

Дакота Ирвин, PhD  
Irvin@bluestoneib.com

Бехрузбек Очилов, ACSI, IGCAP  
ochilov@equityresearch.uz

## Макроэкономическое обозрение: Узбекистан в 2021

ВВП Узбекистана вырос на 1.6% в 2020, согласно Комитету Государственной Статистики. Эта страна, так же как и несколько других в Европе и Центральной Азии, зафиксировала положительный экономический рост во время пандемии COVID-19.

Рост ВВП в 2020 году был обеспечен расширениями в финансовом, энергетическом, строительном секторах, а также в сфере информационных и коммуникационных технологий и здравоохранении.

Аналитики ожидают, что Узбекистан вернётся к уровням роста, наблюдавшимся до пандемии, прогнозируя отскок со средним темпом роста в 5.1% в 2021 и 5.3% в 2022. Экономический рост зависит от продолжительного и успешного внедрения реформ Президента Шавката Мирзиёева, а так же от глобального восстановления после усиления контроля над пандемией COVID-19.

Узбекистан не испытал разрушительных экономических потрясений в результате изоляций во время пандемии, и в настоящее время в стране действует мало ограничений. Торговля, особенно с Китаем, пострадала, но намеревается вернуться на прежние уровни в 2021 и последующих годах.

Инфляция составила 11.1% в 2020, и ожидается её падение ниже 10% в ближайшие годы.

Курс узбекского сума к доллару упал на 8.9% в 2020, но аналитики ожидают улучшения ситуации в 2021.

### GDP growth % forecasts

	2021E	2022E	2023E
IMF	5.0%	6.0%	5.5%
World Bank	4.3%	4.5%	
Central Bank of Uzbekistan	4.5-5.5%		
Asia Development Bank	6.5%		
European Bank for Reconstruction and Development	4.5%		
Fitch Ratings	5.1%	5.5%	
Macro-Advisory Consulting	4.4%	4.9%	
Trading Economics	6.0%	5.5%	
<b>Average</b>	5.1%	5.3%	5.5%

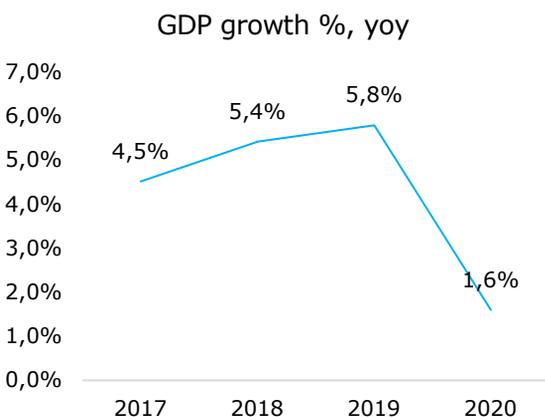
## Перспективы роста

### Ускоренная приватизация и реформирование.

Уже в 2021 году, Президент Мирзиёев поручил правительству ускорить приватизацию крупнейших государственных предприятий в рамках широкого пакета экономических реформ. Государство опубликовало план приватизации 30 государственных предприятий к апрелю 2021 и планирует продать контрольные пакеты акций некоторых крупнейших банков страны к 2023. Поправки в налоговый кодекс, направленные на снижение ставок во времена повышения государственных доходов, также должны ускорить экономический рост.

### «Зелёная революция».

Возобновляемая энергия является приоритетом для государства при президенте Мирзиёеве, который направил миллиарды долларов на развитие солнечных, ветряных и гидроэлектростанций. Цель Узбекистана – снизить углеродные выбросы до нуля к 2050, и его зелёная революция поддерживается ЕБРР и другими международными финансовыми организациями, которые уже одолжили сотни миллионов долларов на проекты в области возобновляемой энергетики.



