

Обзор макроэкономической ситуации Узбекистана

I полугодие 2025 год



КЛЮЧЕВЫЕ ВЫВОДЫ - ТРЕНДЫ



Номинальный рост совокупного дохода населения в первом квартале составил **118,5%**, а в реальном выражении – **107,6%**.
Общий объем совокупного дохода на душу населения в январе-марте 2025 года составил **5,9 млн сумов**.



Кредитный риск, быстрый рост кредитования, и зависимость от внешнего финансирования



Прогнозируется **значительный рост** населения в возрасте 20-40 (**digital savvy**) **Поколения Y и Z** требуют новых интерактивных подходов привлечения аудитории (геймификация, персонализация)



Конкуренция со стороны **экосистем и технологических компаний**, что потенциально влечет **повышение стоимости привлечения клиентов**



За январь-май 2025 года **экспорт** достиг **14,82 миллиарда** долларов, продемонстрировав рост на 31,1%. **Импорт** составил **16,49 миллиарда** долларов (+3,7%).



Стремительное развитие IT-экосистемы: Число резидентов IT-парка превысило 2800, экспорт IT-услуг достиг почти 1 миллиарда долларов



Принята **стратегия развития технологий искусственного интеллекта** до 2030 года, на развитие инфраструктуры в этой области выделено **50 миллионов долларов**



01

Общее положение

Стр. 4

02

**Структурные
изменения в
экономике**

Стр. 5-6

03

**Демографическая
динамика**

Стр. 7

04

**Бюджет
Узбекистана**

Стр. 8

05

**Денежно-кредитная
политика**

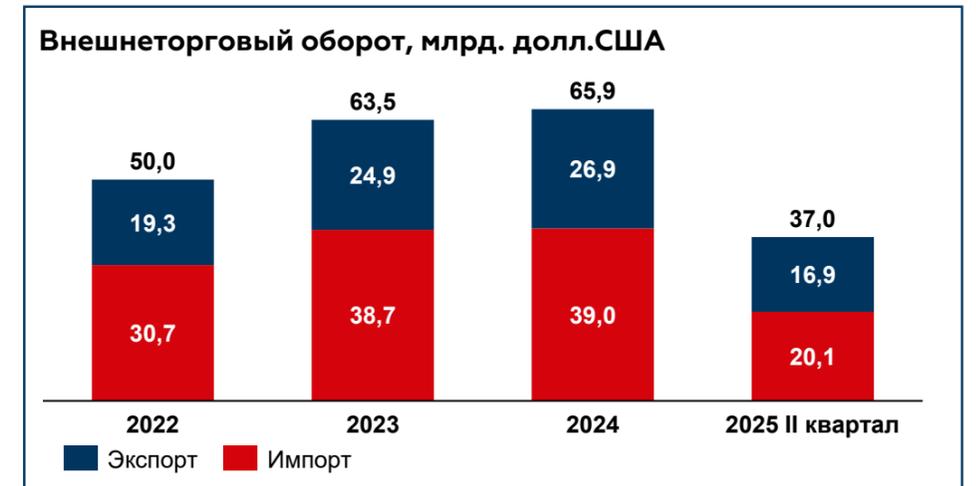
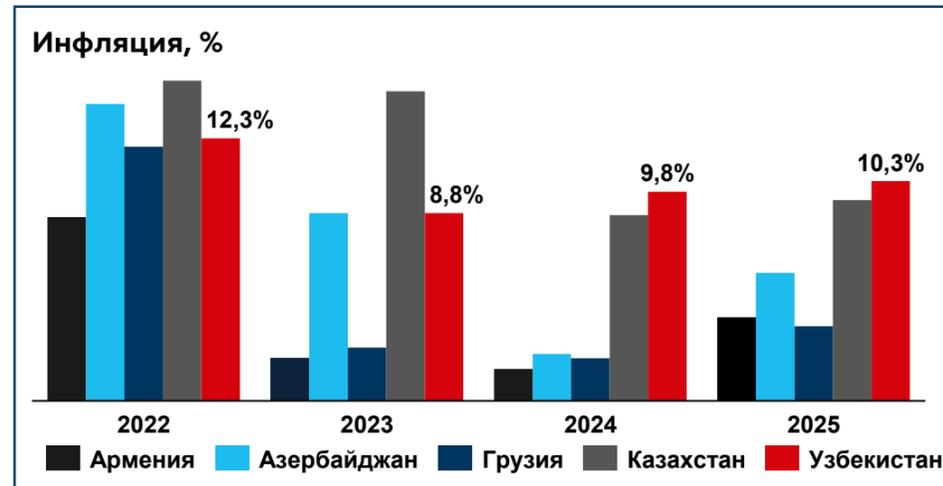
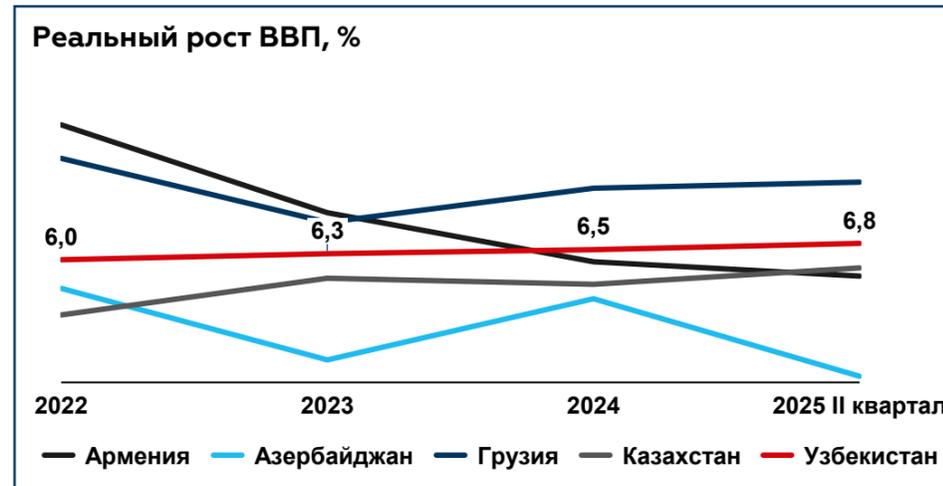
Стр. 9-10

