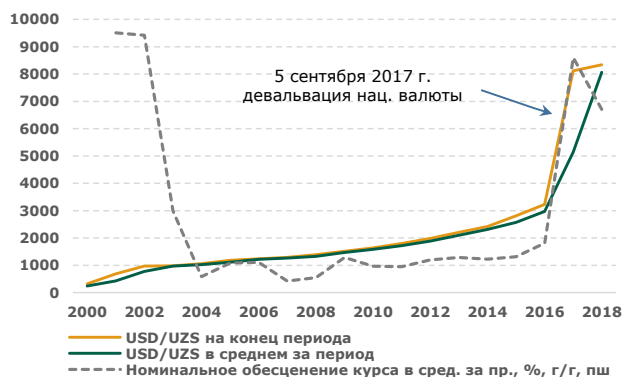
## Валютная политика

Исторически ЦБ РУ проводил политику монетарного таргетирования, обеспечивая стабильность национальной валюты путем определения целевых темпов роста денежной массы. Обменный курс национальной валюты был привязан к доллару США и претерпевал постепенное ослабление (crawling peg). Исторически ослабление курса сума происходила со среднегодовой динамикой 2,0-3,0% (среднее значение 2,6% в 2008-2016 гг.). В августе 2017 г. режим валютного регулирования национальной валюты Узбекистана сменился с crawling peg на свободное рыночное курсообразование (free float) и официальный курс был приведен к уровню биржевого курса, принятого для внешнеэкономических операций (раньше в республике использовалось несколько курсов: официальный курс ЦБ, курс черного рынка, биржевой и биржевой клиринговый - последний использовался импортерами и был самым высоким).

На текущий момент ЦБ РУ осуществляет политику свободного курсообразования, однако довольно активно присутствует на валютном рынке, являясь нетто продавцом валюты. В 2018 г. объем продаж валюты ЦБ РУ на Узбекской республиканской валютной бирже (УзРВБ) увеличился на 10,8% г/г и составил \$4,155 млн.

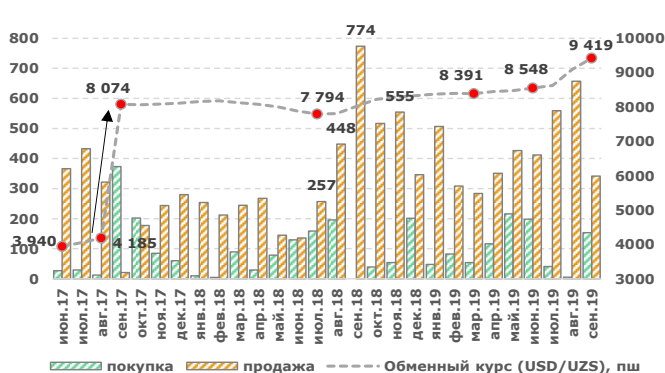
**Рост объемов продажи валюты на внутреннем рынке.** В первом квартале 2019 г. наблюдался заметный прирост объемов продаж иностранной валюты на 54,5% г/г до \$1,099 млн., однако по сравнению с первым кварталом 2017 г. произошло снижение квартальных продаж на 2,4%. За 9 месяцев текущего года продажи валюты ЦБ РУ увеличились на 40,4% г/г и составили \$3,845 млн., что в 4,2 раза больше объемов покупки. Рост продаж валюты на УзРВБ, наблюдавшийся во второй половине 2018 г., обуславливается прежде всего ростом поступлений денежных переводов в иностранной валюте от трудовых мигрантов из-за границы, а также связан со значительными объемами покупки золота у местных производителей. Так, за 2018 г. ЦБ РУ нарастил свои резервы в золоте на 5,7% г/г до 355 тонн или 11,4 млн. тройских унций. Максимальный объем резервов в золоте сложился в ноябре 2018 г. и составил 381 тонну или 12,3 млн. тройских унций.

Рис. 15. Обменный курс USD/UZS в Узбекистане



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

Рис. 16. Сделки с валютой ЦБ РУ, \$млн.



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

До августа текущего года регулятор придерживался жесткой политики, направленной на обеспечение стабильности национальной валюты, таргетируя коридор колебания валютного курса в 5%. В августе текущего года было принято отказаться от управления курсом национальной валюты в рамках этого коридора. В среднесрочной перспективе ЦБ РУ планирует придерживаться нейтральной позиции при проведении интервенций с целью сокращения своего вмешательства в процессы свободного курсообразования. Текущее присутствие регулятора на рынке не связано с активным управлением курсообразования (managed float). Тем не менее, ЦБ РУ оставляет за собой право проводить интервенции для сглаживания краткосрочной волатильности курса.

**Существенное укрепление национальной валюты летом 2018 г.** В рамках периода свободного курсообразования национальной валюты узбекский сум показал заметное укрепление в июне-августе 2018 г., повысившись с июньского значения в 8170 до 7797 сум, в конце сентября ослабнув до 8016 сум за доллар. По состоянию на конец 2018 г. курс сложился на уровне 8404 сума за доллар США. Отметим, что ежемесячный объем продаж долларов на УзРВБ постепенно сокращался и в июне 2018 г. достиг годового минимума в 136,1 млн. долларов США. В последующие три месяца объем продаж существенно возрос (рис. 1.) и по состоянию на сентябрь достиг пикового значения в 773,6 млн. долларов США, закрепившись на среднем уровне в 472,3 млн. долларов до конца 2018 г. Укреплению узбекского сума в 3 квартале 2018 г. способствовал приток валюты в форме денежных перечислений из РФ в размере \$1,254 млн.

(+16,4% кв/кв), согласно статистике ЦБ РФ. По данным НБ РК, переводы из Казахстана увеличились на 5,2% кв/кв и составили \$49,8 млн. Это отразилось на объемах покупки долларов банками у населения, которые выросли на 71,5% г/г и за июнь по август 2018 г. составили \$2,257 млн. Объем продаж долларов банками за тот же период увеличился в 7,2 раза по сравнению с объемом их покупки в 2017 г. и составил \$1,901 млн. Баланс внутреннего спроса на национальную валюту составил в долларовом эквиваленте \$356 млн. Не последнюю роль в укреплении курса национальной валюты сыграло поступление валютной выручки по экспортным операциям в марте-июне 2018 г.

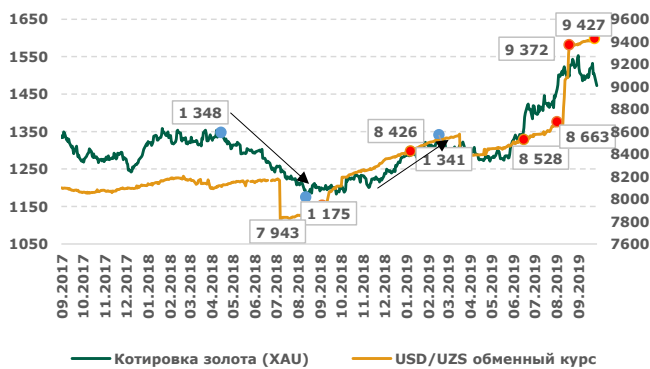
**Сокращение ЗВР в СКВ.** Продажи валюты на валютном рынке страны не замедлили сказаться на уровне ЗВР в СКВ регулятора (рис. 18.), которые сократились с \$13,444 млн. в июне до \$10,648 млн. в ноябре 2018 г. (-19,5%). При этом объемы золота в резервах ЦБ РУ выросли с 345 тонн (\$13,842 млн.) до 381 тонн (\$14,967 млн.), а наиболее высоколиквидные активы сократились на \$2,796 млн. Таким образом, ЦБ РУ скупал золото на «низах» с уровней в \$1175 долларов за тройскую унцию в плоть до начала 2019 г., когда унция золота торговалась на уровне \$1281 доллар. В 2019 г. наблюдается обратный процесс, когда объемы золота сокращаются с 381 тонны (\$14,967 млн.) в ноябре 2018 г. до 314 тонн в июне 2019 г. (\$15,080 млн.), при этом объемы резервов в валюте увеличились с минимального значения в \$10,648 млн. до \$12,282 млн. Доля СКВ и золота составляла по состоянию на начало июня 41% и 57% от суммы всех ЗВР республики. Мы полагаем, что ЦБ РУ «играл» на понижении стоимости резервного актива, покупая его на «низах» и продавая его на «верхах» и тем самым пополнял наиболее ликвидную часть своих резервов. По состоянию на конец октября текущего года ЦБ РУ увеличил свои авуары в золоте до 339 тонн (10,9 млн. унций). Общий размер ЗВР Узбекистана в октябре текущего года увеличился на 6,9% г/г и составил \$28,3 млрд.

