

Usbekistan: Der Frontier Market, der sein Potenzial erst freisetzt

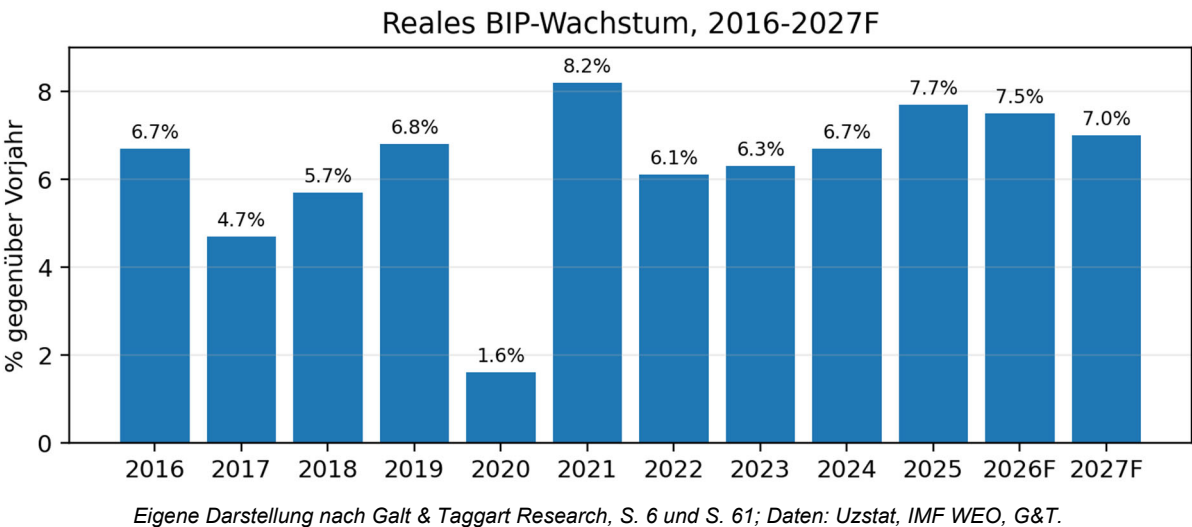
Warum hohes Wachstum und Privatisierung überzeugen - und Goldabhängigkeit, Staatsbanken sowie geringe Liquidität zentrale Risiken bleiben

Grundlage: Galt & Taggart Research, „Uzbekistan - Still Unlocking its Potential“, 30. Juli 2026, 63 Seiten. Die Grafiken in diesem Beitrag wurden anhand der im Bericht veröffentlichten Daten neu erstellt; Originalgrafiken wurden nicht übernommen.

Usbekistan gehört zu den wenigen grossen Frontier Markets, bei denen die Investmentstory nicht auf einer neu entdeckten Rohstoffquelle oder einem kurzfristigen Preiszyklus beruht. Der Kern der Geschichte ist vielmehr die schrittweise Aufhebung jener Beschränkungen, mit denen der Staat das eigene Wachstum jahrzehntelang gebremst hatte. Seit der Freigabe des Wechselkurses und der Beseitigung der Devisenkontrollen im Jahr 2017 hat sich das Land von einer weitgehend abgeschotteten Planwirtschaft zu einer zunehmend offenen Marktwirtschaft entwickelt.

Die Bilanz ist eindrucksvoll: Das reale Bruttoinlandsprodukt wuchs seit 2010 im Durchschnitt um rund 6,6 Prozent pro Jahr, ohne ein einziges Rezessionsjahr. 2025 beschleunigte sich das Wachstum auf 7,7 Prozent. Galt & Taggart erwartet 7,5 Prozent für 2026 und 7,0 Prozent für 2027. Selbst während der Pandemie blieb die Wirtschaft 2020 mit 1,6 Prozent im Plus. Die grossen Ratingagenturen stufen Usbekistan inzwischen mit BB beziehungsweise Ba2 ein - noch zwei Stufen unter Investment Grade, aber deutlich besser als zu Beginn des Reformprozesses.

