

---

**8 апреля 2022 г.**

---

*Экономика Узбекистана продемонстрировала уверенный рост в 2021 г. на 7.4% г/г. Денежно-кредитные условия оставались стабильными, и ставка ЦБ РУ оставалась на уровне 14% весь 2021 г. Потребительская инфляция замедлилась с 11.1% г/г до 10% г/г. В 2021 г. узбекский сум ослаб на 3.4% г/г и составил 10,806.2 сума за доллар США. Международные резервы Узбекистана за 2021 г. увеличились на 0.7% г/г до \$35.1 млрд за счет роста активов в золоте. Дефицит текущего счета республики расширился до \$4.7 млрд за 2021 г. (максимальное значение дефицита с 1992 г.) за счет опережающей динамики импорта (21% г/г) над экспортом (10.2% г/г). Кредитный портфель коммерческих банков в 2021 г. увеличился на 17.8% г/г (30.9% г/г в 2020 г) до 326 трлн сум или \$30.8 млрд. Реализация приватизационных программ идет медленно, т.к. внешний экономический фон и геополитические риски не благоприятствуют этому.*

**Экономика продемонстрировала уверенный рост в 2021 г.** ВВП Узбекистана на фоне выхода мировой экономики на траекторию восстановительного роста увеличился на 7.4% г/г (1.9% г/г в 2020 г.) и составил \$69.2 млрд (\$59.89 млрд в 2020 г.). Рост экономики на таком уровне является максимальным с 2016 г. (+5.9% г/г) и технически обусловлен «низкой базой» предыдущего года. Отрасли, которые поддержали такую динамику роста - отрасль промышленного производства 8.7% г/г (+0.9% г/г в 2020 г.) и сельского хозяйства 4.0% г/г (+2.9% г/г в 2020 г.). Инвестиции в основной капитал в 2021 г. выросли на 5.2% г/г (-4.4% г/г в 2020 г.) и составили 245 трлн сум (\$23.1 млрд) или 34.8% от ВВП (38.4% в 2019 г.). Рост экономики Узбекистана в ближайшие несколько лет будет укладываться в диапазон от 5.5%-5.7%. Мы полагаем, что такой рост будет поддерживаться за счет высокой инвестиционной активности как за счет внешних источников, так и за счет внутренних, особенно за счет бюджета.

**Денежно-кредитные условия остаются стабильными, но внешние риски нарастают.** С сентября 2020 г. денежно-кредитные условия в Узбекистане не менялись. Ставка ЦБ РУ оставалась на уровне 14% весь прошлый год. Сохранению ставки ЦБ РУ способствовала хоть и двухзначная, но замедляющаяся динамика роста потребительских цен в стране. Так, годовая инфляция замедлилась с 11.1% в 2020 г. до 10.0% в 2021 г. На фоне роста геополитической напряженности и неопределенности во внешнеэкономических условиях 17 марта 2022 г. правление ЦБ РУ приняло решение повысить основную ставку до 17% годовых в целях обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности в стране. В прошлом году узбекский сум ослаб на 3.4% и составил 10,806.2 сума за доллар США. Средний курс по паре USDUZS составил 10,609.5 сум, ослабнув на 5.5% г/г. В прошлом году курс национальной валюты поддержали прежде всего денежные переводы из РФ (+30.4% г/г), расширение экспорта товаров (+10.2% г/г) и экспорта услуг (+35.3% г/г).

**Рост ЗВР за счет роста стоимости и физического объема активов в золоте.** Международные резервы Узбекистана за 2021 г. увеличились на 0.7% г/г и составили \$35.1 млрд (+19.6% г/г в 2020 г.). Росту ЗВР в 2021 г. способствовало как увеличение стоимости активов ЦБ РУ в золоте (+22.2% в 2021 г. до \$1,893.1 за тройскую унцию), так и рост физического объема (+8.4% г/г до 11.6 млн тройских унций (360.8 тонны)). В номинальном выражении объем золота на конец 2021 г. составил \$20.9 млрд или 59.6% (57.9% в 2020 г.) от объема ЗВР ЦБ РУ. ЗВР в форме СКВ и депозитов наоборот сократились на 8.6% г/г до \$13.1 млрд (+19.6% г/г в 2020 г.).

**Расширение дефицита текущего счета до \$4.6 млрд.** Дефицит текущего счета республики расширился с \$3.0 млрд в 2020 г. до максимального значения в \$4.8 млрд в 2021 г. Расширению дефицита счета текущих операций Узбекистана способствовал рост дефицита по торговому счету на 43.2% г/г из-за опережающего роста импорта на 21.0% г/г до \$23.1 млрд на фоне роста объемов экспорта на 10.2% г/г до \$14.1 млрд, а также из-за роста дефицита по счету услуг на 36.1% г/г за счет роста импорта услуг на 34.5% г/г до 4.7 млрд при росте экспорта услуг на 32.8% г/г до \$2.3 млрд. Высокую динамику импорта товаров и услуг не смог компенсировать приток валюты по счету вторичных доходов, сальдо которого увеличилось на 22% г/г до \$6.4 млрд. По финансовому счету республики наблюдается расширение притока капитала на 5.7% г/г до \$5.8 млрд в 2021 г.