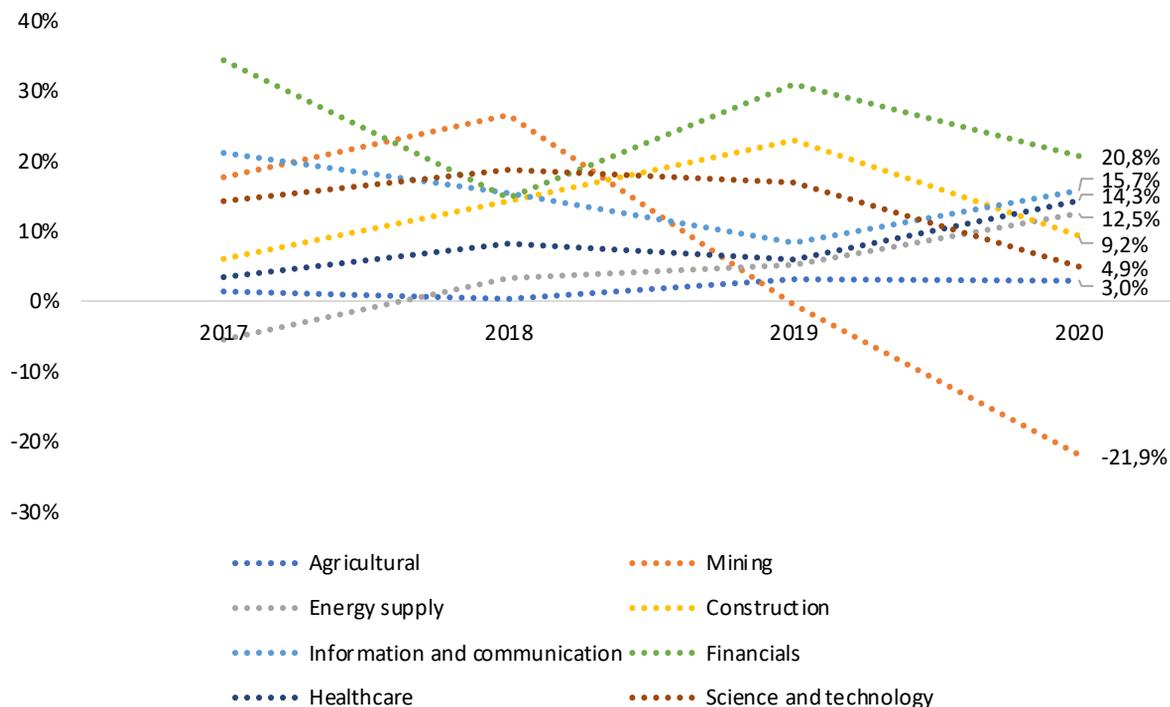
Source: State Statistics Committee of Uzbekistan

**Сектора роста.** Большая часть недавнего экономического роста Узбекистана была обусловлена жилищным и строительным бумом, и строительный сектор показывает впечатляющий CAGR (совокупный среднегодовой темп роста) в 35% в 2017-2020 годах. Финансовый сектор, исторически слабо развитый, но который будет играть ключевую роль в экономическом росте Узбекистана в течение следующей декады, вырос на 30.9% в 2019 и 20.8% в 2020 годах. Банковский сектор также готов к расширению, так как многие государственные банки будут приватизированы и перейдут на коммерческую бизнес модель. Аграрный сектор, показавший скромный рост на 3% в 2019 и 2020 годах, является инвестиционным приоритетом для государства.

### Иностранные инвестиции.

Недавно Узбекистан стал привлекательным местом для иностранных инвестиций, и был зафиксирован приток \$7 миллиардов в страну в виде ПИИ и кредитов в 2020 году. Во главе с Россией, Китаем, Турцией, иностранные инвесторы проявляют особый интерес к электротехнике, строительным материалам, ИТС, пищевой и химической промышленности. Кроме того, глобальная гонка за более высокой доходностью привела к тому, что инвестиционный капитал перетёк на развивающиеся рынки, и за первые три недели 2021 года более \$17 миллиардов долларов поступило в активы таковых.

GDP growth % by sector, yoy



Source: State Statistics Committee of Uzbekistan

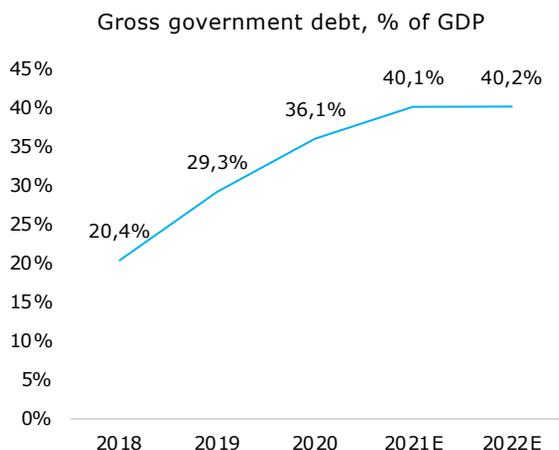
## Риски и препятствия

**Усиление вируса.** Дальнейшие глобальные вспышки COVID негативно скажутся на экономических перспективах Узбекистана, нарушив торговлю, ещё больше повредив туристическую индустрию и заставив правительство увеличить траты и займы.