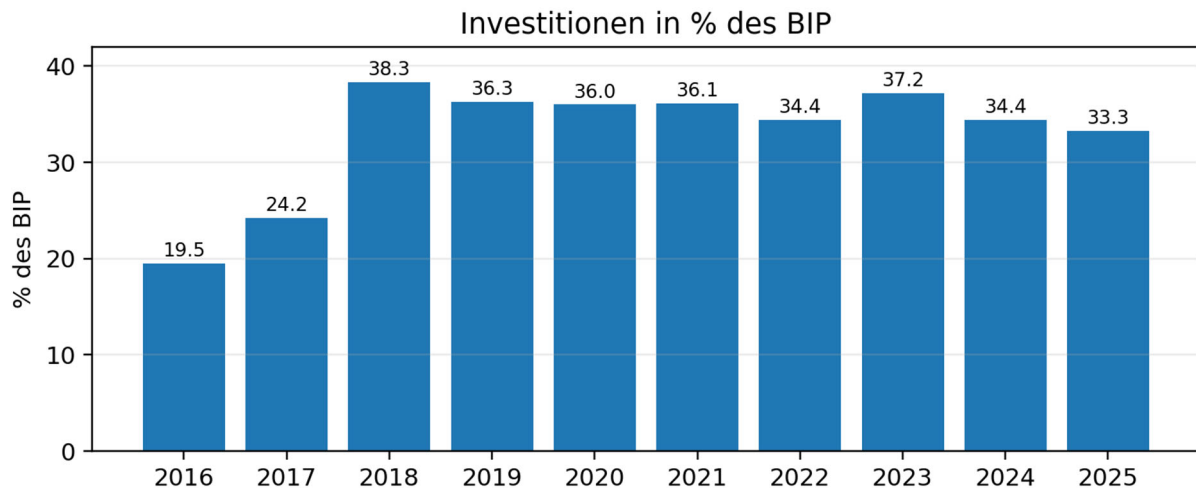
7,7 %	BIP-Wachstum 2025	7,5 %	Prognose 2026
38,2 Mio.	Einwohner 2025	31,9 %	Staatsschuld/BIP
6,4 %	Inflation 2026F	0,3 %	Free-Float/BIP 2024



1. Der Investitionsboom ist real - die Effizienz muss nun folgen

Der bisherige Aufschwung wurde fast vollständig durch Kapitalbildung getragen. Zwischen 2011 und 2025 steuerten Investitionen nach Berechnung der Autoren durchschnittlich 6,9 Prozentpunkte pro Jahr zum Wachstum bei. Der Faktor Arbeit trug lediglich 0,4 Prozentpunkte bei, während die Gesamtproduktivität im Durchschnitt sogar 0,7 Prozentpunkte abzog. Das ist für eine Volkswirtschaft in einer frühen Aufholphase nicht ungewöhnlich: Zunächst werden Fabriken, Kraftwerke, Verkehrswege und Maschinen aufgebaut; erst später müssen daraus Produktivitätsgewinne entstehen.

Die Investitionsquote sprang von 19,5 Prozent des BIP im Jahr 2016 auf 38,3 Prozent im Jahr 2018 und blieb seither meist zwischen 33 und 38 Prozent. Damit investiert Usbekistan deutlich mehr als Mittel- und Osteuropa und auch mehr als Kasachstan. 2025 lieferte die Produktivität erstmals seit 2017 wieder einen klar positiven Wachstumsbeitrag von 1,2 Prozentpunkten. Ob daraus ein dauerhafter Trend wird, ist einer der wichtigsten Tests für die kommenden Jahre.



Eigene Darstellung nach Galt & Taggart Research, Abbildung 6, S. 8; Daten: IMF WEO, April 2026, G&T.

2. Demografie und Diversifizierung schaffen eine lange Wachstumspiste

Mit 38,2 Millionen Einwohnern ist Usbekistan das bevölkerungsreichste Land Zentralasiens. Die Bevölkerung wächst um rund zwei Prozent pro Jahr und dürfte noch bis in die 2040er-Jahre zulegen. Die Zahl der Beschäftigten stieg von 13,4 Millionen im Jahr 2017 auf 14,7 Millionen im Jahr 2025; gleichzeitig sank die Arbeitslosenquote auf 4,8 Prozent. Die Lohnsumme entspricht erst gut einem Viertel des BIP - in entwickelten Volkswirtschaften sind es häufig mehr als 50 Prozent. Damit besteht Raum für steigende Einkommen, ohne die internationale Wettbewerbsfähigkeit sofort zu verlieren.