**Замедление кредитования экономики продолжается.** Кредитный портфель коммерческих банков в 2021 г. увеличился на 17.8% г/г (30.9% г/г в 2020 г) и составил 326 трлн. сум или \$30.8 млрд. Наибольшая концентрация кредитного портфеля пришлась на Уznaцбанк (22.7%), на Узпромстройбанк (13.2%), Асака банк (11.5%), Агробанк (9.9%) и Ипотека банк (8.9%). В сумме на эти банки приходится

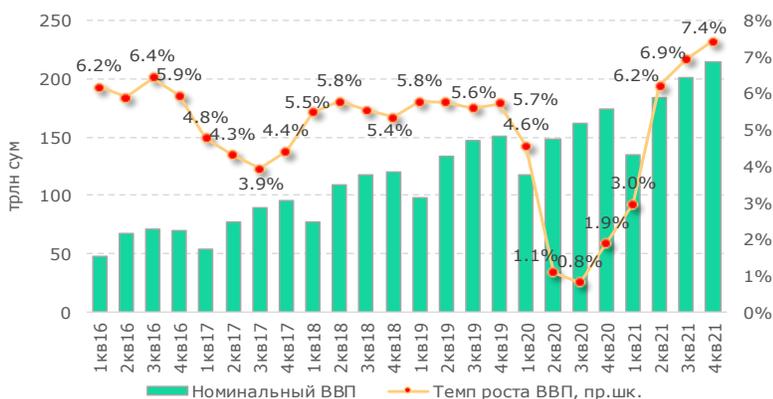
порядка 66.2% всего кредитного портфеля отрасли. Доля проблемных кредитов (NPL) увеличилась с 2.1% в начале 2021 г. до 5.2% в его конце, а объем NPL составил 16,974 млрд сум. В банковской системе Узбекистана в 2021 г. доля банков с государственным участием сократилась до 81.5% (84.9% в 2020 г.) от суммы активов, 85.8% (88.3% 2020 г.) от суммы предоставленных кредитов и 66.7% (71.9% в 2019 г.) от суммы привлеченных депозитов.

**Приватизация государственных активов реализуется недостаточными темпами.** В последнее время отмечается некоторое замедление процесса приватизации в Узбекистане. Так, например либерализация цен на энергоносители, которую предполагалось реализовать в 2021 г. была перенесена на более поздний неуточненный срок. В 2021 г. в Узбекистане разработана и принята новая стратегия по управлению и реформированию предприятий с государственным участием на 2021-2025. Напомним, что в республике до этого уже существовала программа приватизации на 2017-2019 гг. Однако ее реализация не привела к ожидаемым результатам. В марте 2022 г. было принято отдельное постановление Президента РУ по ускорению процесса приватизации государственной собственности. Очевидно, что несмотря на существующую программу, ее реализация «буксует», если для этого требуется отдельное распоряжение президента. Основная причина, по нашему мнению, заключается в том, что в условиях растущей геополитической неопределенности, роста изоляционистских настроений и де-глобализации крупные западные инвесторы, не рассматривают инвестиции в финансовые активы (банки, финансовые организации) развивающихся стран, рост экономики которых зависит во многом от нестабильного притока валюты трудовых мигрантов. Крупные инвесторы (РФ, Китай и Турция) в условиях энергетического кризиса проявляют куда больший интерес к промышленным и инфраструктурным объектам, срок возврата вложений по которым более предсказуем и менее рискован по сравнению с финансовыми активами. Исходя из этого, наш первоначально высказанный скептицизм по поводу успеха в реализации масштабных реформ в стране пока не уменьшился, особенно в парадигме тех социальных, экономических и геополитических событий, которые мы наблюдаем в последнее время.

## Экономика Узбекистана – уверенный рост

ВВП Узбекистана в 2021 г. на фоне выхода мировой экономики на траекторию восстановительного роста увеличился на 7.4% г/г (1.9% г/г в 2020 г.) и составил \$69.2 млрд (\$59.89 млрд в 2020 г.). Рост экономики на таком уровне является максимальным с 2016 г. (+5.9% г/г) и отчасти технически обусловлен «низкой базой» предыдущего года. Отрасли, которые поддержали такую динамику роста, - отрасль промышленного производства 8.7% г/г (+0.9% г/г в 2020 г.) и сельского хозяйства 4.0% г/г (+2.9% г/г в 2020 г.). В рамках промышленного производства рост горнодобывающей промышленности составил 10.7% г/г (-22% г/г в 2020 г.), а обрабатывающей ускорился до 8.2% г/г (7.9% г/г в 2020 г.). Отрасль предоставления услуг на фоне постепенного снятия карантинных ограничений и «низкой базы» продемонстрировала рост в 9.2% (+0.7% в 2020 г.). Строительная отрасль, наоборот, замедлилась с 22.9% г/г в 2019 г. до 9.5% г/г и до 6.8% г/г в 2021 г. Структурное изменение экономики Узбекистана продолжилось в сторону дальнейшей индустриализации. Так, если в 2016 г. доля сельского хозяйства составляла 29.3% в структуре ВВП, то в 2021 г. доля составила 25%, в то время как доля промышленного производства увеличилась с 17.8% до 25.8%, за счет роста доли обрабатывающей промышленности с 13.7% до 20%. Доля услуг в структуре ВВП Узбекистана за прошлый год почти не изменилась и составила 35.7% в 2021 г. (35.8% в 2020 г.).

