Узбекистан — новые горизонты развития локального долгового рынка

Гульнара ХАЙДАРШИНА,
заместитель начальника департамента анализа рыночной конъюнктуры, Газпромбанк

Мы продолжаем нашу серию обзоров интересных суверенных эмитентов стран СНГ, в долговые инструменты которых можно инвестировать с использованием локальной инфраструктуры. За последние 12 месяцев мы наблюдаем ускоренное развитие локальных долговых рынков отдельных стран СНГ. Сейчас для этого формируются благоприятные условия. Зарубежные и в том числе российские инвесторы находятся в поиске локальных долговых инструментов с привлекательной доходностью. Одним из таких долговых рынков является Узбекистан.

Нефинансовый сектор, формирующий 43% корпоративного сегмента, представлен компаниями сферы медицинских услуг и машиностроения

МИНФИН ВЕДЕТ АКТИВНУЮ РАБОТУ ПО РАЗВИТИЮ ЛОКАЛЬНОГО РЫНКА ГОСДОЛГА

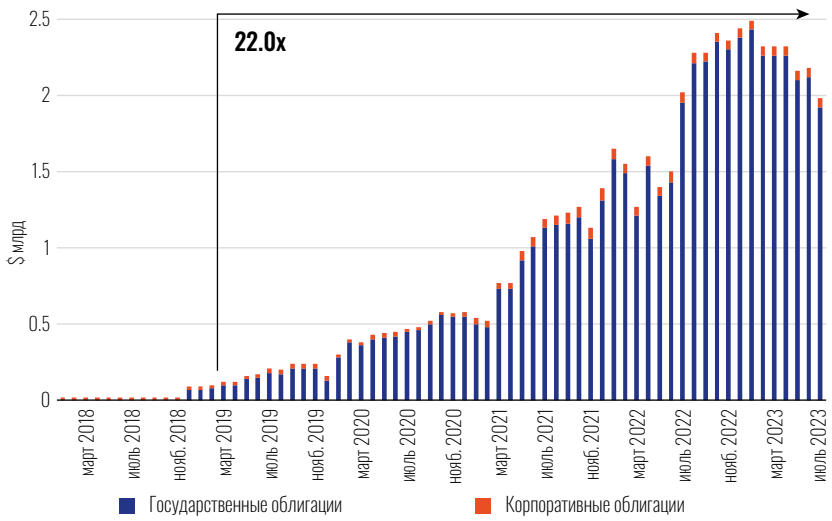
Благодаря мерам по развитию локального долгового рынка его объем с начала 2019 года увеличился в 22 раза и приблизился к $2 млрд в эквиваленте (Рисунок 1). Составляя около 2.5% ВВП, локальный долговой рынок Узбекистана имеет серьезный потенциал для развития. Этому будет способствовать проводимая работа Минфина и ЦБ Узбекистана по развитию вторичного рынка долговых ценных бумаг на действующей биржевой платформе — Узбекской республиканской валютной бирже. Мы также хотели бы отметить важность открытия прямых депозитарных мостов с другими странами СНГ, что позволит серьезно увеличить емкость и ликвидность вторичного долгового рынка.

Основной объем (около 97%) локального долгового рынка Узбекистана сформирован государственными ценными бумагами, что характерно для многих стран СНГ. При этом доля корпоративного долга невелика и не превышает 3%. В корпоративном сегменте сейчас в обращении находятся выпуски облигаций банков и компаний нефинансового сектора сроком от одного до десяти лет общим объемом около $60 млн в эквиваленте. Этот сегмент локального долгового рынка более чем на 50% сформирован банками и лизинговыми компаниями — включая крупные банки Узпромстройбанк и Капиталбанк. Нефинансовый сектор, формирующий 43% корпоративного сегмента, представлен компаниями сферы медицинских услуг и машиностроения. Полагаем, что в среднесрочной перспективе по мере проведения мер по улучшению стандартов финансовой отчетности действующих предприятий и открытия новых производств роль реального сектора экономики в формировании локального долгового рынка Узбекистана серьезно возрастет.

Отметим при этом, что ставка в Узбекистане составляет 14% и является одной

Рисунок 1
С начала 2019 года локальный долговой рынок Узбекистана вырос в 22 раза

Источники: Cbonds.ru, оценки Газпромбанка



из самых высоких в СНГ после Казахстана (16.75 %). Благодаря высокой основной ставке доходность размещаемых гособлигаций в сумах (UZS) остается привлекательной. Например, как видно на Рисунке 2, по размещенному в начале августа однолетнему выпуску в UZS доходность составила 17.9 %, а по пятилетнему — 18.1 %. Полагаем, что консервативная монетарная политика узбекского центробанка (ЦБ РУ) позволит поддерживать интерес инвесторов к инструментам в UZS и в будущем.