Bemerkenswert ist zudem die Breite der Wirtschaft. Der Anteil des verarbeitenden Gewerbes am BIP verdoppelte sich von 10,4 Prozent im Jahr 2010 auf 20,8 Prozent 2025 und überholte damit die Landwirtschaft, deren Anteil auf 16,6 Prozent sank. Autos, Textilien, Nahrungsmittel, Maschinenbau, IT und Dienstleistungen gewinnen an Bedeutung. Die reale Kaufkraft der Löhne stieg zwischen 2017 und 2025 um 82 Prozent; die Armutsquote auf Basis von drei US-Dollar pro Tag fiel nach den im Bericht verwendeten Daten auf 2,3 Prozent.

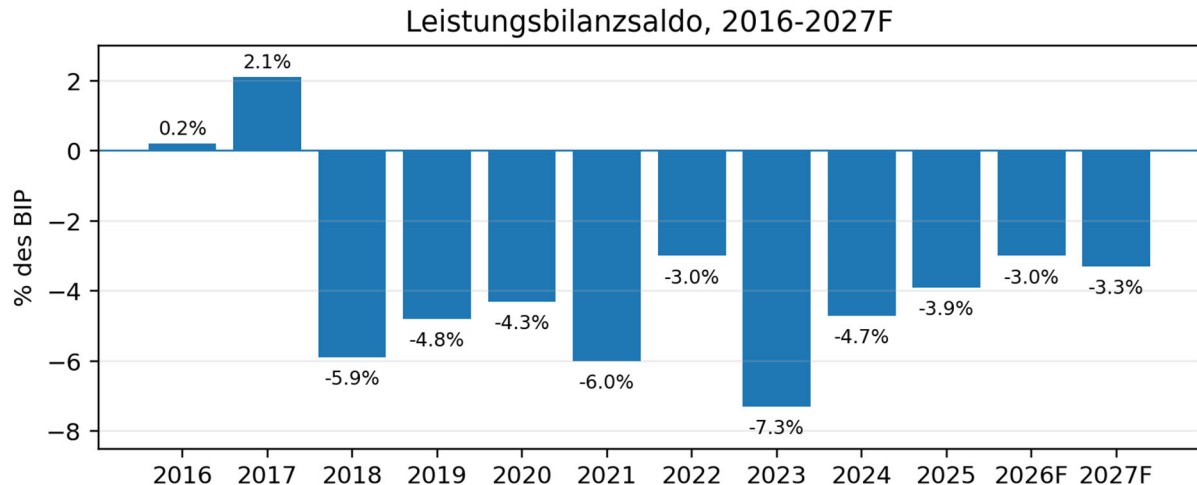
Was die Wachstumsstory besonders macht

Usbekistan ist zwar reich an Gold, Kupfer und Gas, aber die Volkswirtschaft wird nicht von einem einzigen Rohstoffsektor dominiert. Die Industrialisierung verbreitert die Steuerbasis, schafft Arbeitsplätze und reduziert langfristig die Abhängigkeit von Rohstoffexporten.

3. Das Leistungsbilanzdefizit ist erklärbar - aber nicht risikolos

Seit der wirtschaftlichen Öffnung importiert Usbekistan massiv Maschinen, Fahrzeuge, Anlagen und Vorprodukte. Deshalb wurde aus dem früheren Leistungsbilanzüberschuss ab 2018 ein Defizit. Dieses Defizit ist bislang eher die Kehrseite des Investitionsbooms als das Ergebnis übermässigen Konsums. Nach einem Höchststand von 7,3 Prozent des BIP im Jahr 2023 verringerte es sich 2025 auf 3,9 Prozent. Für 2026 werden 3,0 Prozent erwartet.

Die Finanzierung hat sich verbessert: Netto-Direktinvestitionen deckten 2025 rund 73 Prozent des Leistungsbilanzdefizits, gegenüber nur 27 Prozent zwei Jahre zuvor. Hinzu kommen Überweisungen von im Ausland arbeitenden Usbeken von 18,9 Milliarden US-Dollar beziehungsweise 12,9 Prozent des BIP. Allerdings stammen ungefähr drei Viertel dieser Transfers aus Russland. Eine schwere russische Rezession oder ein Rubel-Schock würde daher über mehrere Kanäle auf Usbekistan durchschlagen.