Рис. 1. Рост экономики Узбекистана 2016-2021 гг.



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

Инвестиции в основной капитал в 2021 г. увеличились на 5.2% г/г (-4.4% г/г в 2020 г.) до 245 трлн сум (\$23.1 млрд) или 34.8% от ВВП (38.4% в 2019 г.). Инвестиции в основной капитал за счет ПИИ в 2021 г. сократились на 8.2% г/г (0.4% г/г в 2020 г.), а из доля сократилась до 12.3% (31.8% в 2020 г.) от общего объема. Инвестиции в форме иностранных кредитов под гарантию правительства продолжили сокращаться на 32.6% г/г (-28.0% г/г в 2020 г.), а их доля в структуре сократилась до 7.1% (11.1% в 2020 г.) от суммы инвестиций 2021 г. Негарантированные иностранные инвестиции и кредиты продемонстрировали существенный рост (+39.8% г/г) и в структуре всех инвестиций возросли почти до четверти (23.3%) всех инвестиций за прошлый год.

Таким образом, совокупно внешние инвестиции из указанных источников составили 42.7% (42.9% в 2020 г.) от суммы всех инвестиций в основной капитал страны. Инвестиции за счет собственных средств предприятий в 2021 г. сократились на 3.6% (+11.2% г/г в 2020 г.), а их доля увеличилась до 29.1% (25.7% в 2020 г.). Основной поток инвестиций в 2021 г. пришелся на обрабатывающую промышленность (25.8% или 63 225.9 млрд сум), горнодобывающую промышленность (9.5%, 23 199.7 млрд сум), жилищное строительство (8.3% или 20 274.7 млрд сум) и сельское хозяйство (7.7% или 18 934.9 млрд сум). В совокупности инвестиции по этим направлениям составляют 51.3% всех инвестиций за 2021 г. Основными инвесторами в экономику Узбекистана в 2021 г. были РФ (24.2%), Китай (20.4%), США (13.2%), Турция (9.2%) и Германия (8.1%). Высокая динамика роста валового накопления капитала на уровне 17% (среднее значение с 2016-2021 гг. в ценах 2010 г.) и поступательный рост удельного веса валового накопления капитала к ВВП с 29.1% в 2016 г. до 40.6% в 2021 г. указывает на расширенное воспроизводство капитала в экономике страны. Инвестиции преимущественно направляются в сферу производства продуктов с большой добавленной стоимостью и глубоким переделом. Однако пока выраженной трансляции расширенного накопления капитала в экономике на экономический рост не наблюдается в силу постепенного изменения структуры экономики, в которой до этого преобладал преимущественно аграрный уклад.

На потребительском рынке в 2021 г. наблюдался рост оборота розничной торговли на 12% г/г (+3.2% в 2020 г.) до 249 493 млрд сум, преимущественно за счет опережающей динамики роста товарооборота неорганизованной торговли (+23.2% г/г) по сравнению с крупными предприятиями (+10.7% г/г) и предприятиями малого бизнеса и частного предпринимательства (+10.7%). Опережающий рост оборота неорганизованной торговли обусловлен постепенным снятием карантинных ограничений в стране. Объем оптового товарооборота увеличился на 17.5% (+6.2% в 2020 г.) до 157 897 млрд сум. Рост оборота внутренней торговли поддержали денежные переводы трудовых мигрантов из РФ, которые за год выросли на 30.4% г/г и составили \$3.2 млрд, а также рост доходов населения<sup>1</sup>.

Реальный совокупный доход на душу населения внутри страны за 2021 г. вырос на 9.9% г/г<sup>2</sup> (-1.4% г/г в 2020 г.). С 2014 г. это рекордно высокий показатель роста реального совокупного дохода. В периоде с 2014 г. по 2019 г. средний рост этого показателя составлял 6.3%. Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата увеличилась на 16.2% (+14.8% в 2020 г.) и составила 3 208 тыс. сум (\$302). Рост заработной платы происходил на фоне увеличения минимальной заработной платы в прошлом году сначала до 747 тыс., а потом до 822 тыс. сум.

Максимальное значение номинальной начисленной заработной платы по отраслям экономики наблюдалось в финансовом и страховом секторе (8 293 тыс. сум или \$782), информации и связи (5 572 тыс. сум или \$525) и в

<sup>1</sup> по данным ЦБ РФ

<sup>2</sup> Предварительные данные

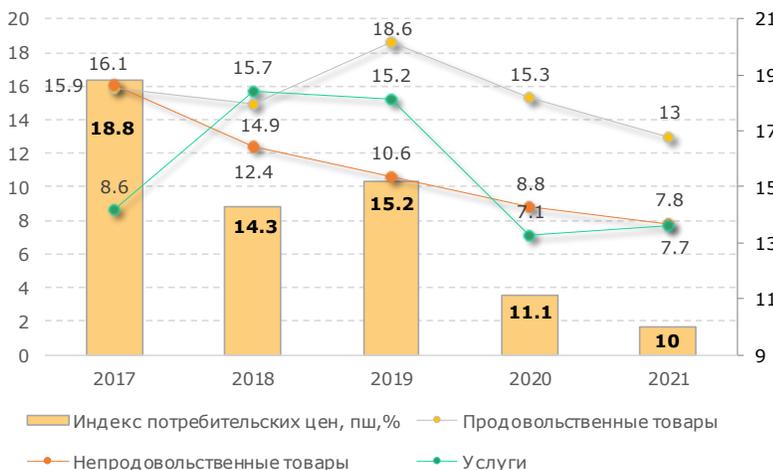
промышленности (4 129 тыс. сум или \$389). Минимальное значение сложилось в здравоохранении и предоставлении социальных услуг (-28.8% г/г, 2 158 тыс. сум или \$203) и образовании (2 313 тыс. сум или \$218).