СТАВКИ ОСТАНУТСЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМИ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

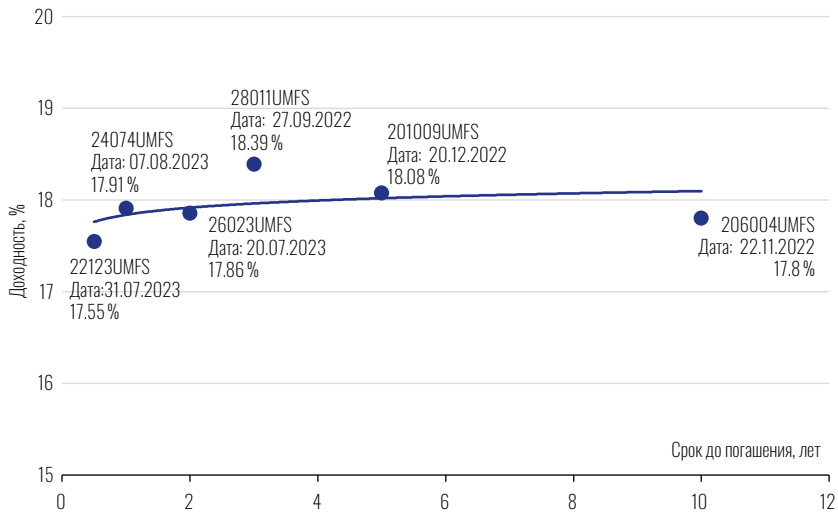
Узбекский центробанк традиционно придерживается консервативной монетарной политики и поддерживает высокую реальную ставку. По нашим оценкам, в 2021–2023 годах средняя реальная ставка в Узбекистане составила 3.8 % и была одной из самых высоких в СНГ. На начало августа этот показатель составлял 5.1 % и позволял поддерживать привлекательность долговых инструментов в узбекских сумах.

По итогам предыдущего, июльского заседания узбекский центробанк сохранил ставку на уровне 14 %, несмотря на замедление инфляции, и дал сигнал о намерении поддерживать высокую реальную ставку для поддержки привлекательности активов в UZS. Полагаем, этот подход сохранится и в среднесрочной перспективе. На горизонте до конца года мы ожидаем двух понижений ставки по 100 б. п. до 12 % (Рисунок 3). При этом инфляция может замедлиться до отметок ниже прогнозного диапазона ЦБ РУ в 8.5–9.5 % и составит, по нашим оценкам, 8.3 % г/г. В следующем году, при отсутствии новых ценовых шоков, инфляция может замедлиться до уровней, близких к 6.5 % г/г. Это позволит ЦБ РУ дополнительно снизить ставку на 200 б. п. до 10 % и при этом придерживаться подхода с поддержанием высокой реальной ставки на уровне не менее 3 %. Таким образом, ставка в Узбекистане сохранит привлекательность в среднесрочной перспективе.

Отметим также, что высокая реальная ставка не только поддерживает интерес инвесторов к локальному долгу

Рисунок 2
Доходности гособлигаций в UZS на первичном рынке остаются привлекательными

Источники: Минфин, Cbonds.ru



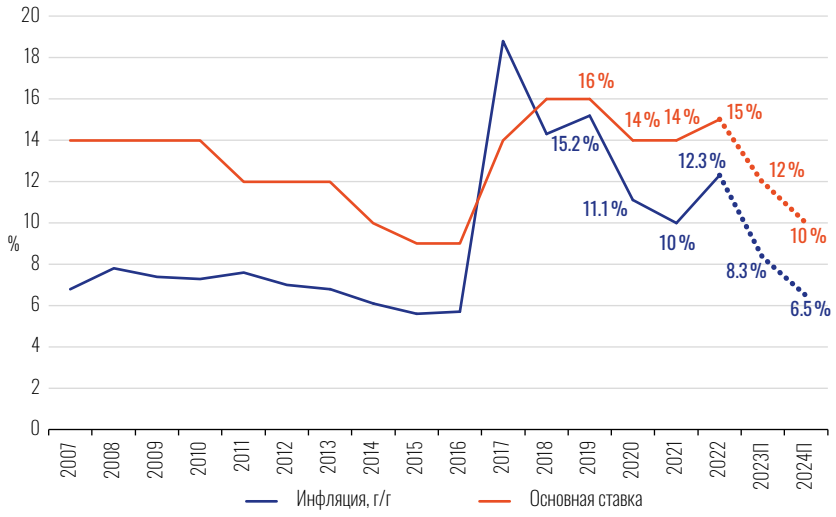


Рисунок 3
ЦБ Узбекистана продолжит поддерживать высокую реальную ставку

Источники: Статкомитет Узбекистана, ЦБ РУ, оценки Газпромбанка

Узбекский центробанк традиционно придерживается консервативной монетарной политики и поддерживает высокую реальную ставку

Узбекистана, но и способствует снижению долларизации депозитов. Это является одним из факторов поддержки суверенных рейтингов Узбекистана. Напомним, что ведущие международные рейтинговые агентства отмечают повышенную долларизацию как один из факторов потенциального давления на суверенные рейтинги.