**Рост корреляции между ценами на золото и курсом национальной валюты.** Корреляция между стоимостью золота и курсом национальной валюты показала следующую закономерность – если в 2017 г. коэффициент составлял 61%, то в 2018 г. во время маневров с золотом и сокращением его экспортных продаж с 90 тонн в 2017 г. до 60 тонн в 2018 г., коэффициент корреляции уменьшился до 27,8%. За 9 месяцев 2019 г. коэффициент восстановился до 86,4%. С учетом экспортной направленности экономики Узбекистана номинальная стоимость экспортной выручки будет существенным образом зависеть от стоимости золота (порядка 42% экспорта в 2017 г., 50% в 1 кв2019 г.) на глобальных рынках.

По состоянию на конец первого квартала 2019 г. курс узбекского сума ослаб до 8389 сум за доллар (0,2% кв/кв, 2,7% г/г). По состоянию на конец второго квартала, курс национальной валюты к доллару США сложился на уровне 8562 сума и ослаб на 2,1% с начала года и на 4,8% г/г. По состоянию на конец августа текущего года курс национальной валюты формировался на уровне 9373 сум за доллар США (-12,4% с начала года), а в сентябре ослаб до 9501 сумов за доллары США.

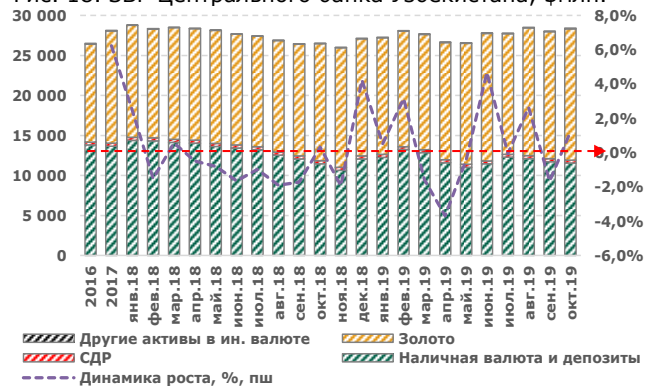
Ослабление национальной валюты в августе текущего года сопровождалось дальнейшей либерализацией валютного режима, в рамках которой населению республики с 20 августа текущего года было разрешено приобретать иностранную валюту. Кроме этого ЦБ РУ отменил целевой валютный коридор в 5%, аргументируя такое решение обесценением валют стран торговых партнеров. В результате принятия такого решения курс национальной валюты Узбекистана обесценился к концу августа на 8,1% до 9369 сум за доллар, а по состоянию на конец 3 квартала достиг уровня 9435 сум за доллар США, ослабнув на 9,1% кв/кв или на 12,3% с начала года.

Рис. 17. Обменный курс USD/UZS и котировка золота



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Рис. 18. ЗВР Центрального банка Узбекистана, \$млн.



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

**Обесценение национальной валюты на фоне расширения отрицательного сальдо текущего счета.** Наблюдаемое обесценение национальной валюты происходит на фоне резкого наращивания дефицита текущего счета с профицита в \$1,5 млрд. в 2017 г. до дефицита в \$3,6 млрд. в 2018 г. На формирование дефицита счета текущих операций влияние оказала опережающая динамика прироста импорта на 47,5% г/г по сравнению с экспортом 12,0% г/г (по данным ЦБ РУ, по данным ГКС РУ 49,8% г/г и 2,3% г/г). Такая динамика сказалась на расширении отрицательного сальдо торгового баланса в 3,1 раза до \$6,9 млрд. Дефицит по счету услуг увеличился на 32,6% г/г и составил \$2,4 млрд. Положительное сальдо по счету первичных доходов, рост которого составил 24,1% г/г или \$1,5 млрд., а также положительное сальдо по счету вторичных доходов, которое хоть и сократилось на 2,7% г/г и составило \$4,2 млрд., не смогли компенсировать ускоренное расширение дефицита счета товаров и услуг.

По состоянию на конец первого полугодия 2019 г. дефицит текущего счета сохраняется, хотя наблюдается его сокращение на 11,9% г/г до \$1,4 млрд. (по предварительным данным за 9М2019г. \$1,6 млрд., -49,6% г/г). Сохранению дефицита текущего счета способствует расширение отрицательного сальдо торгового баланса на 7% до \$3,1 млрд. (по предварительным данным за 9М2019 г. дефицит на уровне \$4,5 млрд., -17,5% г/г) и сокращение положительного сальдо первичных доходов на 4,4% г/г до \$631 млн. (\$834,6 млн. за 9М2019 г., -20,4% г/г) Сокращение дефицита счета услуг на 5,2% г/г до \$1,1 млрд. (\$1,7 млрд. за 9М2019 г., -8,5% г/г) и существенный рост сальдо вторичных доходов на 20,2% г/г до \$2,2 млрд. (\$3,8 млрд. за 9М2019 г., +24,1% г/г по предварительным данным) наоборот способствовали улучшению состояния текущего счета.

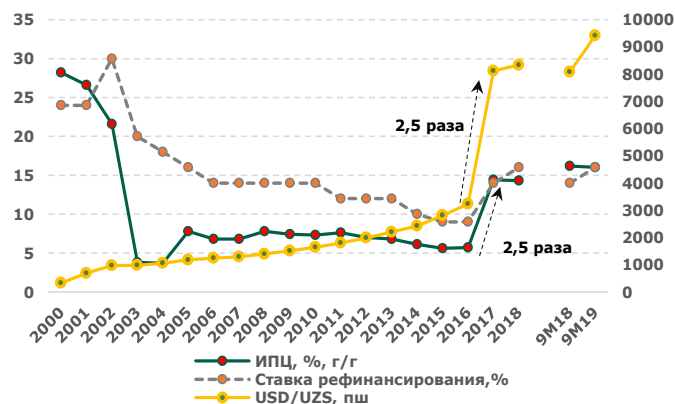
В таких условиях происходит наращивание продаж золота, а отток валюты из страны по внешнеторговым каналам компенсируется притоком по финансовому счету, который в 2018 г. составил \$1,4 млрд. (в 1П2019 г. приток составил \$4,5 млрд), а также притоком по счету первичных и вторичных доходов. Сохранение дефицита текущего счета, наблюдаемое в первом полугодии 2019 г., продолжится в течение текущего года. Такая динамика по внешним счетам республики создает давление на курс узбекского сума в сторону его ослабления.

## Инфляция

Инфляционные процессы в Узбекистане после одномоментной девальвации национальной валюты в 2017 г. заметно ускорились. Ослабление национальной валюты в 2,5 раза привело к ускорению динамики инфляции потребительских цен, которые также увеличились в 2,5 раза. Последствия девальвационного шока через валютный канал разогнали инфляцию потребительских цен до уровня 20% в начале 2018 г. Стабилизация и последующее укрепление обменного курса в середине прошлого года привели к постепенному снижению динамики роста цен внутри страны, которая по состоянию на конец прошлого года сформировалась на уровне 14,3%. В сентябре текущего года потребительская инфляция в Узбекистане ускорилась и составила 16,0% г/г (16,2% г/г в сентябре 2018 г.).

*Инфляционные ожидания пока остаются высокими.* Опросы ЦБ РУ за 2018 г. показали, что респонденты с середины прошлого года сменили свои краткосрочные ожидания по инфляции в сторону повышения. В ноябре краткосрочные инфляционные ожидания респондентов достигли своего максимума среди населения в 671 пунктов (из 1000 возможных), а среди субъектов предпринимательства 654 п. В первом квартале 2019 г. краткосрочные ожидания уменьшились до 552 п. среди населения и 517 п. у субъектов предпринимательской деятельности. Однако опросы за второй квартал текущего года показывают, что индекс краткосрочных инфляционных ожиданий среди населения начинает расти и составляет 566 п. в июне и 523 п. у субъектов предпринимательства. Происходит это в силу ожидаемой либерализации цен на электроэнергию и газ во второй половине текущего года. Согласно опросам ЦБ РУ, краткосрочные ожидания в 3кв 2019 г. достигли 683 п. у населения, а у субъектов предпринимательства 682 п. За два последних года — это рекордные значения, которые уступают лишь августовским цифрам в 775 п. и 749 п. Не последний вклад в рост инфляционных ожиданий вносит ослабление национальной валюты, которое по состоянию на конец сентября с начала года составило 12,3%.

Рис. 19. Инфляция в Узбекистане



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Рис. 20. Компоненты инфляции в Узбекистане



Источник: ГКС РУ, ЦБ РУ, Halyk Finance

Инфляция продовольственных цен в Узбекистане в июне 2019 г. сложилась на уровне 16,3% против 19,3% в июне прошлого года. По сравнению с 2017 г. (25,7% г/г) продовольственная инфляция в 2018-2019 г. замедляется. Росту продовольственной инфляции в стране способствовал рост цен на хлебобулочные изделия, мясные и молочные изделия, плодоовощную продукцию. Рост цен на эти продукты питания в первом полугодии 2019 г. был вызван ростом цен на энергоносители, либерализацию которых руководство страны провело в ноябре 2018 г. Не последнюю роль в росте цен на внутреннем рынке играет экспорт продовольственных товаров, благодаря чему образуется дефицит продуктов на внутреннем рынке. Освобождение от импортных пошлин на мясо и живой скот в 2018 г. сроком до 1 января 2020 г. не решило проблему предложения этих товаров на внутреннем рынке. Продовольственная инфляция в третьем квартале текущего года сложилась на уровне 17,5% г/г (17,5% г/г в сентябре 2018 г.).