Рост экономики Узбекистана в ближайшие несколько лет будет вписываться в диапазон от 5.5%-5.7%. Мы полагаем, что такой рост будет поддерживаться за счет высокой инвестиционной активности как за счет внешних источников, так и за счет внутренних, особенно за счет государственного бюджета. Росту экономики также будут способствовать относительно высокие темпы кредитования в стране, а также рост потребления домохозяйств.

### Денежно-кредитные условия – стабильные, но риски растут

С сентября 2020 г. денежно-кредитные условия в Узбекистане не менялись, ставка ЦБ РУ оставалась на уровне в 14% весь прошлый год. Сохранению ставки способствовала хоть и двухзначная, но замедляющаяся динамика роста потребительских цен в стране. Так, годовая инфляция в 2020 г. замедлилась с 11.1% до 10.0% в 2021 г. Целевой ориентир ЦБ РУ по потребительской инфляции в 2021 г. был достигнут. Этому способствовало прежде всего замедление темпа роста цен на продукты питания с 15.5% в январе 2021 г. до 13.0% в декабре. Замедление роста цен наблюдалось также и по непродовольственным товарам, темп роста по которым замедлился с 9.0%-9.1% г/г в январе-феврале до 7.8% г/г в декабре. Снижение роста цен наблюдалось со стороны платных услуг, стоимость которых снизилась с 8.8% в феврале до 7.7% в декабре. Инфляционные ожидания населения и бизнеса также

Рис.2. Темпы инфляции в Узбекистане



Источник: ГКС РУ, Halyk Finance

промышленности динамика издержек производства была существенно выше и составила 14.9% г/г (+8.7% в 2020 г.). Наибольшие темпы инфляции зафиксированы в химической промышленности (+33.2% г/г), производстве текстильных товаров (+28.5% г/г), производстве электрического оборудования (+29.1% г/г) и производстве фармацевтических товаров (+26.6% г/г). Наибольший рост издержек отмечен в секторе производства кокса и нефтепродуктов (+51.6% г/г). В целом же индекс-дефлятор ВВП, отражающий инфляционные процессы в целом по экономике, в 2021 г. составил 113.6% г/г (+111.9% г/г в 2020 г.). Таким образом, из-за роста как совокупного спроса, так и совокупного предложения за счёт роста издержек производства инфляция в Узбекистане несколько ускорилась.

Рост геополитической напряженности и неопределенности во внешнеэкономических условиях привело к тому, что 17 марта 2022 г. правление ЦБ РУ приняло решение повысить основную ставку до 17% (процентный коридор +/-2%) годовых в целях обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности в стране. Эта мера была направлена на недопущение роста девальвационных и инфляционных ожиданий, сохранение сберегательной активности в национальной валюте и снижение влияния внешних рисков. При этом, в феврале текущего года потребительская инфляция продолжила замедляться и составила 9.7% в годовом выражении. Продукты питания по-прежнему внесли основной вклад в рост инфляции (13.1% г/г), в то время как непродовольственная инфляция и инфляция услуг замедлилась до 7.7% г/г и 6.5% г/г соответственно. В 2022 г. в условиях, когда РФ и Украина, будучи крупнейшими поставщиками зерна (порядка 30%) и растительного масла (порядка 50%), не будут поставлять на международный рынок свою продукцию в обычных объёмах, а стоимость удобрений из-за санкций будет расти из-за их дефицита, как и стоимость твердого топлива, применяемого в сельскохозяйственной технике, стоимость продуктов питания будет оказывать основное давление на инфляцию в Узбекистане и в мире. Обесценение национальной валюты будет демотивировать приобретение иностранного импорта, что будет сдерживать непродовольственную инфляцию. Однако высокая стоимость нефти (\$89.79 за баррель консенсус-прогноз агентства Bloomberg) будет способствовать росту инфляции издержек производства. По нашему мнению, потребительская инфляция в Узбекистане может ускориться до 13-14% г/г. Целевой ориентир ЦБ РУ в 5% к концу 2023 г. в рамках сложившейся внешнеэкономической динамики нам кажется трудно достижимым.