МИНФИН РАБОТАЕТ НАД ОГРАНИЧЕНИЕМ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Минфин Узбекистана сейчас решает двойную задачу — развитие локального долгового рынка и параллельная нормализация долговой нагрузки. После периода активных заимствований с целью борьбы с последствиями пандемии долговая нагрузка Узбекистана развернулась к снижению. Перед Минфином стоит задача нормализовать объемы привлечения госдолга, который в среднесрочной перспективе должен быть частично замещен иностранными инвестициями. Кроме того, с целью минимизации валютных рисков планируется нарастить долю госдолга в национальной валюте.

По состоянию на 1 января (последние доступные данные), госдолг Узбекистана с учетом госгарантий составил $29.2 млрд, или 36.3 % ВВП. Отметим, что такой уровень долговой нагрузки был ниже ожидаемых нами 37.8 % ВВП и прогнозов рейтинговых агентств. Более того, этот показатель сократился на 3.1 п. п. ВВП по сравнению с кризисным 2020 годом, когда наблюдался пик долговой нагрузки.

Продолжается работа над оптимизацией системы управления долгом. Минфином был установлен потолок госдолга на уровне 60 % ВВП, который к 2030 году планируется понизить до 50 % ВВП. Чтобы ограничить рост госдолга, министерство придерживается консервативного подхода к новым заимствованиям.

Проведенный нами стресс-тест на 2023 год показал, что даже в случае чистого привлечения внешнего госдолга в запланированном объеме $2.7 млрд и ослабления UZS к доллару на 20 %, соотношение госдолга к ВВП Узбекистана не превысит 45 % и будет значительно ниже порогового значения Минфина в 60 % ВВП. При этом достижение такого уровня маловероятно даже в условиях серьезного обострения внешних рисков, учитывая восстановление экономики (и снижение необходимости в господдержке) и сохранение баланса на валютном рынке Узбекистана благодаря росту экспорта и высокому притоку денежных переводов. Отметим, что новые заимствования Минфина Узбекистана представлены наряду с размещением внутреннего долга в UZS, а также льготными кредитами международных финансовых организаций с привлекательными ставками и длинными сроками. Это позволяет серьезно снизить валютные риски и риски рефинансирования.

Учитывая значительно меньший, чем ожидалось, уровень долговой нагрузки в прошедшем году и сдержанные планы заимствований в текущем, соотношение госдолга к ВВП в 2023 году будет сохраняться на уровнях ниже 40 % ВВП. Такие значения заметно меньше уровня 52–55 % для суверенных эмитентов рейтинговой группы «BB/Ba» и поддержат рейтинги Узбекистана.

СТРАТЕГИЯ-2030 ПОВЫСИТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИСТОРИИ УЗБЕКИСТАНА

Самые интересные истории роста в СНГ совпадают с теми, где мы видим развитие локального долгового рынка. Эти страны действительно серьезно работают над своей инвестиционной привлекательностью.

Понятно, что многие страны — прежде всего, Армения и Казахстан — выиграли от притока туристов и зарубежных специалистов. Это способствует притоку капитала в страны и росту внутреннего спроса, вслед за которым ускоряется и рост. Тем не менее многие страны СНГ продолжают активный курс реформ. К таким странам относится Узбекистан.

Начиная с 2017 года Узбекистан общается с инвесторами языком среднесрочных стратегий, где четко и наглядно показаны основные направления развития экономики. Первые результаты реформ в рамках пятилетней Стратегии до 2022 года уже прошли проверку на прочность в условиях пандемии. На смену успешно реализованной Стратегии 2017–2022 пришли Стратегия 2022–2026 и Стратегия-2030, которая находится в стадии обсуждения и была подготовлена после внеочередных президентских выборов в июле. Напомним, что по итогам выборов действующий президент был переизбран на семь лет. Таким образом, для инвесторов формируется четкая и понятная повестка реформ как минимум до 2030 года.