06

Торговый баланс

Стр. 11-12

Экономика расширяется, но инфляционные риски требуют контроля



Экономика Узбекистана демонстрирует высокие темпы роста: ВВП вырос на 6,5% в 2024 г., а в первом полугодии 2025-го – на 7,2% (г/г). Это опережает показатели большинства соседних стран. В то же время инфляция остаётся на повышенных уровнях – около 10% (в мае 2024 г. она достигла 10,6%), что соответствует годовому дефлятору порядка 13%. Данная динамика свидетельствует о сильном внутреннем спросе и масштабных фискальных расходах (благодаря инвестициям и потреблению), но и создаёт существенное инфляционное давление.

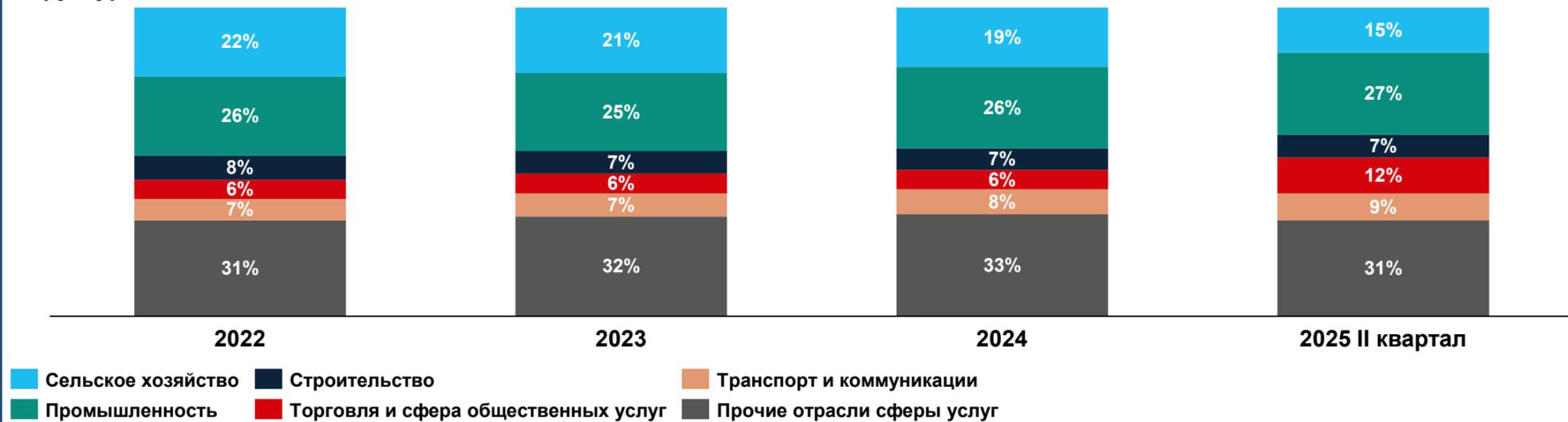
Экономика Узбекистана демонстрирует парадоксальную картину: на фоне высоких темпов роста ВВП (6,5% в 2024 году, 7,2% в первом полугодии 2025 года) страна сталкивается с фундаментальными структурными проблемами, которые угрожают долгосрочной устойчивости развития.

Глобальная конъюнктура создает дополнительные риски для узбекской экономики. Рост протекционистских настроений, усиление торговых ограничений и геополитическая напряженность влияют на цепочки поставок и ценообразование на сырьевые товары. В условиях высокой зависимости от России (77% денежных переводов) и Китая (18,9% внешнеторгового оборота) внешние шоки неизбежно транслируются в узбекскую экономику.

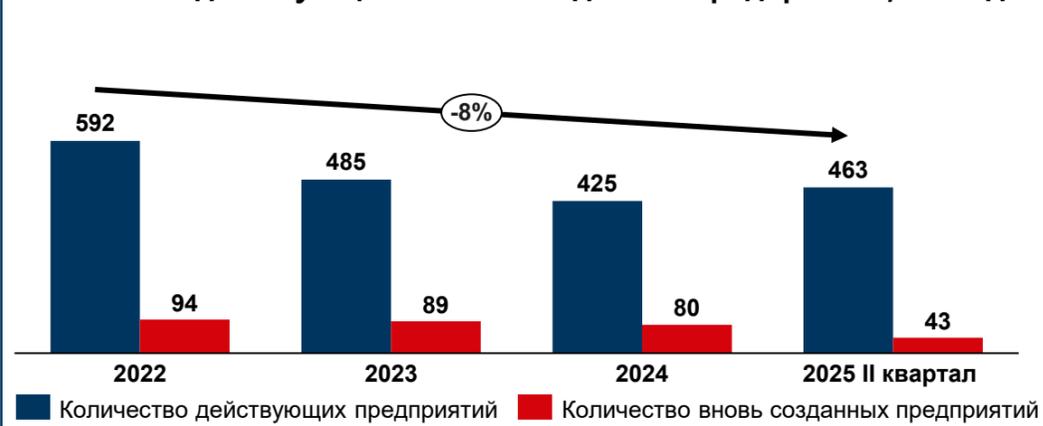
ВВП Узбекистана показывает устойчивый рост: 6% в 2023 году по оценке Всемирного банка, 6,5% по оценке правительства, и ускорение до 7,2% в первом полугодии 2025 года. Однако структура роста вызывает серьезные опасения.