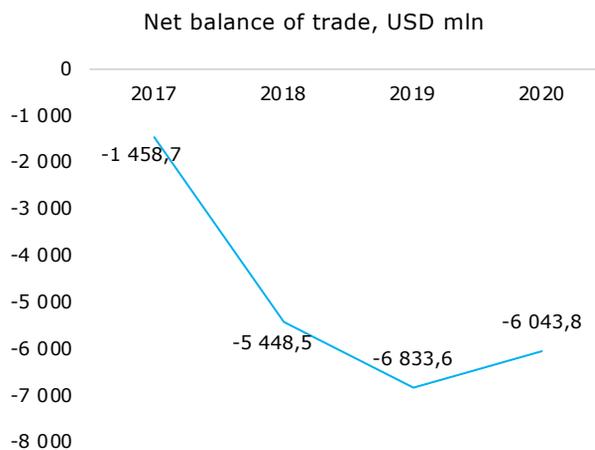
**Внешний долг.** В связи с пандемией значительно выросли внешние государственные заимствования. В июне 2020 года S&P понизило прогноз суверенного кредитного рейтинга Узбекистана со «стабильного» до «негативного» из-за роста уровня бюджетного и внешнего долга. Большая часть государственного долга находится в иностранной валюте.

**Торговые риски.** Дефицит торгового баланса Узбекистана растет даже в условиях COVID. Вирус оказал серьезное влияние на торговлю: например, стоимость китайского импорта из Узбекистана в 2020 году, в первую очередь сырья, упала более чем на 30%, в то время как китайский импорт в целом сократился всего на 1%.

**Инфляция.** В февральском обзоре денежно-кредитной политики 2021 года Центральный банк определил рост инфляции в ценах на продовольственные товары как возможный краткосрочный риск. В то время как общая инфляция в 2020 году составила всего 11,1%, инфляция на продовольственные товары оказалась выше и составила 15,3%. В качестве возможных усугубляющих факторов риска ЦБУ называет протекционистскую торговую политику и повышенные инфляционные ожидания.



Source: IMF



Source: State Statistics Committee of Uzbekistan

## Инфляция

С тех пор как правительство произвело девальвацию сума на 50% и прекратило режим двойного обменного курса в 2017 году, уровень инфляции в Узбекистане остался двузначным, достигнув 20% в 2018 году. Однако, несмотря на резкий скачок в разгар пандемии летом 2020 года, темпы инфляции падают и, как ожидается, будут снижаться еще больше в течение следующих пяти лет.

Центральный банк Узбекистана снизил ставку дважды в 2020 году, с 16% до 14%, и дальнейшее снижение ожидается в 2021 и 2022 годах. ЦБУ объявил, что попытается снизить ставку до 10% к концу 2021 года.

ЦБУ также объявил, что он стремится к установлению инфляции на уровне 5% к 2023 году, следуя за коллегами из СНГ, такими как Россия, Кыргызстан и Казахстан, которые нацелились на инфляцию в 5%.

Устойчивое снижение темпов инфляции простимулирует экономический рост, особенно среди домашних хозяйств и малого и среднего бизнеса, стимулировать сбережения и инвестиции, а также поможет Узбекистану сохранить международную конкурентоспособность.

### Inflation forecasts, yoy

	2021E	2022E	2023E
IMF	9.3%	6.1%	4.9%
Asia Development Bank	10.0%		
Societe Generale	10.7%	7.7%	
Macro-Advisory	10.0%	8.0%	
Trading Economics	10.0%	10.0%	
<b>Average</b>	<b>10.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>4.9%</b>



Source: Central Bank of Uzbekistan

## Валюта

Хоть узбекский сум и обесценился на 9% к доллару США за 2020 год, он показал лучшие результаты, чем соседние валюты, такие как российский рубль и казахстанский тенге.

Дни высокой девальвации сума, потерявшего 60% к доллару в 2018, уже прошли. Большинство аналитиков прогнозируют меньшее падение по отношению к доллару в 2021 году.

В декабре индекс MSCI International Emerging Market Currency Index вырос на 2,2% по отношению к доллару, что стало лучшим показателем более чем за два года. С триллионами дополнительных стимулов и продолжающейся покупкой активов ФРС в Соединенных Штатах валюты развивающихся рынков готовы извлечь выгоду из ослабления доллара США.

Узбекское правительство также обозначило, что считает валютную стабильность критически важной для общей экономической трансформации страны и планирует принять меры по увеличению экспорта и сокращению торгового дефицита.