Существенный вклад в рост цен внесло удорожание мяса и мясных продуктов питания (22,7% г/г), молочных продуктов (18,7% г/г) и яиц (28,4% г/г).

*Минимальный рост цен на непродовольственные товары.* Рост цен на непродовольственные товары был минимальным по сравнению с другими компонентами инфляции в июле 2019 г. и составил 10,9% г/г, снизившись с 17,4% г/г в 2018 г. (11,1% г/г в 2017 г.). В сентябре текущего года инфляция на непродовольственные товары ускорилась и составила 12,1% г/г (16,6% в сентябре прошлого года). Существенный вклад в рост цен на непродовольственные товары оказало изменение цен на одежду 12,2% г/г, обувь 11,3% г/г, а также стоимость тканей и пряжи 13,6% г/г.

*Цены на платные услуги следуют за ростом минимальной заработной платы.* Изменение цен на платные услуги в Узбекистане во многом связано с «подстройкой» этого сектора экономики к росту минимальной заработной платы населения на 30,1% до 2 092,6 тыс. сум. В ноябре прошлого года «подстройка» происходила на фоне изменения стоимости энергоносителей и налогов. Платные услуги показали по итогам июня 2019 г. рост в 12,9% г/г, что на 0,1 бп. меньше показателя инфляции в соответствующем периоде прошлого года, но заметно выше показателя 2017 г. в 8,5% г/г. В сентябре инфляция цен на платные услуги достигла годового максимума и составила 19,5% г/г (11,8% г/г в сентябре прошлого года). Основной вклад в рост инфляции оказывает рост цен на услуги ЖКХ (+29,8% г/г) и услуги образования (+22,8% г/г).

*Денежно-кредитные условия способствуют двухзначным темпам инфляции.* Существенную роль в поддержании высоких темпов инфляции в Узбекистане также играет рост денежной массы в стране на 40,2% в 2017 г. (16,1% г/г в сентябре текущего года), расширению которой способствовала трансмиссия по кредитному каналу в рамках кредитования экономики коммерческими банками, ФРРУ (+55,1% г/г за 1 ноября текущего года), а также увеличение поступлений в форме иностранных кредитных линий. Не последний вклад в рост инфляции в Узбекистане вносит рост доходов населения, рост денежных переводов трудовых мигрантов, а также стимулирующая фискальная политика (с января 2019 г. КПН понижен с 14% до 12%). Бюджет на 2019-2021 гг., будучи профицитным несколько лет подряд в прошлом, планируется дефицитным на уровне 0,8%-0,9% к ВВП. Дефицит консолидированного бюджета составит -1,5% в 2019 г. и -0,7% в 2020 г.

*Несогласованность бюджетной и монетарной политики ставит под сомнение достижение целевых показателей инфляции.* Кредитование экономики в рамках бюджетных программ развития контрастирует с проведением жесткой монетарной политики ЦБ РУ. Несогласованность ДКП ЦБ РУ и бюджетной политики формирует риски макроэкономической стабилизации, которую предпринимает регулятор в части снижения показателя потребительской инфляции. Прогноз правительства по инфляции на конец 2019 г. составляет 13,5-15,5% г/г. К 2020 г. регулятор прогнозирует снижение темпов инфляции до 10-12% г/г, а на 2021 г. инфляция ожидается на уровне менее 10%.

Мы полагаем, что несогласованность бюджетной и монетарной политики, приток инвестиций и денежных доходов из-за границы будут поддерживать двухзначные темпы инфляции (монетарный компонент инфляции) в республике Узбекистан. Поэтому мы считаем, что регулятор может прибегнуть к очередному ужесточению денежно-кредитных условий.

## **Процентная политика**

Процентная политика регулятора после перехода к свободно плавающему курсу национальной валюты характеризуется ужесточением денежно-кредитных условий. С вводом плавающего курса валюты регулятор ужесточил свою ДКП, увеличив ставку рефинансирования в 2017 г. до 14%, а в сентябре 2018 г. до 16%. На текущий момент уровень ставки рефинансирования не изменился.

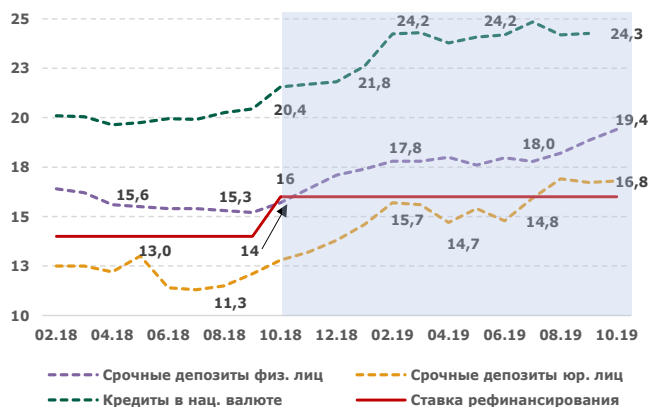
Повышение ставки рефинансирования в сентябре прошлого года привело к удорожанию кредитов в национальной валюте с 20,4% до 24,1% в мае 2019 г. Ужесточение денежно-кредитных условий также вылилось в снижение динамики прироста кредитов в экономике с 5,5% м/м в сентябре 2018 г. до 3,0% м/м в марте 2019 г. Однако в мае текущего года динамика кредитования вышла на уровень 5,6% м/м, исчерпав «рестриктивный» монетарный импульс ЦБ РУ. Рост кредитов в экономике за 9 месяцев 2018 г. составил 36,8%, а с момента повышения ставок номинальный прирост кредитов составил 34,8%, т.е. наблюдается небольшое замедление роста кредитов.

На фоне ужесточения кредитно-денежных условий среднегодовая динамика прироста депозитов ускорилась с 1,5% в январе-сентябре 2018 г до 3,1% за октябрь 2018 г.- май 2019 г., а объем депозитов с сентября 2018 г. по май 2019 г. увеличился на 26,5%. Одновременно наблюдается рост ставок по депозитам физических лиц в национальной валюте с 15,2% до 18,0% (в июне текущего года), а юридических лиц с 12,1% до 14,8% в июне 2019 г. В октябре средневзвешенные ставки по депозитам физических лиц в национальной валюте составили 19,4%, а юридических лиц 16,8%.

Корректировка ставок по депозитам в национальной валюте после увеличения ставки рефинансирования на 2пп. привела к снижению доли депозитов в иностранной валюте с 42,8% до 41,8%. Удорожание кредитов в национальной валюте увеличило долю кредитов в иностранной валюте с 53,3% до 54,1%. Динамика прироста кредитов в национальной валюте снизилась с 5,5% в среднем за 9 месяцев 2018 г. до 3,9% с октября по октябрь 2019 г. Однако, несмотря на снижение ежемесячных темпов увеличения объемов кредитования, прирост в годовом выражении в октябре текущего года составил 40,2% г/г, в то время как объем привлеченных депозитов за этот же период показал рост в 30,5% г/г. ЦБ РУ прогнозирует, что темпы роста кредитования в стране по итогам 2019 г. составят порядка 25% г/г и постепенно будут снижаться до 15% г/г в 2020 и до 14% в 2021 г. Однако мы полагаем, что темпы кредитования

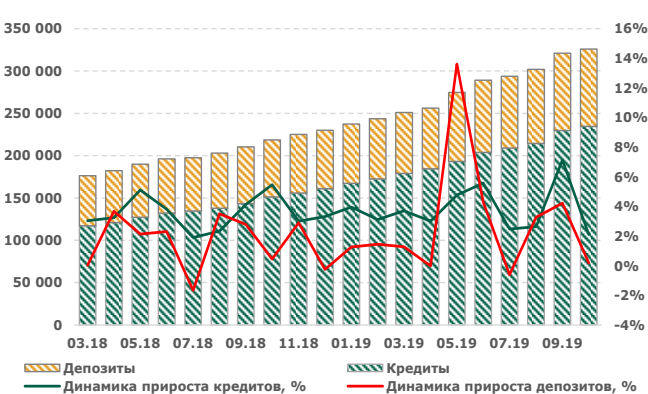
превысят 35% в 2019 г. в силу накопленного отложенного спроса и роста доходов населения, а в 2020-2021 гг. будут демонстрировать умеренное снижение. С учетом того, что для наращивания экспортного потенциала страны понадобится время, внутренний спрос, поддерживаемый расширением кредита, будет оказывать основную поддержку экономике.