Структурные изменения в экономике

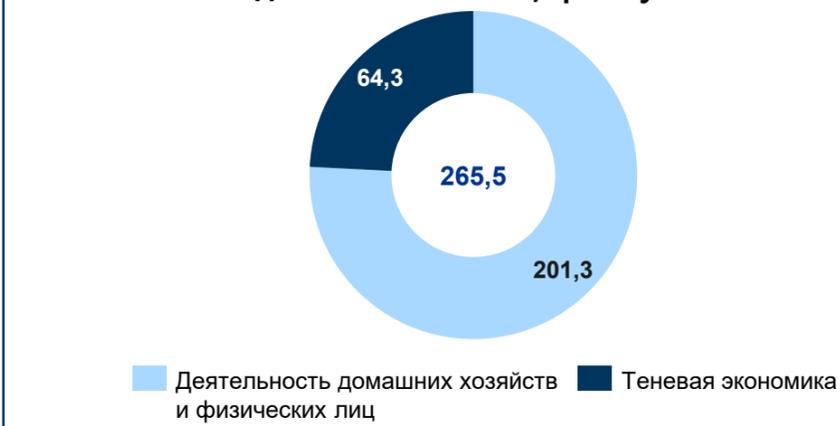
Структура ВВП по видам экономической деятельности, %



Количество действующих и вновь созданных предприятий, тыс. ед.



Объем ненаблюдаемой экономики, трлн сум



Основными драйверами роста выступают сфера услуг (+8,2%, вклад 4 п.п. в рост ВВП), строительство (+10,7%) и промышленность (+6,6%). При этом экономика демонстрирует крайне высокую зависимость от внешних денежных потоков: денежные переводы достигли \$14,8 млрд в 2024 году (+29,8%), что сопоставимо с экспортом без учета золота (\$19,42 млрд).

Структура экономики Узбекистана продолжает меняться: по итогам 1-полугодия 2025 г., сельское хозяйство составляло около 15%, промышленность — 27%, а сфера услуг — свыше 31% ВВП. Доля агросектора постепенно сокращается, а значение обрабатывающей промышленности и услуг растёт. Перспективное развитие поддерживают инвестиции и реформы, способствуя расширению несырьевых направлений, таких как машиностроение, строительство, текстиль.

По итогам января-июня 2025 года валовая добавленная стоимость ненаблюдаемой (деятельности домашних хозяйств и физических лиц и теневой) экономики в Республике Узбекистан составила 265 540,7 млрд сум, а ее доля в валовом внутреннем продукте — 32,9 %.

Источник: Национальный комитет Республики Узбекистан по статистике

Внешняя торговля и доходы

Структура экспорта Узбекистана за I-е полугодие 2025 года, %



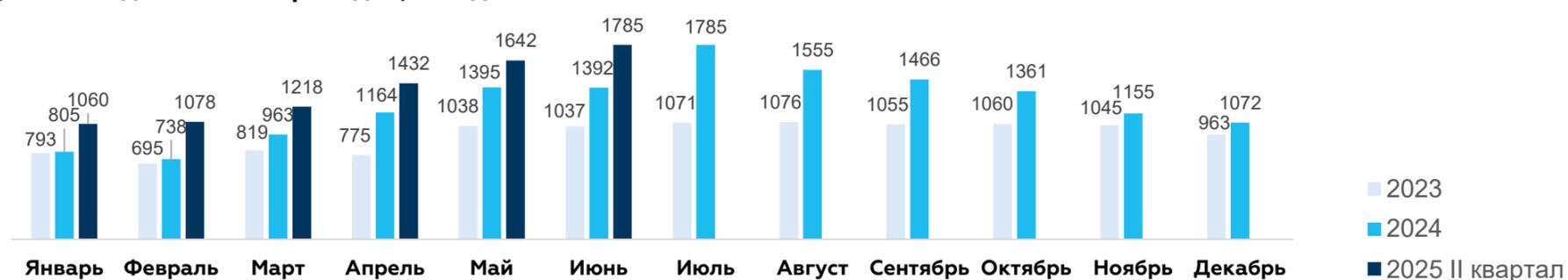
Структура импорта Узбекистана за I-е полугодие 2025 года, %



Экспорт во II квартале 2025 года составил 16,89 млрд, при этом львиная доля (38%) приходится на золото, что подчёркивает его ключевую роль в формировании валютных поступлений. Услуги занимают второе место (24%), демонстрируя значимый вклад в экспортную выручку и отражая рост нематериального сектора экономики.

Импорт в объёме 20,13 млрд имеет более сбалансированную структуру, но наибольшая статья - машины и транспортное оборудование (33%), что отражает высокую зависимость промышленного и инфраструктурного развития от зарубежных поставок.