Стратегия-2030 ставит амбициозную задачу по удвоению объема ВВП до $160 млрд и предусматривает выделение инвестиций в объеме, эквивалентном $252.2 млрд. Это, по нашим оценкам, составляет около 40% ВВП ежегодно в течение семи лет. При этом 44% общего объема инвестиций предполагается привлечь из зарубежных источников, 16% — по программам ГЧП. Такой объем инвестиций потребует более активного развития локального рынка капитала, что таже предусмотрено в Стратегии. К 2030 году предполагается рост объема рынка ценных бумаг до $10 млрд и либерализация движения капитала для привлечения иностранного капитала. Это даст серьезный импульс для развития локального долгового рынка Узбекистана.

Отметим также, что важными драйверами роста экономики в среднесрочной перспективе будут строительство и развитие высокотехнологичного сектора. Это не только создание производственных комплексов и социальных объектов, но и масштабные инфраструктурные проекты, включая объекты зеленой энергетики. На горизонте до 2030 года в модернизацию энергосистемы Узбекистана планируется инвестировать около $70 млрд. Кроме того, предполагается активное развитие IT-отрасли с увеличением в 50 раз объема экспорта IT-услуг до $5 млрд с трудоустройством внутри страны 300 тысяч молодых высококвалифицированных сотрудников. При таком сценарии доля IT-услуг в экспорте возрастет до 11%, даже с учетом ожидаемого роста экспорта более чем в 2 раза, и будут созданы рабочие места примерно для 5% молодых специалистов (Рисунок 4).

Эти направления развития будут способствовать диверсификации экономики и росту привлекательности инвестиционной истории Узбекистана среди зарубежных инвесторов.

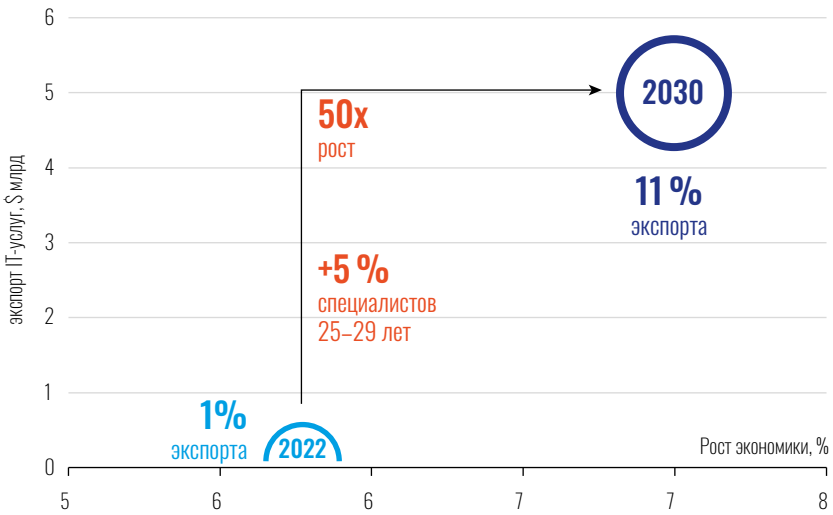
Помимо обозначенных в Стратегии-2030 драйверов, рост экономики продолжит поддерживаться высокой деловой и потребительской активностью, в том числе благодаря притоку туристов. Это будет также способствовать росту внутреннего спроса на потребительские товары и услуги (в том числе финансовые). Мы ожидаем, что в этом году при поддержке сильного внутреннего спроса рост экономики составит порядка 5.8% и превысит допандемийные уровни (Рисунок 5). В следующем году, если темпы реализации инициатив, предусмотренных стратегическими целями, наберут обороты, рост экономики может ускориться до 6.5%

Многие ключевые для суверенных рейтингов показатели экономики Узбекистана опережают прогнозы рейтинговых агентств

Рисунок 4
Развитие IT-отрасли будет диверсифицировать экспорт и привлекать молодых специалистов

Источники: Статкомитет Узбекистана, открытые источники, оценки Газпромбанка

* Размер «пузырька» соответствует объему ВВП Узбекистана.