Рис. 21. Ставки депозитного и кредитного рынка, %



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

Рис. 22. Кредиты и депозиты в экономике, млрд. сум



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

На рынке межбанковских депозитов средневзвешенная процентная ставка после увеличения ставки рефинансирования увеличилась с 11,3% до 13,7% в октябре и продолжила расти до конца прошлого года, когда она достигла 14,8%. По состоянию на конец первого полугодия 2019 г. процентная ставка на межбанковском рынке сложилась на уровне 14,7% (первый квартал 2019 г. – 14,6%). За 9 месяцев текущего года ставка на рынке межбанковских депозитов сложилась на уровне 14,9%.

Сокращение темпов роста денежной массы в результате ужесточения ДКП. Ужесточение ДКП сказалось на темпах роста денежной массы в расширенном определении (M2) с 40,2% г/г в 2017 г. до 14,4% г/г в 2018 г. По состоянию на конец сентября 2019 г. наблюдается рост этого агрегата на 16,1% г/г до 95,3 трлн. сум. Росту денежной массы в широком определении за 9 месяцев текущего года способствовало расширение объема денег в обращении на 2,9 трлн. сум с начала года до 25,1 трлн. сум (+11,9% г/г), депозитов в национальной валюте на 5,5 трлн. сум до 41,8 трлн. сум (22,5% г/г) и депозитов в валюте на 3,1 трлн. сум до 28,4 трлн. сум (+11,1% г/г). Не последнюю роль в расширении денежной массы играет кредитование экономики. К отраслям экономики, которые имеют самые высокие темпы кредитования на начало октября 2019 г., относятся материально-техническое снабжение и сбыт с темпом роста 47,2% г/г, кредитование физических лиц (+78,1% г/г) и торговля, темпы кредитования которой составили 38,7% г/г. Темпы прироста кредитования промышленности и сельского хозяйства составляют 55,8% г/г и 56,5% г/г соответственно.

ЦБ РУ использует резервные требования к банкам с целью управления денежной массой, а также для «девалютизации» и снижения доли иностранной валюты в системе. Так, резервные требования с первого октября 2018 г. по депозитам юридических и физических лиц в национальной валюте в зависимости от сроков составляют 0-2%, по прочим обязательствам 4%, а резервные требования по депозитам юридических и физических лиц в иностранной валюте составляют 0-7%, по прочим обязательствам порядка 14%. Формирование обязательных резервов осуществляется в разных валютах пропорционально их доли в депозитной базе. С первого июля 2018 г. резервные требования были унифицированы и вне зависимости от срочности к депозитам физических и юридических лиц в национальной валюте применяются резервные требования составляют 4%, в то время как по депозитам в валюте 14%.

Таргетирование денежных агрегатов было частью предыдущей политики ЦБ РУ. На сегодняшний момент наряду с инфляционным таргетированием отслеживание денежных агрегатов является переходным ориентиром ДКП. Гибридизация системы ДКП в Узбекистане обуславливается постепенным созданием и совершенствованием элементов управления финансовой системы. Так, наряду с традиционными для республики инструментами монетарного и валютного таргетирования, ЦБ РУ были внедрены депозитные аукционы (декабрь 2018 г. - январь 2019 г.), проводятся открытые торги ГЦБ, а также совершенствуются механизмы по предоставлению и изъятию ликвидности.

ЦБ РУ продолжает балансировку финансовой системы в стране в условиях высоких темпов притока иностранной валюты в страну. Расширение инструментальной базы монетарной политики в рамках режима инфляционного таргетирования и ее успешное применение дает основание полагать, что регулятор сможет управлять монетарными факторами, которые формируют высокие темпы инфляции в стране. Существенный приток денежных средств в страну и его массивная трансмиссия через банковскую систему в экономику в форме кредита увеличивает вероятность дальнейшего ужесточения денежно-кредитных условий, чтобы избежать «перегрева» экономики со стороны потребления. Однако ключевой задачей регулятора в части формирования денежно-кредитных условий в стране, по нашему мнению, остается задача поиска оптимального баланса между темпами роста экономики и инфляцией.

## Внешнеторговая деятельность

В 2018 г. произошел существенный рост товарооборота на 27,3% г/г до \$33,8 млрд. за счет опережающей динамики импорта (+39,6%) над экспортом (+13,5%). Согласно данным ГКС РУ, сальдо торгового баланса Узбекистана в 2018 г. составило -\$5,3 млрд. (10,5% от ВВП). По результатам 9М2019 г., сальдо торгового баланса также сложилось отрицательным на уровне \$4,3 млрд. Темпы прироста импорта +31,5% г/г (\$18,0 млрд.) определяются расширением производства за счет трансферта технологий и импорта машин и оборудования, которые не выпускаются на территории республики, а также являются результатом наращивания объемов производства потребительской автотехники. Темпы прироста экспорта товаров из Узбекистана увеличились на 45,5% г/г и составили \$13,7 млрд.

Рис. 23. Внешняя торговля Узбекистана, \$млрд.

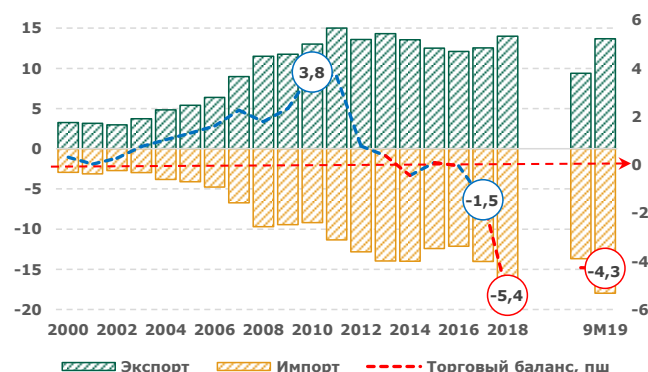
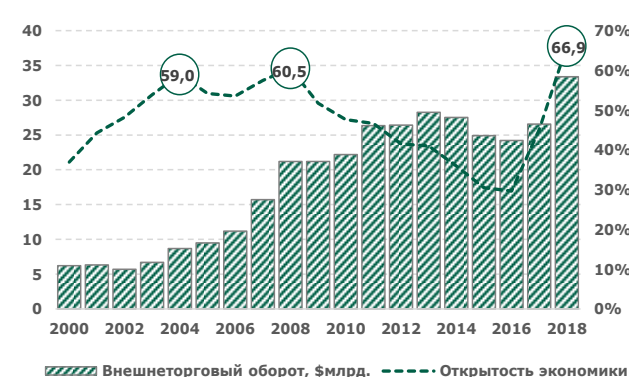


Рис. 24. Показатель открытости экономики



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

**Ограниченный потенциал роста экспорта.** Текущий потенциал расширения узбекского экспорта ограничен как самой номенклатурой экспортируемых товаров, так и списком стран-импортеров. Так, в последние годы (2012-2018 гг.), согласно статическим данным о взаимной торговле (mirror data) International Trade Centre, Узбекистан экспортировал в Швейцарию 348 тонн золота (по данным о взаимной статистике между Швейцарией и Узбекистаном), за тот же период Кыргызстан продал в Швейцарию 78 тонн золота (согласно данным, предоставленным комитетом по статистике Кыргызстана). Другие страны региона осуществляют собственную переработку золота. Существенную конкуренцию поставкам природного газа в Китай из Узбекистана представляет природный газ из Туркменистана, объем которого в 2018 г. составил 25 млн. тонн против 4,8 млн. тонн узбекского газа. Заметную конкуренцию узбекскому экспорту меди в Китай также составляет экспорт меди из Казахстана. Так, Казахстан в 2018 г. поставил в Китай меди 220 тыс. тонн против 22,6 тыс. тонн из Узбекистана. В Турцию экспорт узбекской меди составляет 44,7 тыс. тонн против 113,5 тыс. тонн экспорта этого металла из Казахстана.

Конкурентное преимущество узбекского экспорта мы видим в производстве хлопка и изделий из него. При углубленном развитии и модернизации данного промышленного кластера в будущем экспорт тканей и готовых изделий из них мог бы стать существенным экспортным преимуществом страны. Однако Узбекистану придется конкурировать за рынки сбыта этой продукции с Турцией, Киргизией и Китаем.

**Высокая концентрация экспорта по странам-торговым партнерам.** Структура экспорта Узбекистана в разрезе торговых партнеров в последние три года на 89-90% состоит из пяти стран. Из них Швейцария в 2018 г. занимает первое место с долей в 25,6%. Существенное наращивание доли Швейцарии в экспорте начало происходить с 2012 г. с 8,2% по 2017 г., когда доля этой страны достигла 42,1%. По данным ИТС о взаимной торговле за 9М2019 г., доля этой страны составила 38,5% или \$2,6 млрд. Основной экспортный товар, поставляемый в Швейцарию – золото. Физический объем поставок золота в Швейцарию в 2018 г. составил 60 тонн, снизившись с 90 тонн годом ранее. В номинальном выражении объем экспорта в эту страну сократился с \$3,7 млрд. до \$2,5 млрд. Поставки золота в Швейцарию с 2006 г. по 2011 г. были минимальными и в среднем составляли 5,4%.