Динамика денежных переводов, млн долл. США

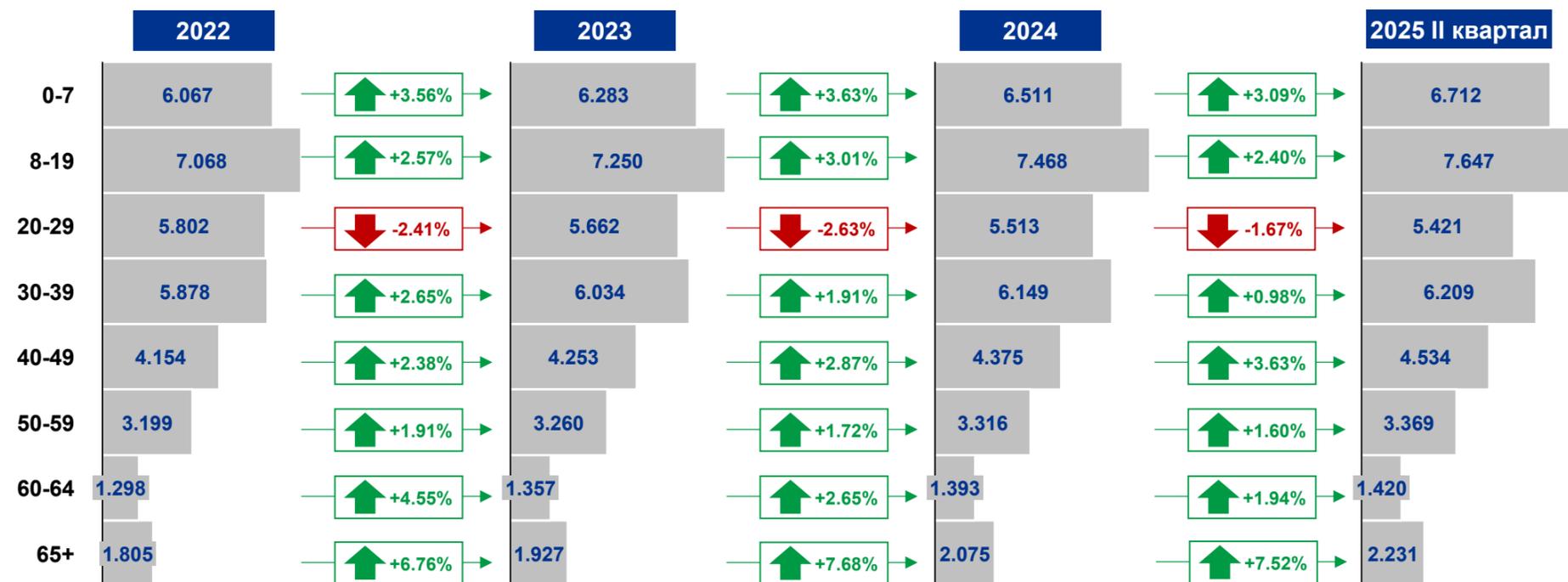


Во II квартале 2025 года объём денежных переводов достиг 8,22 млрд, что на 27% выше, чем в 2024 году, и на 59% выше уровня 2023 года. Рост носит устойчивый характер по всем месяцам периода, при этом наибольшая динамика наблюдается в мае-июне, что может отражать как сезонные факторы, так и увеличение экономической активности трудовых мигрантов.

Переводы становятся всё более значимым источником валютных поступлений, способным частично компенсировать дефицит внешней торговли и поддерживать внутреннее потребление. Для банков устойчивый рост трансграничных переводов открывает возможности расширения продуктов в сфере денежных переводов, цифровых платежей и валютных депозитов, а также развития партнерских программ с международными платёжными системами.

Динамика возрастной структуры, доходов и безработицы в Узбекистане

Динамика распределения по возрасту, тыс. чел. и %



Реальные доходы населения, трлн. сум



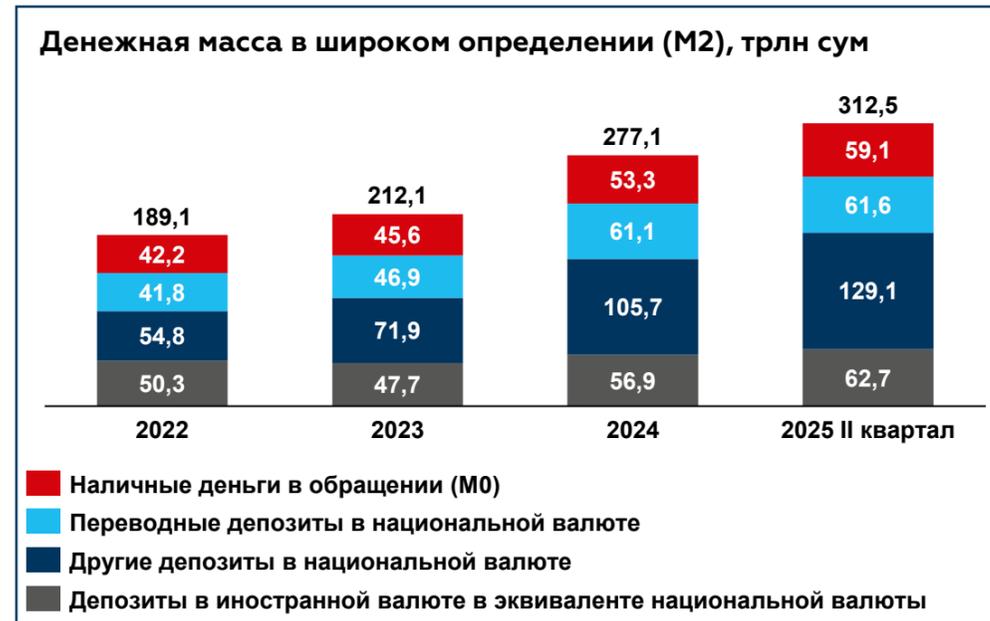
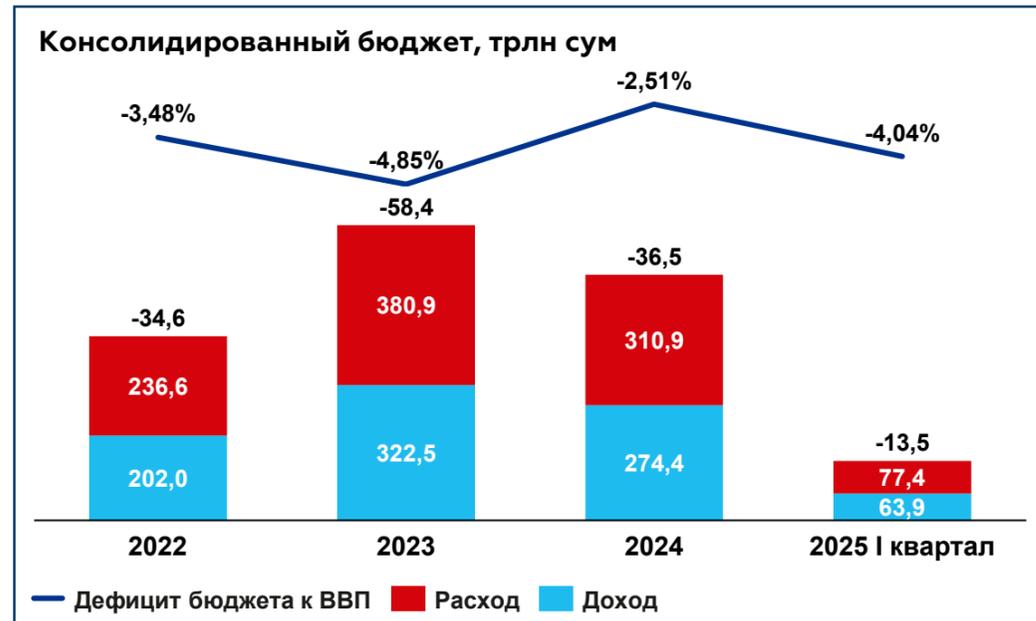
Количество безработных, тыс. человек