ЦБ РУ остался верен режиму свободного плавающего курса. Однако полный переход на международные стандарты курсообразования происходил постепенно и в 2021 г. был введен ряд технических изменений в метод проведения валютных торгов. В частности, метод фиксации был заменен на метод непрерывных аукционов с целью формирования валютного курса именно за счет самих участников валютного рынка. Также был внедрен подход по ежедневному

продемонстрировали тенденцию к снижению с 17% и 18% в 2020 г. до 15.7% и 14.9% в 2021 г. По валютному каналу инфляционное давление было минимальным, т.к. за год узбекский сум ослаб только на 3.4% г/г. Увеличение денежных переводов из РФ (+30.4% г/г), рост реальных доходов населения (9.9% г/г), расширение розничного кредитования (+42% г/г), а также рост инвестиций в экономику со стороны государственного бюджета (+135.8% г/г) - все эти факторы оказывали сдерживающее влияние на замедление темпов инфляции со стороны совокупного потребления. Динамика цен производителей промышленных товаров наоборот продемонстрировала ускорение с 7.1% в 2020 г. до 13.0% в 2021 г. Причем, если в горнодобывающей промышленности цены выросли на 7.5% (-2.1% в 2020 г.), то в обрабатывающей

определению официального средневзвешенного обменного курса ЦБ РУ. Кроме того, валютные операции были приведены в соответствие с международными стандартами, т.е. исполнение расчетов по валютным операциям стали осуществлять не день в день (T+0), а на следующий день (T+1) или через день (T+2). Также было разрешено коммерческим банкам торговать на внутреннем валютном рынке без ограничений, давая им возможность принимать участие в курсообразовании. ЦБ РУ была разработана стратегия валютных интервенций на 2021-2025 гг. В 2021 г. узбекский сум ослаб на 3.4% г/г до 10,806.2 сума за доллар США. Средний курс по паре USDUZS составил 10,609.5 сум, ослабнув на 5.5% г/г. В прошлом году курс национальной валюты поддержали прежде всего денежные переводы из РФ (+30.4% г/г), расширение экспорта товаров (+10.2% г/г) и экспорта услуг (+35.3% г/г).

На фоне геополитической напряженности и существенного обесценения региональных валют курс национальной валюты РУ ослаб. Волатильность по паре USDRUB оказала существенное влияние на курсообразование сума, который на момент написания отчета обесценился на 6% и составил 11, 486.9 сума. На данный момент прогнозировать курс сума, как и любой другой валюты представляется затруднительным, т.к. геополитическая ситуация может ухудшиться и тем самым негативно сказаться на курсе. При прочих равных условиях, ослабление курса сума на 7% - 10% г/г было бы вполне приемлемым для стимулирования экспорта, однако пока такое движение курса сума в парадигме текущих событий представляется маловероятным.

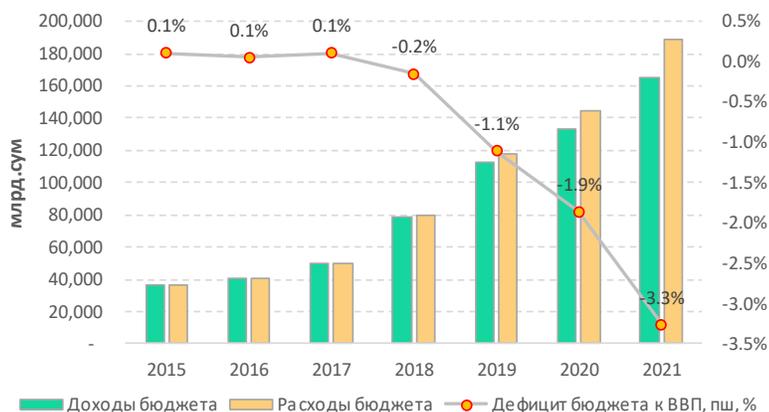
### Налогово-бюджетная политика – расширение расходов

В течение последних двух лет налогово-бюджетная политика была выражено контр-циклической, направленной на смягчение последствий пандемии коронавируса, а в 2021 г. еще и на стимулирование восстановления экономики страны.

Государственный бюджет 2021 г. сложился с дефицитом в 23.9 трлн сум или -3.3% от ВВП страны. При этом дефицит консолидированного бюджета, по предварительным данным достиг -5.8% от ВВП.

Согласно данным Минфина РУ, государственный бюджет был исполнен с превышением доходной части на 11.9% от запланированного уровня или на 23.9% г/г от доходной части бюджета 2021 г. и без учета целевых фондов составил 164.7 трлн сум. На фоне восстановления экономики страны, роста деловой активности и снятия карантинных ограничений и улучшения собираемости налогов наблюдался рост доходов бюджета. Поступления в бюджет от прямых налогов увеличились на 30.4% г/г до 58.9 трлн сумов, поступления от косвенных налогов выросли на 21.2% г/г до 56.3 трлн сумов, от прочих налогов увеличились на 31.8% г/г до 26.4 трлн сум. Относительно сдержанный рост продемонстрировали поступления по ресурсным платежам и налогам на недвижимость, увеличившись на 8.4% г/г до 23 трлн сумов.

Рис. 3. Государственный бюджет Узбекистана 2015-2021 гг.



Источник: Open Budget, Halyk Finance

защиты граждан, а также на бюджетное стимулирование роста экономики. Наряду с ростом расходов бюджета на социальную сферу и экономику, наблюдался рост расходов на обслуживание государственного долга. Расходы по этой статье бюджета за прошлый год увеличились на 23.2% г/г до 2.2 трлн сум. За год внешний долг республики Узбекистан увеличился на 4.0% и составил \$26.9 млрд или 38.9% от ВВП (рис 4.). Совокупный валовый долг республики в 2021 г. составил \$43.7 млрд, увеличившись на 5.2% г/г. Верхний предел для государственного долга, установленного в рамках закона о бюджете на 2021 г., составлял 60% от ВВП.