Второй страной по размеру доли в структуре экспорта Узбекистана является Китай. Его доля в 2018 г. составила 23,9% (максимальное значение с 2001 г.). Изменение доли Китая в экспорте из Узбекистана было неравномерным в 2003-2009 гг., однако с 2010 г. доля устойчиво росла и в среднем в 2010-2018 г. составляла 19,7%. За 9М2019 г. доля Китая в структуре экспорта составила 24,9% или \$1,7 млрд. Основными экспортными товарами, поставляемыми в Китай в 2018 г., были природный газ (60,7%), хлопок (17,3%) и медь (7,3%). По состоянию на конец 2018 г. номинальный объем экспорта по этим трём позициям составил \$1,8 млрд.

Третью позицию в структуре экспорта в 2018 г. занимала Российская Федерация с долей в 11,4%. Доля экспорта в РФ в начале 2001-2005 гг. была высокой, и составляла 25,1%. Впоследствии она снижалась, пока в 2015 г. не достигла своего минимума в 8,9%. Основная номенклатура экспорта в РФ в 2018 г. состояла из природного газа 35,7%, хлопка

(15,5%), одежды (11,7%), пластика и изделий из него (9,4%) и съедобных фруктов, орехов, дынь и т.п. (6,6%). В 2018 г. в номинальном выражении экспорт по этим пяти позициям составил \$1,3 млрд.

Четвертую позицию занимает Казахстан с долей в 11%. Увеличение доли Казахстана в структуре узбекского экспорта началось с 2011 г. с 11%. Основные экспортные товары в Казахстан были представлены природным газом 44,0%, съедобными фруктами, орехами, дынями и т.п. (23,8%), съедобными овощами, корнями и клубнями (7,5%), а также пластиком и изделиями из него (5,8%). Номинальный объем экспорта в 2018 г. в Казахстан составил \$989 млн.

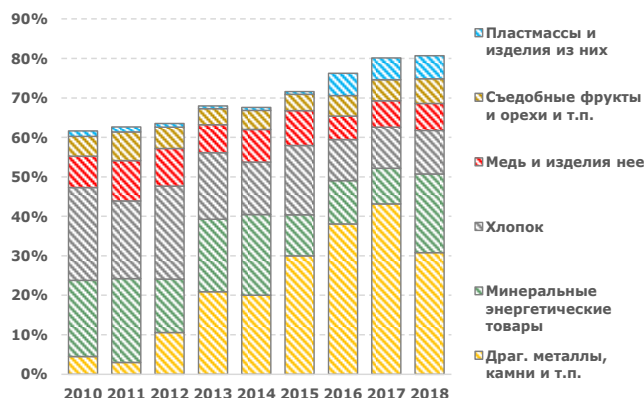
Пятую позицию в структуре экспорта занимает Турция, доля экспорта в которую по состоянию на конец прошлого года составила 8,7%. Максимальное значение данной доли наблюдалось в 2011 г. (14%). Последние три года доля Турции составляет 9,3-9,4%. Основные экспортные товары, поставляемые в Турцию – медь и продукция из нее (48,3%), хлопок (14,8%), пластик и изделия из него (11,3%), а также цинк и изделия из цинка (15,6%). Номинальный объем экспорта по этим позициям в 2018 г. составил \$778 млн.

За 9М2019 г. структура экспорта претерпела заметные изменения по странам-торговым партнерам. Так, доля Швейцарии составила 38,5% всего экспорта (29,3% в 1П2018 г.). Доля экспорта в Китай сократилась с 28,3% в 9М2018 г. до 24,9% в 9М2019 г. Доля экспорта в РФ сократилась с 13,5% годом ранее до 8,1% в 9М2019 г. За 9М2019 г. доля Турции в экспорте увеличилась с 9,9% в 9М2018 г. до 11,5% за 9 месяцев текущего года. Доля экспорта в Казахстан существенно сократилась с 10,8% годом ранее до 5,4% за 9М2019 г. Данные за 9М2019 г. говорят об увеличении концентрации по странам торговым партнерам с 91,7% (5 стран) до 88,4%.

Основные страны-импортеры представлены Китаем, доля которого с 2001 г. выросла с 2,4% до 22,9% в 2018 г., РФ доля которой составила 19,3% в 2018 г., сократившись с 27,0% в 2004 г. Республика Корея занимает третью позицию среди стран-торговых партнеров с долей в 12,3% (среднее значение 13,5% в периоде с 2001-2018 г.). Доля Казахстана составляет 9,5% в 2018 г. при среднем значении в 9,6% за период. Импорт из Турции составляет 5,5% от доли импорта при среднем значении 4,5%. И если доли Республики Корея, Турции и Казахстана в целом распределены равномерно в периоде наблюдения, то доля Германии сократилась с 9,6% в 2001 г. до 4,7% в 2018 г.

За 9М2019 г. на 6 стран-торговых партнеров, по данным за 9М2019 г. International Trade Centre, пришлось 82,3% импорта (77,9% за 9М2018 г.). Импорт из Казахстана за 9М2019 г. уменьшился с 10,5% годом ранее до 8,8%. На долю Китая приходится 31,7% импорта (24,7% за 9М2018 г.), на РФ 15,1% (20,3% за 9М2018 г.), на Республику Корея 14,5% (11,7% за 9М2018 г.), на Турцию 7,5% (6,0% за 9М2018 г.) и на Германию 4,7% (4,8% за 9М2018 г.).

Рис. 25. Структура экспорта по товарам



Источник: ITC, Halyk Finance

Рис. 26. Структура импорта по товарам



Источник: ITC, Halyk Finance

Основная номенклатура импорта из Китая в 2018 г. на 40,3% представлена машинами и механическим оборудованием, на 9,8% электрооборудованием. Импорт железа и стали составляет 5,7% всего импорта, примерно столько же приходится на импорт пластика и пластмассовых изделий (6,0%). Номинальный размер импорта по этим позициям в первом полугодии составил \$2,2 млрд.

Из РФ Узбекистан импортировал железо и сталь (17,9%), древесину и изделия из нее (16,5%), минеральные энергоносители (10,7%), машины и механическое оборудование (10,7%) на общую стоимость \$1,9 млрд.

Структура импорта Узбекистана из республики Корея в 2018 г. представлена следующими товарами – средства наземного транспорта, кроме железнодорожного или трамвайного подвижного состава, и их части, и принадлежности (52,8%) и машины и механические приборы (15,0%), что в номинальном выражении составляет \$1,3 млрд. В корейском импорте преобладающую часть занимают отдельные агрегаты, детали и части крупноузловой сборки (SKD – semi knock-down) корейских машин на территории Узбекистана.

Импорт из Турции представлен преимущественно машинами и механическими приборами (44,7%), электрическим оборудованием (8,4%), пластмассовыми изделиями и пластиком (4,8%), изделия из железа и стали (6,8%) на общую сумму в \$772 млн.



Импорт из Казахстана представлен преимущественно железом и сталью (25,0%), зерновыми (19,1%), минеральными энергетическими продуктами (13,2%) и мукомольной продукцией (7,4%). В номинальном выражении объем импорта из Казахстана составил \$1,1 млрд.

Импорт из Германии представлен машинами, механическими приборами, ядерными реакторами и т.п. (49,8%), на 10,6% средствами наземного транспорта, кроме железнодорожного или трамвайного подвижного состава, их частями и принадлежностями, а также самолетами и их частями (8,4%). В номинальном выражении объем импорта из Германии составил \$481 млн.

Рис. 27. Структура экспорта по странам-партнерам

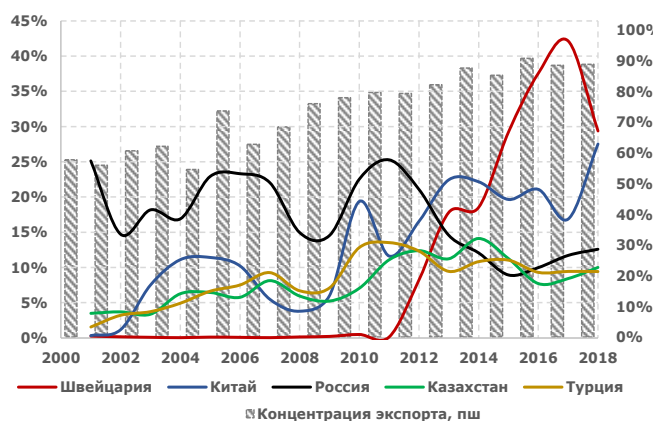
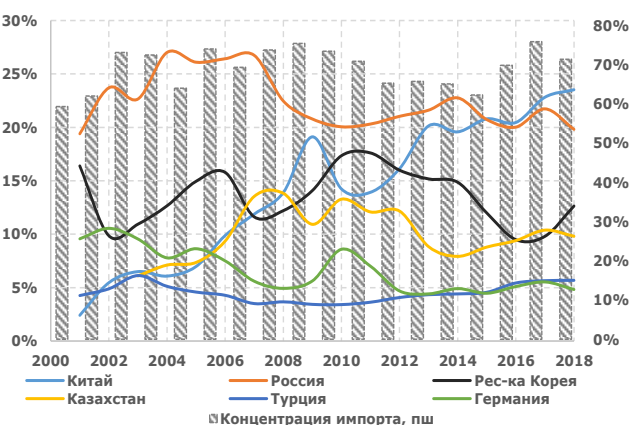


Рис. 28. Структура импорта по странам-партнерам



Источник: ITC, Halyk Finance

Источник: ITC, Halyk Finance

За 9М2019 г. по данным ГКС РУ основная номенклатура импорта представлена на 44,8% импортом машин и оборудования (40,8% за 9М2018 г.), на 12,7% химической продукцией и изделиями из нее (13,2% за 9М2018 г.), 7,5% черными металлами и изделиями из них (8,5% за 9М2018 г.). Продовольственные товары составляют 7,5% всей структуры импорта за 9М2019 г. (8,7% за 9М2018 г.). Услуги в структуре импорта занимают 10,0% (12,1% за 9М2018 г.).