Численность населения продолжает быстро расти ($\approx 2,1\%$ в год), причём доля молодёжи остаётся высокой. В последние годы реальные доходы семей повышались на 8–10% ежегодно, что заметно улучшает уровень жизни. Безработица уменьшается: с 9% (2022) до 5,1% (2025 II-е полугодие), бедность также идёт на спад. Основные драйверы — рост зарплат и занятости.

Увеличение населения требует расширения профессионального образования и создания рабочих мест: ежегодно нужно обеспечивать 300–400 тыс. новых вакансий. Государство должно инвестировать в инфраструктуру и образование, а бизнес получает выгоду от растущего спроса и обширной рабочей силы.

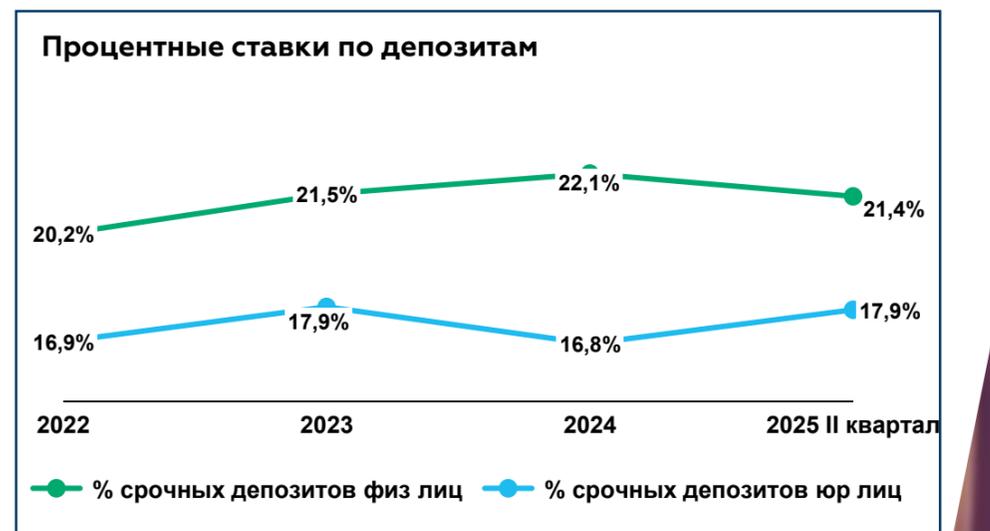
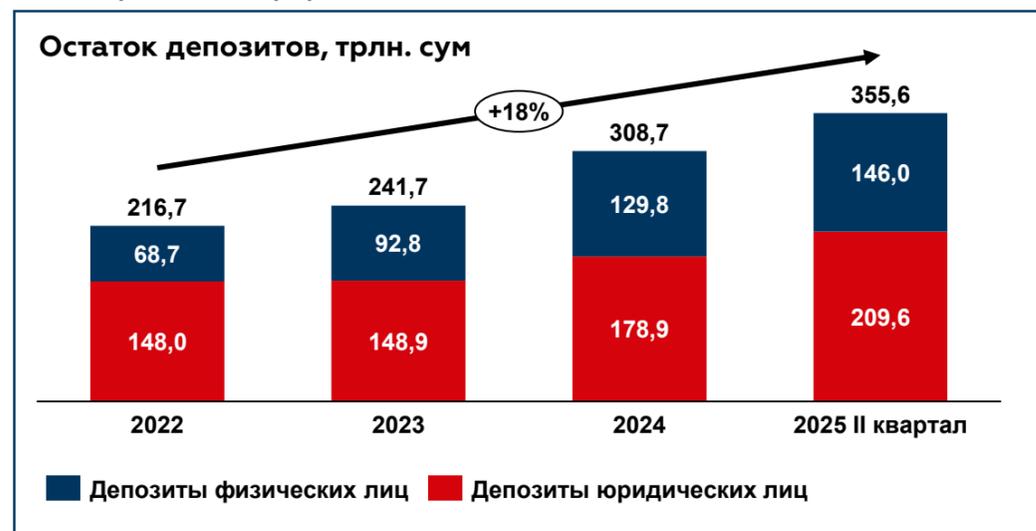
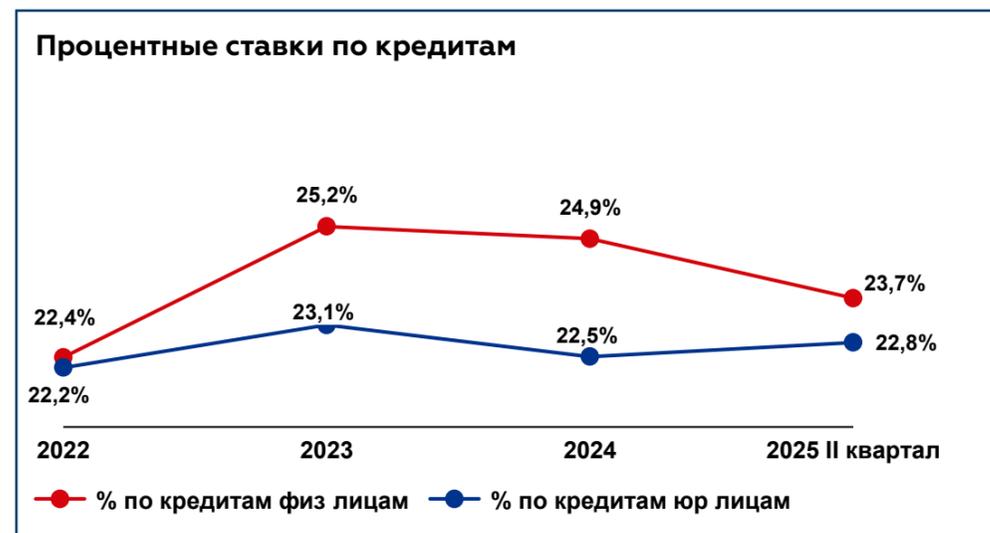
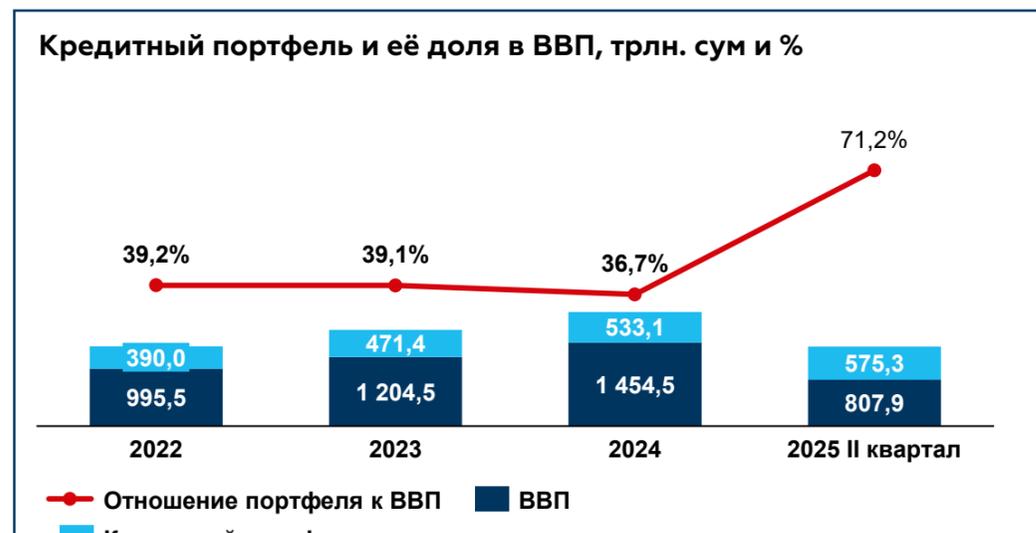
Бюджет, инфляция и инвестиции: ключевые тенденции 2025 года