Eigene Darstellung nach Galt & Taggart Research, S. 16 und S. 61; Daten: Uzstat, CBU, G&T.

4. Gold ist zugleich Sicherheitsnetz und grösstes Klumpenrisiko

Die offiziellen Reserven beliefen sich im Mai 2026 auf 70,6 Milliarden US-Dollar. Rund 87 Prozent davon bestanden aus Gold. Auf den ersten Blick decken die Reserven ungefähr 13 Importmonate ab - ein aussergewöhnlich komfortabler Wert. Ohne Gold bleiben jedoch nur liquide Devisenreserven für etwa zwei bis drei Monate. Auch die internationale Nettovermögensposition kippt: Einschliesslich Gold weist das Land einen Überschuss von rund 19 Milliarden US-Dollar auf; ohne Gold ergibt sich ein Minus von ungefähr 36 Milliarden US-Dollar.

Das Gold-Paradox

Ein dauerhaft fallender Goldpreis würde gleichzeitig die Exporterlöse schwächen und den Wert der Reserven reduzieren. Genau dann, wenn der Leistungsbilanzpuffer gebraucht würde, wäre er kleiner. Für Investoren ist dies das wichtigste makroökonomische Einzelrisiko.

5. Währung, Inflation und Staatsfinanzen wirken derzeit stabilisierend

Die Inflation fiel von durchschnittlich 8,8 Prozent im Jahr 2025 auf 6,4 Prozent im Juni 2026. Bei einem Leitzins von 14 Prozent ergibt sich ein sehr hoher positiver Realzins. Galt & Taggart erwartet den Som bis 2027 in der Nähe von 12.000 bis 12.200 UZS je US-Dollar. Die frühere Gefahr einer abrupten, politisch aufgestauten Abwertung ist durch den flexibleren Wechselkurs deutlich geringer geworden; eine graduelle Abwertung entsprechend dem Inflationsunterschied bleibt jedoch normal.

Die Staatsverschuldung lag Ende 2025 bei 31,9 Prozent des BIP, die Zinslast bei nur rund einem Prozent des BIP. Das ist solide. Weniger komfortabel ist die Struktur: 87,5 Prozent der Schulden lauten auf Fremdwährungen, und nur 63,2 Prozent sind fest verzinst. Eine starke Abwertung des Som oder dauerhaft höhere Weltmarktzinsen würden die Tragfähigkeit deshalb schneller verschlechtern, als die niedrige Schuldenquote allein vermuten lässt.

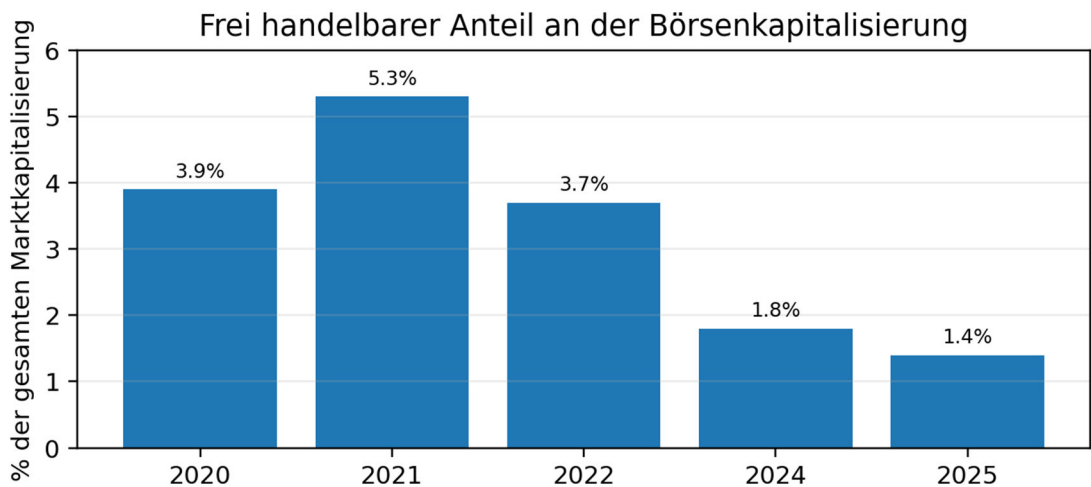
6. Der Bankensektor bleibt das schwierigste Reformfeld