Мы не ожидаем существенных изменений в структуре импорта в ближайшее время. Предполагаем экстенсивное наращивание объемов импорта из Кореи, т.к. в связи с ростом доходов населения и расширения темпов автокредитования внутренний спрос на продукцию узбекского автопрома будет только возрастать. Реализация автомобилей на рынке Казахстана также будет частично способствовать росту крупноузловых поставок из Республики Корея. Импорт зерновых и металлов также будет нарастать в силу роста экономики и населения (33,3 млн. человек, в 1992 г – 21,4 млн.).

## Банковский сектор

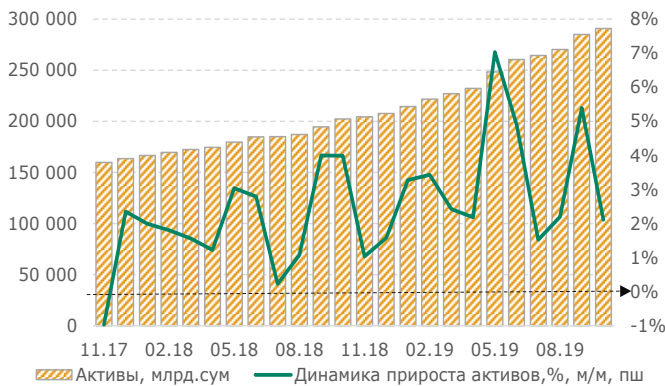
Банковский сектор республики Узбекистан по состоянию на 1 октября представлен 30 кредитными организациями, из них 13 – банки с государственным участием. Филиальная сеть коммерческих банков насчитывает 847 филиалов. Доля активов банков с государственным участием ранжируется от 0,04% до 27,4%, в то время как размер доли банков без государственного участия ранжируется от 0,04% до 2,9%. Общая доля активов 13 банков с гос. участием составляет 86,1% от совокупных размеров банковских активов на 1 октября. Динамика прироста банковских активов снижается, но остается высокой. Так, в 2017 г. прирост банковских активов составил 98,2% г/г, а в 2018 г. уже 28,7%. В 2017 г. кредитование экономики выросло в 2,1 раза, а в 2018 г. его рост составил 51,4%. Банковские активы к ВВП по состоянию на 1 октября текущего года, по нашей оценке, составляют порядка 55,4% от ВВП (290,9 трлн. сум или \$30,8 млрд. по данным ЦБ РУ), в то время как отношение кредитов к ВВП составляет 44,7% (234,7 трлн. сум или \$24,8 млрд.).

Первый эшелон банков по размеру активов (>5%) представлен шестью банками, размер активов которых ранжируется от 15,2 трлн. сум до 79,8 трлн. сум. (\$1,6 млрд. - \$8,4 млрд.) Крупнейшими из них являются Узнацбанк с долей 27,4% и суммой активов (79,8 трлн. сум), Асака банк с долей 14,1% (41,1 трлн. сум), Узпромстройбанк с долей 13,4% (39 трлн. сум), Ипотека банк с долей 9,0% (26,1 трлн. сум), Агробанк с долей 6,4% (18,7 трлн. сум) и Народный банк с долей 5,2% (15,2 трлн. сум). Совокупная доля этих банков составляет 75,6% (219,9 трлн. сум или \$23,3 млрд.) от суммы всех активов банковского сектора страны. Все перечисленные банки – банки с государственным участием. Доля кредитов первого эшелона банков составляет 79,0% от суммы всех кредитов республики. Доля депозитов в первом эшелоне банков составляет 58,8% от всех депозитов.

Второй эшелон банков (1%-5%) представлен 11 банками с совокупной долей активов 21,4% (62,1 трлн. сум или \$6,6 млрд.). Активы банков этого эшелона ранжируются от 3,3 трлн. сум до 11,8 трлн. сум (\$345,5 млн. - \$1,3 млрд.). Крупнейшими в группе являются Кишлок курилиш банк с долей 4,1% и размером активов 11,8 трлн. сум, Хамкор банк с долей 2,9% и размером активов 8,4 трлн. сум, Алока банк с долей 2,5% и размером активов 7,3 трлн. сум, Капитал

банк с долей 1,9% и размером активов 5,5 трлн. сум, УзКДБ банк с долей 1,4% и суммой активов 4,1 трлн. сум, Ипак йули банк с долей 1,6% и размером активов 4,6 трлн. сумм. Доля кредитов второго эшелона банков составляет 18,5% от суммы всех кредитов республики. Доля депозитов во втором эшелоне банков составляет 35,4% от всех депозитов.

Рис. 29. Активы банковского сектора Узбекистана



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

Рис. 30. Крупнейшие банки по размеру активов



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

Третий эшелон банков (<1%) представлен 13 банками с совокупной долей активов 3,1% (8,8 млрд. сум или \$940 млн.). Активы банков этого эшелона ранжируются от 119 млрд. сум до 2,3 трлн. сум (\$13 млн. - \$247 млн.). Крупнейшими представителями этого эшелона банков являются Азия Альянс банк с долей 0,8% и размером активов 2,3 трлн. сум, Давр банком 0,5% и размером активов 1,3 трлн. сум, Турскистон банк с долей 0,3% и размером активов 1,0 трлн. сум. Доля кредитов третьего эшелона банков составляет 2,5% от суммы всех кредитов республики. Доля депозитов в третьем эшелоне банков составляет 5,8% от всех депозитов.

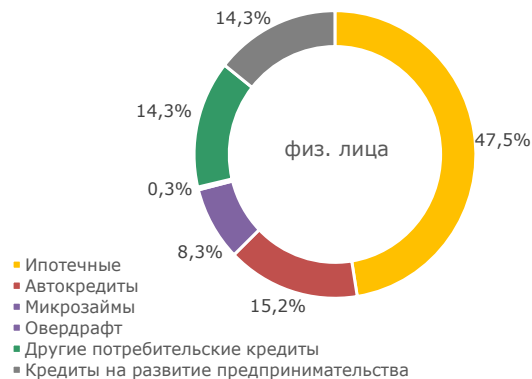
По состоянию на 1 октября текущего года показатель достаточности капитала составляет 15,6%, а совокупный капитал 30 банков составляет 34,0 трлн. сум (+49,4% г/г) или \$3,6 млрд. Рентабельность банковских активов составляет 2,2% при совокупном размере прибыли в 3,2 трлн. сум, при этом рентабельность капитала составляет 18,2%.

**Кредиты.** Остаток основного долга кредитного портфеля по состоянию на 1 октября текущего года вырос на 55,1% г/г и составил 234,7 трлн. сум. (\$24,8 млрд.). Кредиты, предоставленные физическим лицам банками, составили 37,9 трлн. сум (+78,1% г/г) или \$4,0 млрд.

Существенную долю в структуре кредитов, предоставленных физическим лицам, занимают ипотечные кредиты в размере 18,0 трлн. сум (+46,7% г/г) с долей 47,5%. Доля автокредитов населению составляет 15,2% или 5,8 трлн. сум (130,2% г/г). Доля кредитов на развитие предпринимательства составила 14,3% или 5,4 трлн. сум (+117,7% г/г). Кредиты на другие потребительские цели составляют 14,3% или 5,4 трлн. сум (+58,9% г/г). Доля микрозаймов составляет 8,3% от кредитного портфеля или 3,1 трлн., но имеет самую высокую динамику роста (5,3 раза).