Фискальная динамика Узбекистана отражает переход к более активной бюджетной политике, направленной на поддержку экономической трансформации. Доходы бюджета выросли с 42 трлн сумов в 2022 году до 64 трлн в 2025 году (+52%), что обеспечено расширением налоговой базы, ростом деловой активности. Однако расходы увеличиваются быстрее - с 43 до 77 трлн сумов (+79%), что обусловлено масштабными инвестициями, социальной поддержкой и реформами. В результате дефицит бюджета достиг пика в 2024 году (-8,2% ВВП) и снизился до -4,0% в 2025 году.

В последние годы экономика демонстрирует умеренное замедление инфляционных процессов после пика в 2022 году. Валютный рынок стабилизировался: темпы девальвации заметно снизились в 2025 году после резких колебаний в предыдущие периоды. Текущая траектория открывает окно для усиления ценовой стабильности и укрепления доверия инвесторов, при условии сохранения дисциплины в макроэкономической политике.

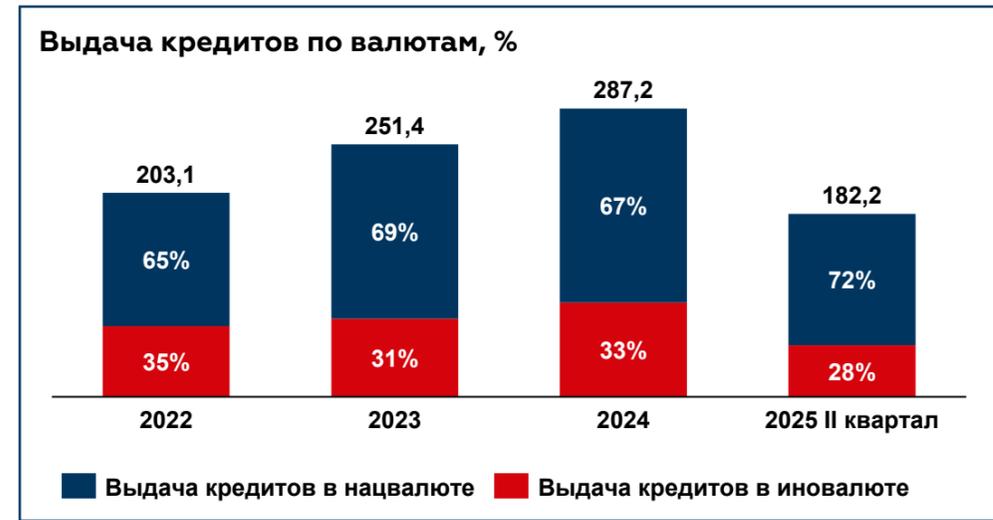
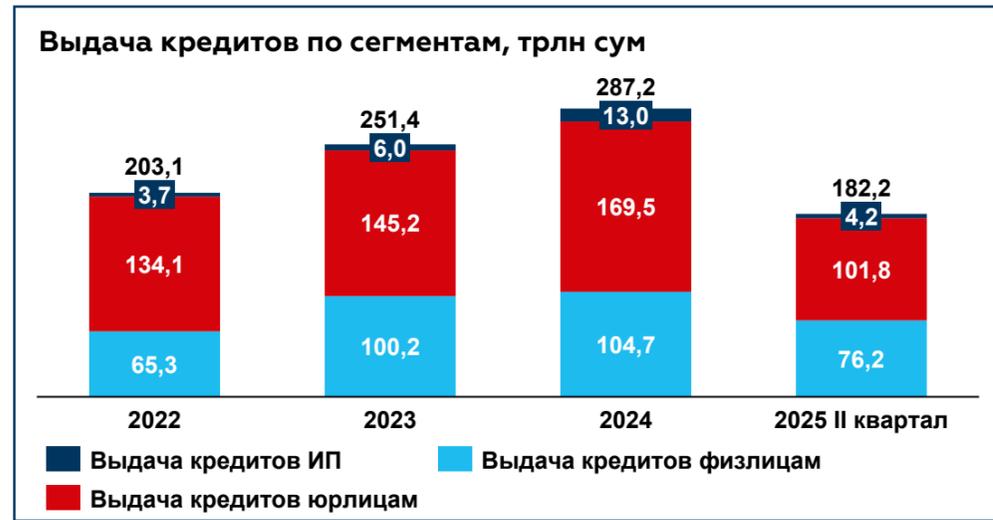
Финансирование экономики: расширение депозитной базы и замедление кредитной роли