В 2022 г. прогнозируется дефицит государственного бюджета на уровне 3.0% от ВВП или 14.8 млрд сумов, при этом доходы государственного бюджета составят 200 млрд сумов с учетом трансфертов, а расходы бюджета составят 214.8 млрд сумов. Размер внешнего государственного долга приблизится к 40% от ВВП в 2022 г. Мы полагаем, что бюджетный импульс в 2022 г. сохранится для обеспечения высоких темпов инвестиционной активности и как следствие высоких темпов роста экономики на уровне 5.5-5.7% в ближайшие несколько лет. При этом мы ожидаем наращивание правительством Узбекистана своих внешних обязательств до уровня 40-41% от ВВП в ближайшие несколько лет, на фоне постепенного сокращения инвестиционной активности нерезидентов в экономику Узбекистана.

### Международные резервы – наблюдается рост

Международные резервы Узбекистана за 2021 г. увеличились на 0.7% г/г и составили \$35.1млрд (+19.6% г/г в 2020 г.). Росту ЗВР в 2021 г. способствовало как увеличение стоимости активов ЦБ РУ в золоте (+22.2% в 2021 г. до \$1,893.1 за тройскую унцию), так и рост физического объема (+8.4% г/г до 11.6 млн тройских унций (360.8 тонны)).

Рис. 4. ЗВР ЦБ РУ и государственный долг



Источник: МВФ, Halyk Finance

несмотря на геополитическую напряженность транзакционный спрос на деньги в условиях инфляции издержек будет только расти. С учетом отказа Узбекистана от экспорта природного газа и роста стоимости других энергоносителей, а также сохранения геополитической неопределенности приток иностранного капитала в рамках прямых инвестиций, а также по торговым каналам сократится и это может оказать сдерживающее влияние на динамику роста ЗВР. Кроме того, мы ожидаем определенное сокращение объемов трансграничных переводов из РФ из-за растущей враждебной риторики в отношении трудовых мигрантов из Азии, введения ограничений по трансграничным переводам, а также на фоне прогнозируемого сокращения экономики РФ на 8-10% в 2022 г.

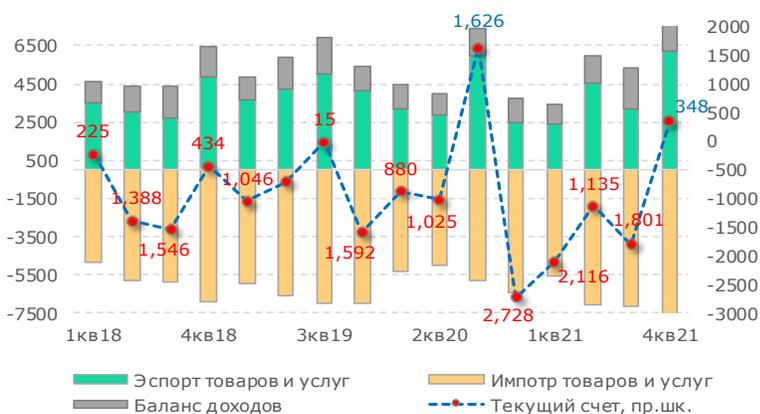
В номинальном выражении объем золота на конец 2021 г. составил \$20.9 млрд или 59.6% (57.9% в 2020 г.) от объема ЗВР ЦБ РУ. ЗВР в форме СКВ и депозитов наоборот сократились на 8.6% г/г до \$13.1 млрд (+19.6% г/г в 2020 г.). Объем СДР (Special Drawing Rights) увеличился в 2.9 раза до \$1.1 млрд. Рост активов в СДР произошел в сентябре, когда МВФ дополнительно распределило странам-участницам этот актив в соответствии с их долями участия в этом международном институте (у Узбекистана доля составляет 0.12%, у Казахстана -0.24%, у РФ – 2.71%).

В 2022 г. объем ЗВР Узбекистана увеличится на 4.5% г/г и составит порядка \$36.4-\$36.6 млрд. Такую динамику ЗВР будет поддерживать прежде всего постепенное снижение стоимости золота как хедж-актива на мировых торговых площадках (-7.8%-10.5% г/г), т.к.

### Внешние счета – расширение дефицита

Дефицит текущего счета республики расширился с \$3.0 млрд в 2020 г. до \$4.8 млрд в 2021 г. (максимальное значение дефицита с 1992 г.). Расширению дефицита счета текущих операций Узбекистана способствовал рост дефицита по торговому счету на 43.2% г/г из-за опережающего роста импорта на 21.0% г/г до \$23.1 млрд на фоне роста объемов экспорта на 10.2% г/г до \$14.1 млрд, а также из-за роста дефицита по счету

Рис. 5. Текущий счет Узбекистана, \$ млн.