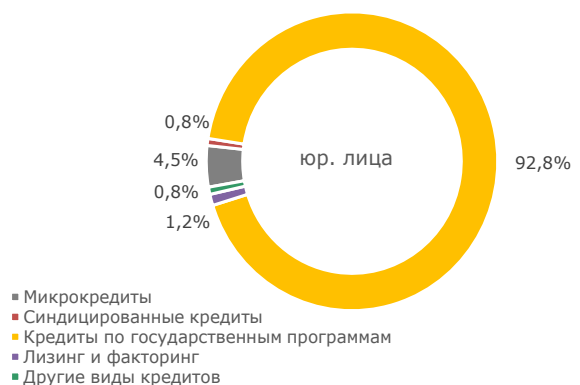
Доля иностранных кредитов в структуре кредитного портфеля банков с максимального значения в 60,6% по состоянию на начало прошлого года уменьшилась до минимального значения в 53,3% в октябре 2018 г. По состоянию на 1 октября 2019 г. доля кредитов в иностранной валюте составляет 55,7%.

Рис. 31. Структура кредитного портфеля на 01.10.2019



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

Рис. 32. Структура кредитного портфеля на 01.10.2019



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

**Кредиты юридическим лицам.** Объем займов, предоставленных юридическим лицам, по состоянию на 1 сентября текущего года составляет 196,8 трлн. сум (+51,5% г/г) или \$20,8 млрд. Самая большая доля кредитов в структуре кредитного портфеля юридических лиц представлена кредитами, выданными по государственными программам 92,8% или 183 трлн. сум. (+53,5% г/г). Микрокредиты юридическим лицам составляют 4,5% от всей суммы кредитов или порядка 8,9 трлн. сум (2,9% г/г). Доля лизинга и факторинга в структуре кредитного портфеля юридических лиц составляет 1,2% или 2,4 трлн. сум (+37,9% г/г). Доля других видов кредитов составляет 0,8% или 1,5 трлн. сум, но при этом имеет самую значительную динамику роста в 13,1 раза за год. Доля синдицированных займов составляет 1,5 трлн. сум (+159,9% г/г) или 0,8% от общей структуры кредитов юридических лиц.

**Депозиты.** Объем, привлеченных депозитов (по всем типам организаций), по состоянию на 1 октября текущего года увеличился на 35,5% г/г и составил 91,3 трлн. сум или \$9,4млрд.

Рис. 33. Валютная структура депозитов

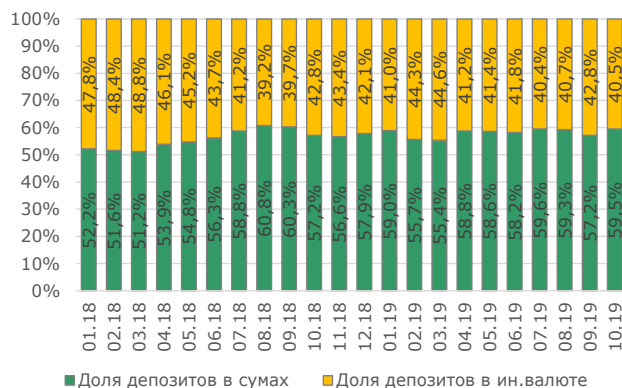
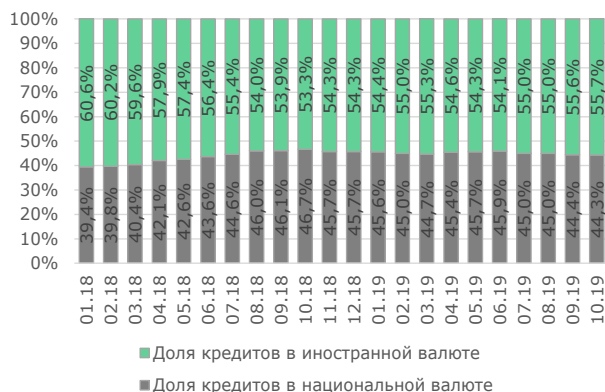


Рис. 34. Структура кредитного портфеля



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

В структуре депозитов (по депозитным корпорациям банковского сектора) доля депозитов в иностранной валюте, достигнув своего максимального значения по состоянию на первое марта прошлого года в 48,8%, неуклонно снижалась до 39,2% в августе прошлого года. Динамика прироста депозитов в иностранной валюте по депозитным корпорациям банковского сектора составляет 11,1% г/г или 28,4 трлн. сум (\$3,0 млрд.). Динамика прироста депозитов в национальной валюте по состоянию на 1 октября 2019 г. составляет 22,5% г/г или 41,8 трлн. сум (\$4,4 млрд.).

## Перспективы развития экономики Узбекистана

Мы полагаем, что Узбекистан в среднесрочном периоде будет демонстрировать рост экономики на уровне 5,4-5,9% г/г. Одним из основных драйверов роста будут инвестиции, большая доля которых будет осуществляться через бюджетные программы развития. Государственный бюджет на ближайшие два года планируется дефицитным на уровне 0,8-0,9% от ВВП. В периоде с 2019-2020 гг. планируется почти двукратное увеличение размера трансферта в бюджет, что указывает на реализацию бюджетного импульса.

Мы пока несколько сдержанно относимся к перспективам роста Узбекистана, т.к. в экономике все еще существуют риски внутренней макроэкономической нестабильности, одновременно проводятся масштабные реформы, которые сопровождаются внешней макроэкономической неопределенностью, связанной с торговыми войнами между США и Китаем, а также угрозой масштабной рецессии глобальной экономики.

Несмотря на изменения в структуре экономики и создание новых рабочих мест, в Узбекистане существуют избыточные трудовые ресурсы, которые наряду с традиционными экспортными товарами будут поставляться в более крупные региональные экономики (РФ и Казахстан). Мы полагаем, что приток вторичных доходов трудовых мигрантов будет оказывать положительное влияние на внутренний спрос, а их объем будет составлять не менее 4,5%-5,0% от ВВП.

За последние два года мы видим углубление механизмов управления денежным обращением в стране, создание новой инструментальной базы регулятора в рамках перехода к политике инфляционного таргетирования. Однако перед денежными властями по-прежнему стоит задача монетарного управления инфляцией, т.к., по нашему мнению, девальвационный эффект 2017 г. постепенно исчерпал свое влияние, и инфляция поддерживается на относительно высоком уровне преимущественно за счет монетарных причин (высоких темпов кредитования). Мы полагаем, что темпы кредитования в республике будут оставаться высокими и поддерживаться притоком денежных переводов трудовых мигрантов, которые, за счет доступности кредита будут увеличивать потребление (в республике существует отложенный спрос особенно на продукты длительного потребления). Поэтому мы видим необходимость в постепенном ужесточении денежно кредитных условий через повышение базовой ставки. Кроме того, необходимо согласовать жесткую денежно кредитную политику и стимулирующую бюджетную политику для достижения макроэкономической стабилизации в республике. Мы полагаем, что инфляционные процессы в стране будут оставаться относительно высокими и темпы инфляции будут постепенно снижаться с 15,4% г/г в 2019 г. до 11,7% в 2021 г.

Мы полагаем, что процентная ставка до конца года будет оставаться на уровне 16%. ЦБ РУ будет принимать решение по ужесточению денежно-кредитных условий, исходя из уровня инфляции по результатам года. В случае, если показатель инфляции выйдет за границы диапазона в 13,5%-15,5%, мы не исключаем ужесточения денежно-кредитных условий в стране. Высокие темпы потребительского кредитования, приток денежных средств в форме денежных переводов трудовых эмигрантов, бюджетная стимулирующая политика и приток инвестиций в страну, а также развитие туристического бизнеса создает про-инфляционное давление на экономику со стороны спроса (demand-pull inflation). Положительный разрыв выпуска, высокая деловая активность, рост номинальной заработной платы, либерализация цен на энергоносители также создают про-инфляционное давление на экономику со стороны предложения (supply cost inflation). В таких условиях ужесточение денежно-кредитных условий нам кажется вполне вероятным.

В условиях неопределенности, связанной с торговыми войнами между США и Китаем, рецессия крупных европейских экономик, будет оказывать давление на узбекский сум в сторону его ослабления. Несмотря на рост котировок золота (как safe haven asset) и рост физического экспорта золота, а также притока капитала в страну по финансовому счету, мы прогнозируем ослабление курса сума в этом году не менее 13-15%. Ослабление сума необходимо для поддержания узбекских экспортеров сельскохозяйственной продукции и энергоресурсов. Однако мы не ожидаем, что регулятор допустит существенное ослабление национальной валюты, т.к. оно будет провоцировать ускорение инфляционных процессов в республике через валютный канал. Необходимо отметить, что в Узбекистане все еще сохраняются высокие инфляционные и девальвационные ожидания и при сложившейся структуре экономики они оказывают заметное инфляционное давление на уровень цен в стране.

Мы придерживаемся сдержанного прогноза по росту узбекского экспорта в части расширения номенклатуры, по крайней мере, в ближайшие 3-5 лет. Текущее наращивание объемов экспорта за счет экспорта золота наряду с прочими целями – это способ улучшить торговый баланс, который в 2018 г. сложился с рекордным для страны дефицитом. Мы полагаем, что дефицит торгового баланса на уровне 2018 г. будет сохраняться в 2022 г. с последующим незначительным сокращением. Дефицит текущего счета будет сохраняться в рамках 2019-2023 гг. на уровне среднего значения в 3,0 млрд. долларов США.