Банковская система Узбекистана демонстрирует динамичное развитие с рекордными показателями роста во всех ключевых сегментах. Совокупный кредитный портфель достиг 575,2 трлн сум, продолжая расти двузначными темпами, при этом наибольший прирост наблюдается в сегменте кредитования физических лиц (+22% г/г). Депозитная база банковской системы показывает столь же впечатляющие результаты. Совокупный объем депозитов составил 355,6 трлн сум (+34% г/г), демонстрируя не только восстановление после более умеренного роста в 2023 году, но и явное ускорение накопления средств. Депозиты юридических лиц формируют 59% от общего объема (209,6 трлн сум), при этом их структура смещается в сторону срочных вкладов (+28% г/г). Депозиты физических лиц достигли 146,0 трлн сум (+39% г/г), где доминирует рост срочных вкладов (+45% г/г), что указывает на склонность населения к долгосрочному размещению средств.

Банковский сектор стоит перед рядом вызовов и возможностей. С положительной стороны наблюдается рост доверия к банковской системе и национальной валюте, снижение долларизации экономики и расширение доступности кредитования. Однако рекордные темпы роста требуют усиленного риск-менеджмента, контроля долговой нагрузки населения, управления процентной маржой при росте стоимости фондирования и поддержания качества кредитного портфеля. Приоритетными направлениями остаются развитие долгосрочных продуктов в национальной валюте, сбалансированное расширение ипотечного сегмента и активное управление кредитными рисками в условиях ускоренного роста портфеля.

Кредиты и риски: две стороны одного портфеля



Объём банковского кредитного портфеля вырос с 995,5 трлн сум в 2022 г. до 1454,5 трлн в 2024 г., превысив четверть ВВП (доля кредитов в ВВП – порядка 20% в 2022–2023 гг., увеличилась до 22,5% к II кв. 2025). По последним данным, рост кредитования остаётся на уровне около 25–30% в год. Основную массу дают кредиты корпоративным и малым предприятиям (риски 25–30%), тогда как население привлекает менее 15% из-за низкой кредитоспособности. При этом только 29–35% портфеля в иностранной валюте (остальное – в суммах), что снижает валютные риски банков. Уровень проблемных кредитов остаётся низким: на конец 2024 г. доля NPL составляла около 4,0% (против 3,5% годом ранее). Это подтверждает устойчивость банковской системы – кредитная активность расширяется «с управляемым риском». Тем не менее такой стремительный рост кредитования требует осторожности: регулятор регулярно предупреждает банки не расслабляться с оценкой качества активов (в условиях роста инфляции и риска замедления спроса). Для государства продолжающийся рост кредитования – сигнал уверенности банковской системы и возможности расширять проекты инфраструктурных займов. Бизнес получает дешёвый (относительно инфляции) кредит для развития, но должен учитывать быстро меняющиеся процентные ставки. Население в целом остаётся малозаемщиком, однако мелкий бизнес получает доступ к финансированию. Банки активно наращивают портфель и прибыль (при 25+% росте активов), но сохраняют должную осмотрительность: ухудшение макроикон может привести к росту рисков в будущем.

Резервы растут - золото доминирует

Уровень международных резервов – один из ключевых макроиндикаторов, и здесь картина безоблачна. По данным Центробанка Узбекистана, объём официальных резервов вырос с \$34,56 млрд на конец 2023 г. до \$41,18 млрд в конце 2024 г. и достиг примерно \$48,55 млрд в II кв. 2025.

Такой рост (около +18% за год) стал возможен благодаря высокому спросу на золото на мировом рынке (Узбекистан активно наращивает золотые запасы) и быстрому притоку иностранной валюты.

Структура резервов претерпела изменения: значительную долю сейчас занимает золото (на слайде видно ≈\$38,42 млрд золота к II кв. 2025). Это обеспечивает дополнительную защиту от девальвации валюты.

Официальные резервные активы, млн долл. США



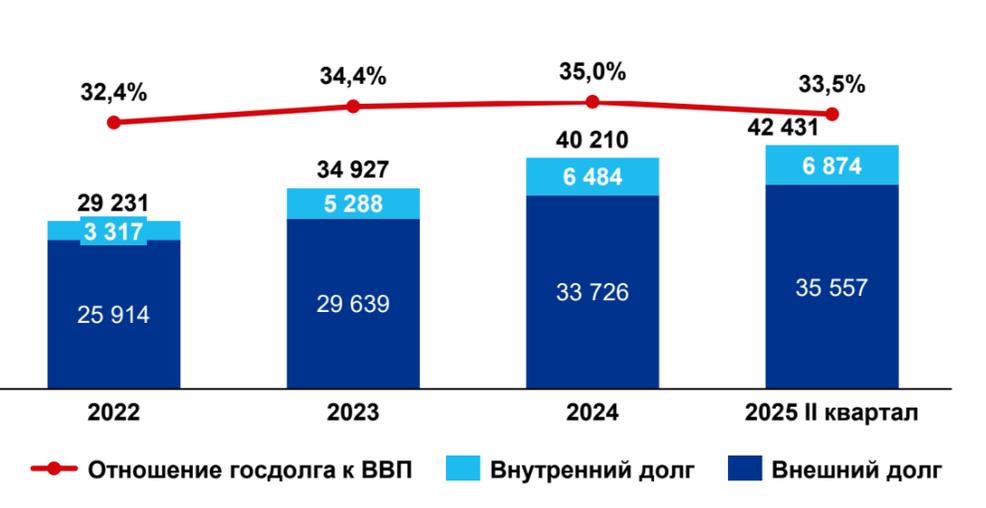
Резервы в конвертируемых ин.валютах, млн долл. США