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

услуг на 36.1% г/г за счет роста импорта услуг на 34.5% г/г до 4.7 млрд при росте экспорта услуг на 32.8% г/г до \$2.3 млрд. По такой номенклатуре импорта, как минеральное топливо (+39.2% г/г), фармацевтическая продукция (+37.9% г/г) и черные металлы (+32.6% г/г) и электрические машины и оборудование (29.5% г/г) наблюдалась высокая динамика роста (24.8% от суммы импорта в Узбекистан). По такой статье импорта как ядерные реакторы, котлы и механические устройства, наоборот, наблюдается сокращение на 10% г/г (16.8% в структуре импорта). Относительно сдержанную динамику по сравнению с импортом продемонстрировал экспорт за счет сокращения поставок драгоценных металлов на 23.9% г/г до \$4.5 млрд при одновременном наращивании экспорта хлопка на 60.5% г/г до \$1.9 млрд и меди, и изделий из нее на 60.6% г/г до \$1.2 млрд (45.9% узбекского импорта). Кроме того, стоит отметить существенное сокращение экспорта природного газа на 64.8% за последние 2 года с \$2.5 млрд в 2019 г. (14.5% в структуре экспорта) до \$890 млн в 2021 г. (5.4% в структуре экспорта). Это решение было сознательно принято с учетом того, что использование газа на внутреннем рынке для производства полимеров и их последующего экспорта выгоднее, чем экспорт газа с учетом стоимости его транспортировки. Президент Узбекистана указал на необходимость наращивания экспортного потенциала страны с учетом производства продуктов глубокого передела и большой добавленной стоимости. Исходя из этого, к 2025 г. Узбекистан может полностью прекратить экспорт природного газа

на внешние рынки. Таким образом, в рамках текущего счета высокую динамику импорта товаров и услуг не смог компенсировать приток валюты по счету вторичных доходов, сальдо которого увеличилось на 22% г/г до \$6.4 млрд. Напомним, что за 2021 г., по данным ЦБ РФ, объем трансграничных переводов только из Российской Федерации в Узбекистан увеличился на 30.4% до \$3.2 млрд, что не смогло не сказаться на расширении профицита счета вторичных доходов. По счету первичных доходов наблюдался рост профицита до \$201 млн против дефицита сложившегося на уровне в \$192 млн в 2020 г.

По финансовому счету республики наблюдается расширение притока капитала на 5.7% г/г до \$5.8 млрд в 2021 г. Приток капитала по счету прямых инвестиций увеличился на 18.9% г/г до \$2.0 млрд за 2021 г. Приток капитала по счету портфельных инвестиций увеличился на 43.6% г/г до \$2.0 млрд. Приток по счету прочих инвестиций сократился с \$2.4 млрд за 2020 г. до \$1.8 млрд за 2021 г. На фоне роста цен на энергетические товары и как следствие роста себестоимости производимой продукции (сложных машин и оборудования), а также на фоне роста дефицита полупроводников и продуктов питания (весенней посевной в Европе, Украине не было) можно ожидать дальнейшего расширения дефицита торгового баланса. Высокая инфляция в РФ и сильное ослабление российского рубля и ограничения по вывозу иностранного капитала отрицательно скажутся на денежных переводах трудовых мигрантов и негативно отразятся на текущем счете, дефицит которого мы ожидаем на уровне порядка \$5.0-\$5.1 млрд.

### Банковский сектор – высокая концентрация банковского сектора сохраняется

Структура банковского сектора Республики Узбекистан по состоянию на конец 2021 г. представлена 33 банками (32 на конец 2020 г.), среди них 12 банков с государственным участием. Среди коммерческих банков за год появился еще один банк - Апельсин банк.

Рис. 6. Банковский сектор Узбекистана 2016-2021 гг.



Источник: ЦБ РУ, Halyk Finance

на Узпромстройбанк (13.2%), Асака банк (11.5%), Агробанк (9.9%) и Ипотека банк (8.9%). В сумме на эти банки приходится порядка 66.2% всего кредитного портфеля отрасли.

За прошлый год наблюдается ухудшение качества кредитного портфеля банковского сектора Узбекистана. Так, доля проблемных кредитов (NPL) увеличилась с 2.1% в начале 2021 г. до 5.2% в его конце, а объем NPL составил 16,974 млрд сум. Наибольшая доля проблемных кредитов наблюдается в Народном банке (19.7% от кредитного портфеля или 3,857 млрд сум) и у Узагроэкспортбанка (55% от кредитного портфеля или 17 млрд сум), в Туркистон банке (69.9% от кредитного портфеля или 480 млрд сум) и в Хай-Тек банке (92.7% от кредитного портфеля или 148 млрд сум).

Депозитная база банковского сектора по состоянию на конец 2021 г. увеличилась на 36.1% (26.1% в 2020 г.) и составила 156.2 трлн. сум (\$14.7 млрд.) или 21.3% от ВВП (19.1% в 2020 г.). В структуре депозитов коммерческих банков депозиты в иностранной валюте составляют 38.8% (43.3% в 2020 г.) или 60.6 трлн. сум (+32.2% г/г). Рост депозитной базы замедлился с 23.7% г/г в 2020 до 22.6% г/г в 2021 г. В 2021 г. узбекистанский сум ослаб только на 3.4%, что способствовало росту доверия населения и выразилось в росте депозитов в национальной валюте. Наибольшая концентрация депозитов в стране приходится на Узнацбанк (14.1%), Ипотека банк (10.1%) и Узпромстройбанк (8.1%). Из негосударственных банков крупнейшим держателем депозитов является Капитал банк (8.4%). На 4 этих банка приходится порядка 40.7% всей депозитной базы республики.