Банковский сектор республики Узбекистан будет демонстрировать уверенный рост за счет перераспределения денежных потоков со стороны иностранных инвесторов, бюджетных программ развития, вкладов населения в силу роста заработной платы и денежных переводов трудовых мигрантов. Мы прогнозируем сохранение высоких темпов кредитования и роста депозитной базы. Этому росту также будет способствовать дальнейшее совершенствование трансмиссионного механизма трансформации денежных сбережений в кредит со стороны центрального банка республики.

## Основные макроэкономические показатели стран Центральной Азии

|  | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Номинальный ВВП, \$млрд.</b>          | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> |
| Казахстан                                | 148,1       | 192,6       | 208,0       | 236,6       | 221,4       | 184,4       | 137,3       | 166,8       | 179,3       |
| Узбекистан                               | 46,6        | 56,5        | 63,6        | 68,9        | 76,5        | 81,7        | 81,7        | 58,9        | 50,5        |
| Туркменистан                             | 22,6        | 29,2        | 35,2        | 39,2        | 43,5        | 35,8        | 36,2        | 37,9        | 44,1        |
| Кыргызстан                               | 4,8         | 6,2         | 6,6         | 7,3         | 7,4         | 6,6         | 6,9         | 7,7         | 8,1         |
| Таджикистан                              | 5,6         | 6,5         | 7,6         | 8,5         | 9,2         | 7,9         | 7,0         | 7,2         | 7,5         |
| <b>Рост реального ВВП, %</b>             | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> |
| Казахстан                                | 7,3         | 7,4         | 4,8         | 6,0         | 4,2         | 1,2         | 1,1         | 4,1         | 4,1         |
| Узбекистан                               | 7,3         | 7,8         | 7,4         | 7,6         | 7,2         | 7,4         | 6,1         | 4,5         | 5,1         |
| Туркменистан                             | 9,2         | 14,7        | 11,1        | 10,2        | 10,3        | 6,5         | 6,2         | 6,5         | 6,2         |
| Кыргызстан                               | -0,5        | 6,0         | -0,1        | 10,9        | 4,0         | 3,9         | 4,3         | 4,7         | 3,5         |
| Таджикистан                              | 6,5         | 7,4         | 7,5         | 7,4         | 6,7         | 6,0         | 6,9         | 7,1         | 7,3         |
| <b>Рост инвестиций в осн. капитал, %</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> |
| Узбекистан                               | 8,7         | 3,8         | 12,7        | 12,1        | 9,9         | 9,6         | 7,7         | 7,1         | 18,1        |
| Казахстан                                | -3,0        | 2,9         | 4,1         | 6,9         | 4,2         | 3,7         | 2,0         | 5,8         | 17,5        |
| Таджикистан                              | 12,6        | 2,8         | -23,3       | 14,1        | 24,9        | 28,3        | 20,3        | 1,7         | 7,8         |
| Кыргызстан                               | -9,2        | -3,1        | 42,1        | 7,6         | 24,9        | 14,0        | 5,8         | 6,6         | 3,3         |
| Туркменистан                             | 14,1        | 23,2        | 38,0        | 7,1         | 6,1         | 7,8         | 0,4         | -8,8        | -22,2       |
| <b>Население, млн. чел.</b>              | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> |
| Узбекистан                               | 29,1        | 29,6        | 30,0        | 30,5        | 31,0        | 31,6        | 32,1        | 32,7        | 33,3        |
| Казахстан                                | 16,4        | 16,7        | 16,9        | 17,2        | 17,4        | 17,7        | 17,9        | 18,2        | 18,4        |
| Таджикистан                              | 7,6         | 7,8         | 8,0         | 8,2         | 8,4         | 8,6         | 8,7         | 8,9         | 9,1         |
| Кыргызстан                               | 5,5         | 5,6         | 5,7         | 5,8         | 5,9         | 6,0         | 6,1         | 6,3         | 6,4         |
| Туркменистан                             | н/д         | н/д         | н/д         | н/д         | 5,3         | 5,4         | н/д         | 5,8         | н/д         |
| <b>Инфляция, %/г</b>                     | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> |
| Узбекистан                               | 7,3         | 7,6         | 7,0         | 6,8         | 6,1         | 5,6         | 5,7         | 14,4        | 14,3        |
| Казахстан                                | 7,8         | 7,4         | 6,0         | 4,8         | 7,4         | 13,6        | 8,5         | 7,1         | 5,3         |
| Таджикистан                              | 9,8         | 9,3         | 6,4         | 3,7         | 7,4         | 5,0         | 6,1         | 6,7         | 5,4         |
| Кыргызстан                               | 19,2        | 5,7         | 7,5         | 4,0         | 10,5        | 3,4         | -0,5        | 3,7         | 0,5         |
| Туркменистан                             | 4,8         | 5,6         | 7,8         | 4,0         | 4,4         | 6,0         | 6,2         | 10,4        | 7,2         |
| <b>Экспорт, \$млрд.</b>                  | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> |
| Казахстан                                | 60,3        | 84,3        | 86,4        | 84,7        | 79,5        | 46,0        | 36,7        | 48,5        | 61,1        |
| Узбекистан                               | 13,0        | 15,0        | 13,6        | 14,3        | 13,5        | 12,5        | 12,1        | 12,6        | 14,0        |
| Туркменистан                             | 9,7         | 16,8        | 20,0        | 18,8        | 19,8        | 12,2        | 7,5         | 7,8         | н/д         |
| Кыргызстан                               | 1,8         | 2,2         | 1,9         | 2,0         | 1,9         | 1,5         | 1,6         | 1,8         | 1,8         |
| Таджикистан                              | 1,2         | 1,3         | 1,4         | 1,2         | 1,0         | 0,9         | 0,9         | 1,2         | 0,9         |
| <b>Импорт, \$млрд.</b>                   | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> |
| Казахстан                                | 31,1        | 36,9        | 46,4        | 48,8        | 41,3        | 30,6        | 25,4        | 29,6        | 33,7        |
| Узбекистан                               | 9,2         | 11,3        | 12,8        | 13,9        | 14,0        | 12,4        | 12,1        | 14,0        | 19,4        |
| Туркменистан                             | 8,2         | 11,4        | 14,1        | 16,1        | 16,6        | 14,0        | 13,2        | 10,2        | н/д         |
| Кыргызстан                               | 3,2         | 4,3         | 5,6         | 6,0         | 5,7         | 4,2         | 4,0         | 4,5         | 4,5         |
| Таджикистан                              | 2,7         | 3,2         | 3,8         | 4,1         | 4,3         | 3,4         | 3,0         | 2,8         | 2,8         |

Источник: КС РК МНЭ, ГКС РУ

«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».

© 2019, все права защищены.

#### Департамент исследований

|                    |                      |
|--------------------|----------------------|
| Станислав Чув      | Директор             |
| Асан Курманбеков   | Макроэкономика       |
| Дмитрий Шейкин     | Макроэкономика       |
| Жансая Кантаева    | Долговые инструменты |
| Таир Байгунов      | Долевые инструменты  |
| Мадина Метеркулова | Долевые инструменты  |

#### E-mail

[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[d.sheikin@halykfinance.kz](mailto:d.sheikin@halykfinance.kz)  
[zh.kantayeva@halykfinance.kz](mailto:zh.kantayeva@halykfinance.kz)  
[t.baigunov@halykfinance.kz](mailto:t.baigunov@halykfinance.kz)  
[m.meterkulova@halykfinance.kz](mailto:m.meterkulova@halykfinance.kz)

#### Департамент продаж

|                     |                             |
|---------------------|-----------------------------|
| Мария Пан           | Директор                    |
| Айжана Молдахметова | Институциональные инвесторы |
| Асель Байжанова     | Институциональные инвесторы |
| Жанна Нуралина      | Розничные инвесторы         |
| Шынар Жаканова      | Розничные инвесторы         |
| Алия Абдумажитова   | Розничные инвесторы         |
| Алия Мухаметжанова  | Розничные инвесторы         |

#### E-mail

[m.pan@halykfinance.kz](mailto:m.pan@halykfinance.kz)  
[a.moldakhmetova@halykfinance.kz](mailto:a.moldakhmetova@halykfinance.kz)  
[a.baizhanova@halykfinance.kz](mailto:a.baizhanova@halykfinance.kz)  
[zh.nuralina@halykfinance.kz](mailto:zh.nuralina@halykfinance.kz)  
[sh.zhakanova@halykfinance.kz](mailto:sh.zhakanova@halykfinance.kz)  
[a.abdumazhitova@halykfinance.kz](mailto:a.abdumazhitova@halykfinance.kz)  
[a.mukhametzhanova@halykfinance.kz](mailto:a.mukhametzhanova@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 357 31 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### Bloomberg

HLFN

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Factset

Halyk Finance

#### Capital IQ

Halyk Finance