Оставшаяся часть – доллары и евро на счетах ЦБ, а также позиции в МВФ/БМР (которых немного). Подобная «страховка» позволяет укрепить курс сума и снижает уязвимость экономики к внешним шокам. Государство получает комфортный буфер безопасности: резервы больше нужд бюджета или внешних обязательств, что существенно повышает доверие инвесторов. Бизнес выиграет от стабильного валютного курса (импортёрам легче планировать, экспортёры меньше рискуют); население – от относительной защищённости накоплений (сум не должен резко падать). Банки имеют достаточный ликвидный запас и минимальный риск массового снятия валюты. В целом слайд подчёркивает, что внешнеэкономические риски сводятся к минимуму, и формулирует основной вывод: «Резервы растут – золото доминирует»

Долговая устойчивость - баланс на грани

Структура государственного долга, млн долл. США



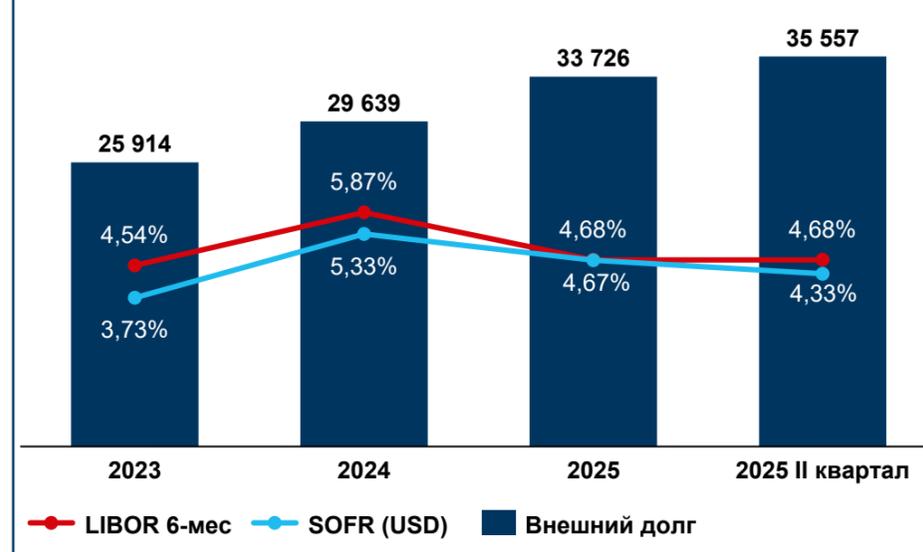
Государственный долг Узбекистана остаётся относительно умеренным. По разным оценкам, объём госдолга (внутреннего + внешнего) вырос с ~\$29,2 млрд (2022) до ~\$40,2 млрд (2024) – то есть примерно с 32,4% ВВП до 35%. Ведущая часть долга – внешняя (~70–80%), внутренний составляет лишь несколько процентов ВВП. Несмотря на рост номинала, долг не выглядит критически крупным: по данным БМР и МВФ, он был на уровне 32% ВВП в 2024 году

Однако есть два «узких» места. Во-первых, рост глобальных ставок (либор/SOFR) делает обслуживание внешнего долга дороже (на слайде указано, что текущие ставки по внешнему долгу – порядка 4–5%).

Учитывая, что основная часть долга – коммерческие займы, при дальнейшей нормализации мировой политики стоимость заимствований может вырасти. Во-вторых, сохраняется зависимость бюджета от внешнего финансирования: даже умеренный дефицит бюджета (3% ВВП) требует новых займов.

Для государства это сигнал внимательно контролировать новые заимствования и отдавать приоритет низкорисковым источникам (гранты, стабильные облигации). Бизнесу же пока ничто не угрожает: долг не высок, значит сохраняется простор для бюджета стимулировать реальный сектор, не «захватывая» кредиты для госсектора. Населению перспектива – вероятный рост налогов лишь при существенном завышении долговых показателей, чего удалось избежать. Банкам выгодно наличие «безопасного» класса активов – гособлигаций – но резкого наращивания долга на внутреннем рынке сейчас не намечается.

Структура государственного долга, млн долл. США



Спасибо за внимание, дорогие читатели!



sqb.uz/ru/contacts

Настоящий документ подготовлен АКБ «Ўзсаноатқурилишбанк» (SQB) исключительно в информационных целях и содержит обобщённое видение рыночной ситуации. Представленная информация не является офертой, обязательством или предложением со стороны SQB вступить в переговоры или заключать какие-либо соглашения с вашей организацией («Компания») на основании настоящей презентации.

Представленные в документе рыночные оценки носят исключительно информационный характер и не должны рассматриваться как официальное предложение или юридически обязывающее обязательство со стороны SQB. Информация, содержащаяся в данном документе, является собственностью SQB. Любое её использование должно сопровождаться обязательной ссылкой на источник.

Прогнозы, оценки и ожидания, содержащиеся в документе, приведены исключительно в иллюстративных целях и не должны служить основанием для принятия инвестиционных или иных решений. SQB не гарантирует достижение указанных прогнозов, оценок или ожиданий и не несёт ответственности за возможные ошибки или упущения в представленных аналитических данных.