Собственный капитал банковского сектора вырос на 21.5% г/г и достиг 70.9 трлн сум или \$6.7 млрд или 9.7% от ВВП (9.7% в 2020 г.). Коэффициент достаточности капитала по банковской системе в 2021 г. составил 17.5% (18.4% в 2020 г.). Коэффициент мгновенной ликвидности по сектору по состоянию на 2021 г. составил 99.3% (67.4% в 2020 г.).

Активы банковского сектора за 2021 г. увеличились на 21.5% г/г (34.2% г/г в 2020 г.) и составили 445 трлн. сум или \$41.9 млрд<sup>3</sup>. Доля активов банковского сектора республики к ВВП сократилась с 60.8% в 2020 г. до 60.6% в 2021 г. Кредитный портфель коммерческих банков в 2021 г. увеличился на 17.8% г/г (30.9% г/г в 2020 г.) и составил 326 трлн. сум или \$30.8 млрд. Доля кредитного портфеля в структуре активов банковского сектора сократилась с 75.7% в 2020 г. до 73.4% в 2021 г. Валютная структура кредитов на конец 2021 г. представлена на 49.6% (49.6% в 2020 г.) кредитами в иностранной валюте, которые с начала года выросли на 17.9% и составили 161.1 трлн. сум или \$15.2 млрд. Прирост кредитов, выданных в иностранной валюте в 2021 г., замедлился 37.1% г/г в 2020 г. до 17.9% г/г.

Наибольшая концентрация кредитного портфеля пришлось на Узнацбанк (22.7%),

<sup>3</sup> Среднегодовой курс 10 609 узбекских сум

г.). Показатель ROA по состоянию на конец 2021 г. составил 1.3% (2.2% 2020 г.). Показатель ROE уменьшился с 10.3% годом ранее до 6.1% в 2021 г.

В банковской системе Узбекистана в 2021 г. наблюдается незначительное сокращение концентрации государственного сектора до 81.5% (84.9% в 2020 г.) от суммы активов. Снижение доли государственного сектора до 85.8% (88.3% 2020 г.) наблюдается и от суммы предоставленных кредитов до 66.7% (71.9% в 2020 г.) от суммы привлеченных депозитов банковского сектора республики.

### **Текущая оценка реализации реформ в Узбекистане**

В последнее время отмечается некоторое замедление процесса приватизации в Узбекистане. Так, например либерализация цен на энергоносители, которую предполагалось реализовать в 2021 г. была перенесена на более поздний неуточненный срок. В 2021 г. в Узбекистане разработана и принята новая стратегия по управлению и реформированию предприятий с государственным участием на 2021-2025. Напомним, что в республике до этого уже существовала программа приватизации на 2017-2019 гг. Однако ее реализация не привела к ожидаемым результатам. В марте 2022 г. было принято отдельное постановление Президента РУ по ускорению процесса приватизации государственной собственности. Согласно постановлению, предполагается выставить на публичные торги порядка 1 501 объект государственной собственности. До 1 июля 2022 г. будут выставлены на торги 25 мукомольных предприятий. До октября 2022 г. будет проведено IPO акций Кишлок курилиш банк, до конца года будут выставлены государственные доли Узпромстройбанк и Асакабанк. До 1 июля 2023 г. на фондовой бирже предполагается организовать IPO акций Халк банки, Микрокредитбанк, Алокабанк, Агробанк и Узмиллийбанк. В нашем предыдущем обзоре экономики Узбекистана мы указывали на то, что еще в мае 2020 г. Президентом Ш. М. Мирзиевым был подписан указ по стратегии реформирования банковской системы Республики Узбекистан на 2020-2025 гг. В рамках реформирования банковской системы предполагалось приватизировать доли государственного участия в Ипотека-Банк, Узпромстройбанк, Асака, Алокабанк, Кишлок курилиш банк и Турон банк.

Очевидно, что несмотря на существующую программу, ее реализация «буксует», если для этого требуется отдельное распоряжение президента. Основная причина этому, по нашему мнению, заключается в том, что в условиях растущей геополитической неопределенности, роста изоляционистских настроений и де-глобализации крупные западные инвесторы не рассматривают инвестиции в финансовые активы (банки, финансовые организации) развивающихся стран, рост экономики которых зависит во многом от нестабильного притока валюты трудовых мигрантов. Крупные инвесторы (РФ, Китай и Турция) в условиях энергетического кризиса проявляют куда больший интерес к промышленным и инфраструктурным объектам, срок возврата вложений по которым более предсказуемый и менее рискованный по сравнению с финансовыми активами. Исходя из этого, наш первоначально высказанный скептицизм по поводу успеха в реализации масштабных реформ в стране пока не уменьшился, особенно в парадигме тех социальных, экономических и геополитических событий, которые мы наблюдаем в последнее время.

© 2022 АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

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

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

© 2022, все права защищены.

#### Департамент исследований

#### E-mail

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

#### Департамент продаж

#### E-mail

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### Bloomberg

HLFN

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Factset

Halyk Finance

#### Capital IQ

Halyk Finance