Staatliche Banken halten rund zwei Drittel der Aktiva, aber nur etwa die Hälfte der Einlagen. Das Kredit-Einlagen-Verhältnis lag im Mai 2026 bei rund 152 Prozent; die Lücke wird durch staatliche und ausländische Finanzierung geschlossen. Rund 15 Prozent der Kredite sind noch immer gelenkt oder vergünstigt, und 38 Prozent des Kreditbuchs lauten auf Fremdwährungen. Bei einer Abwertung liegt das unmittelbare Risiko weniger bei den Banken als bei ungesicherten Kreditnehmern, deren Schuldendienst in Som entsprechend steigt.

Die Profitabilität ist mässig, vor allem bei staatlichen Instituten. Hohe Kosten, Filiallastigkeit, geringe Digitalisierung und politische Kreditvergabe belasten die Renditen. Zwei Staatsbanken wurden bereits privatisiert; weitere Verkäufe sind vorgesehen. Entscheidend ist die Reihenfolge: Erst transparente Bilanzqualität und bessere Governance, dann Privatisierung. Andernfalls würden Risiken lediglich an private Investoren weitergereicht oder später erneut vom Staat übernommen.

7. Der Kapitalmarkt wächst - ist aber noch kein normaler Aktienmarkt

Die Börsenkapitalisierung erreichte Ende 2024 rund 16,7 Prozent des BIP. Davon war jedoch nur ein verschwindend kleiner Teil tatsächlich frei handelbar: Der Free Float entsprach lediglich etwa 0,3 Prozent des BIP beziehungsweise 1,8 Prozent der gesamten Marktkapitalisierung; 2025 sank der relative Anteil laut Börsendaten weiter auf 1,4 Prozent. Gemeldete Umsätze werden häufig von einzelnen Blocktransaktionen und Privatisierungsplatzierungen verzerrt. Für grössere internationale Anleger ist die lokale Börse daher weiterhin nur eingeschränkt investierbar.



Eigene Darstellung nach Galt & Taggart Research, Abbildung 70, S. 53; Daten: Toshkent Stock Exchange. Für 2023 wurde im Bericht kein Wert ausgewiesen.

Positiv ist die Entwicklung auf der Anlegerseite: Die Zahl der Börsentransaktionen stieg von 2.572 im Jahr 2017 auf 446.967 im Jahr 2024. Digitale Kontoeröffnung und die Jet.uz-App haben einen echten Retailmarkt geschaffen. Noch wichtiger für ausländische Investoren ist jedoch die Privatisierungspipeline. Die Börsengänge von UzAuto Motors, O‘zbektelekom und Uzbekinvest zeigten 2023, dass grössere Staatsverkäufe aufgenommen werden können. Der National Investment Fund soll Minderheitsbeteiligungen grosser Staatsunternehmen bündeln und auch internationalen Anlegern über London zugänglich machen.

Der Unternehmensanleihemarkt entwickelt sich schneller als der Aktienmarkt. Der Umsatz stieg von 381 Milliarden UZS im Jahr 2024 auf 1,70 Billionen UZS 2025 und erreichte bereits im ersten Quartal 2026 weitere 1,80 Billionen UZS. Kupons von 18 bis 28 Prozent wirken spektakulär, spiegeln jedoch die lokale Inflation, den hohen Leitzins, Kreditrisiken und das Währungsrisiko wider.

Was spricht für - und was gegen ein Investment?