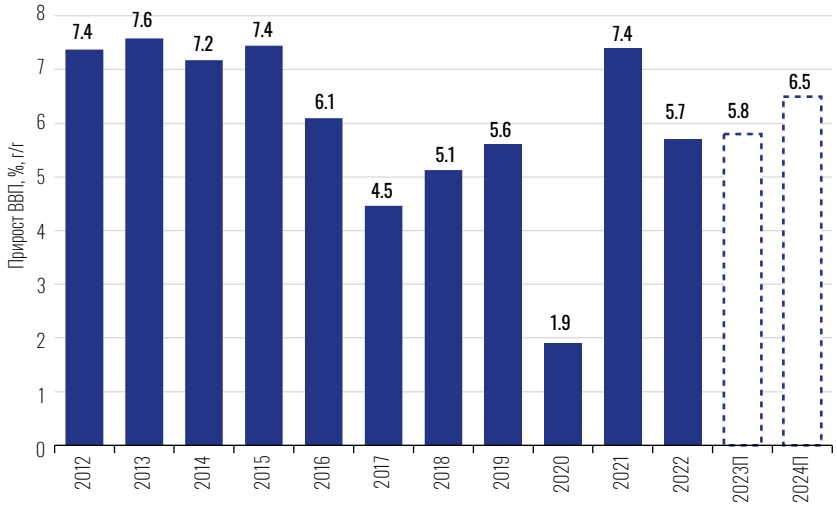


Рисунок 5
Рост экономики Узбекистана ускорится благодаря внутреннему спросу и реформам

Источники: Статкомитет Узбекистана, оценки Газпромбанка

и остаться одним из самых высоких в СНГ. В долгосрочной перспективе, при успешной реализации Стратегии-2030, рост экономики будет сохраняться в диапазоне 6–7 %.

ПЕРСПЕКТИВЫ ПОВЫШЕНИЯ РЕЙТИНГОВ И РАЗВИТИЯ ЛОКАЛЬНОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА ВЗАИМОСВЯЗАНЫ

Многие ключевые для суверенных рейтингов показатели экономики Узбекистана опережают прогнозы рейтинговых агентств. Например, Fitch ожидает роста ВВП в среднем на 5.4 % в 2023–2024 годах, что существенно ниже нашего прогноза. Это касается и долговой нагрузки, которую отдельные агентства прогнозируют на уровне выше 40 % ВВП. Вместе с тем в экономике Узбекистана формируются новые факторы, которые будут способствовать повышению суверенных рейтингов в среднесрочной перспективе. Ранее эти тенденции были обозначены ведущими агентствами лишь как потенциальные факторы позитивных рейтинговых действий, но сейчас мы уже видим их проявление. На Рисунке 6 мы систематизировали эти факторы, и все они либо уже выполняются, либо могут сформироваться в среднесрочной перспективе.

Для всех ведущих рейтинговых агентств первоочередным фактором повышения рейтинга являются активные реформы, результаты которых мы уже наблюдаем на практике. Кроме того, реализация среднесрочных стратегий, о которых мы упоминали выше, позволит диверсифицировать экспорт, повысить конкурентоспособность экономики и сделать ее более открытой. Диверсификация экономики за счет новых производств, строительства и транспорта также является одним из факторов позитивных рейтинговых действий, ранее обозначенных агентствами.

Отметим, что агентство Moody's подчеркивает важность мобилизации внутренних источников финансирования и снижение зависимости от внешнего долга. А это уже требует развития локального долгового рынка. Таким образом, перспективы повышения суверенных рейтингов Узбекистана и развития локального долгового рынка тесно взаимосвязаны.

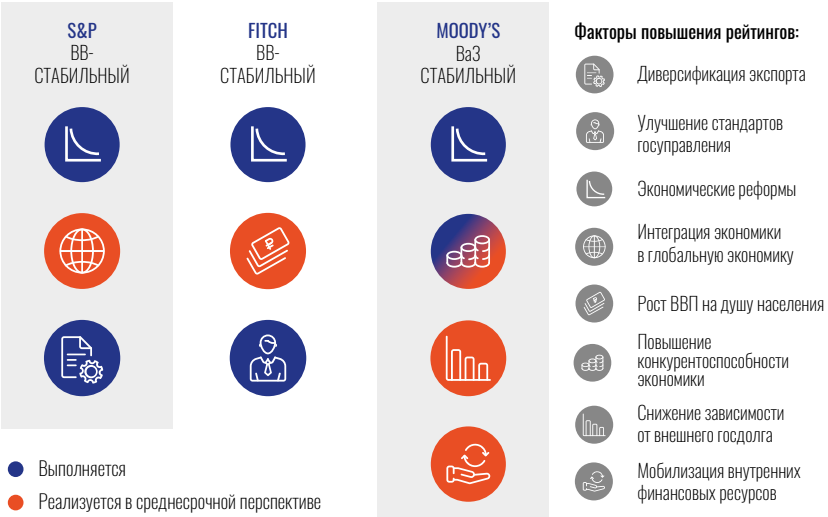


Рисунок 6
Факторы повышения суверенных рейтингов уже выполняются

Источники: S&P, Fitch, Moody's, Газпромбанк