Chancen	Risiken
Wachstum von rund 7 % bei niedrigem Ausgangsniveau	Hohe Abhängigkeit der Reserven und Exporte vom Goldpreis
Junge, wachsende Bevölkerung und steigende Reallöhne	Dominanz staatlicher Banken und politisch gelenkter Kredite
Breitere Industrie- und Dienstleistungsbasis	Sehr geringer Free Float und eingeschränkte Handelbarkeit
Niedrige Staatsschuld und hohe Investitionsquote	Fremdwährungsrisiken bei Staat, Banken und Unternehmen
Privatisierungen und National Investment Fund als Katalysator	Ausführungs-, Governance- und geopolitische Risiken

Makroausblick: die wichtigsten Zahlen auf einen Blick

Kennzahl	2025	2026F	2027F
Nominales BIP, Mrd. USD	147,0	181,0	209,0
BIP je Einwohner, USD	3.917	4.647	5.269
Reales BIP-Wachstum	7,7 %	7,5 %	7,0 %
Inflation, Jahresdurchschnitt	7,3 %	6,4 %	6,0 %
UZS je USD, Durchschnitt	12.579	12.074	12.195
Leistungsbilanzsaldo/BIP	-3,9 %	-3,0 %	-3,3 %
Budgetsaldo/BIP	-2,1 %	-1,5 %	-2,0 %
Staatsschuld/BIP	31,9 %	30,8 %	30,2 %
Reserven, Mrd. USD	66,3	70,1	71,8
Leitzins	14,0 %	14,0 %	14,0 %

Quelle: Galt & Taggart Research, „Macro data and baseline forecasts“, S. 61; Daten: CBU, Uzstat, Finanzministerium, IMF, G&T.

Fazit: Eine überzeugende Volkswirtschaft - aber noch kein einfacher Markt

Usbekistan bietet eine seltene Kombination: eine grosse und junge Bevölkerung, reales Wachstum von rund sieben Prozent, eine zunehmend diversifizierte Industrie, niedrige Staatsschulden und eine Reformagenda, deren schwierigster Teil erst begonnen hat. Gerade darin liegt das Potenzial. Privatisierungen, Bankreformen, bessere Infrastruktur und eine breitere Kapitalmarktanbindung können den investierbaren Teil der Wirtschaft in den kommenden Jahren erheblich vergrössern.

Gleichzeitig darf man die makroökonomische Stabilität nicht mit einem bereits ausgereiften Investitionsmarkt verwechseln. Die Reserven hängen extrem am Goldpreis, die Banken bleiben staatsdominiert, der lokale Aktienmarkt ist illiquide, und ein grosser Teil der Staats- und Unternehmensfinanzierung trägt Fremdwährungsrisiken. Auch die Abhängigkeit von russischen Überweisungen und chinesisch-russischen Handelsströmen bleibt relevant.

Für einen langfristig orientierten Frontier-Market-Investor ist Usbekistan deshalb weniger eine fertige Erfolgsgeschichte als eine Wette auf die konsequente Fortsetzung der Reformen. Der entscheidende Katalysator ist nicht das tägliche Börsenvolumen, sondern die Frage, wie schnell der Staat tatsächlich investierbare Beteiligungen freigibt, die Governance verbessert und aus politischen Banken kommerzielle Institute macht. Gelingt dies, könnte Usbekistan zu einem der interessantesten Kapitalmärkte Zentralasiens werden. Scheitert die Umsetzung, bleiben hohe Wachstumsraten zwar möglich - aber ein grosser Teil des wirtschaftlichen Erfolgs wäre für Minderheitsaktionäre weiterhin kaum zugänglich.

Hinweis

Dieser Beitrag dient ausschliesslich der Information und stellt keine Anlageberatung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Frontier-Market-Investments sind mit erheblichen politischen, rechtlichen, Liquiditäts-, Währungs- und Verlustrisiken verbunden.

Hauptquelle und Datenbasis

Galt & Taggart Research: „Uzbekistan - Still Unlocking its Potential“, 30. Juli 2026. Autoren: Eva Bochorishvili (Head of Research), Lasha Kavtaradze (Chief Economist), Mikheil Mgebrishvili (Economist). Im Bericht verwendete Primärquellen unter anderem: Uzstat, Central Bank of Uzbekistan (CBU), Finanzministerium Usbekistans, IMF World Economic Outlook April 2026, Toshkent Stock Exchange, OECD und Weltbank.

Redaktioneller Hinweis: Der zugrunde liegende Bericht enthält einen ausdrücklichen Hinweis gegen unautorisierte Veröffentlichung und Vervielfältigung. Deshalb wurden Text und Grafiken für diesen Beitrag eigenständig zusammengefasst beziehungsweise anhand der veröffentlichten Zahlen neu erstellt.