

## ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН: СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ

© 2017 Юлдашева Екатерина Исомиддиновна  
 Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации  
 125468, г. Москва, Ленинградский пр-т, д. 49  
 E-mail: yuldasheva.yekaterina@gmail.com

Статья написана под влиянием политических и экономических изменений в Узбекистане, которые произошли в последние несколько месяцев и связаны с политикой либерализации нового президента. Основная цель статьи - показать структуру и постараться спрогнозировать некоторые изменения на финансовом рынке Узбекистана. Применены методы анализа статистической информации и экстраполяции. Результаты исследования показывают, как валютный рынок и государственная политика могут влиять на институты финансовых рынков. Обоснован прогноз того, что так называемая политика либерализации, которая не приводит к положительным изменениям на рынке в краткосрочной перспективе, может принести пользу отдельным секторам финансового рынка в будущем.

*Ключевые слова:* финансовый рынок Узбекистана, банки, биржи, страхование, валютные курсы, “черный” валютный рынок, узбекский сум.

В настоящий момент в республике действуют 3 государственных банка, 12 акционерно-коммерческих, 8 частных, 5 банков с участием иностранного капитала и 6 представительств иностранных банков, из которых 27 уполномочены на работу с иностранной валютой и нерезидентами. Помимо банков, под надзором центрального банка находится 29 микрокредитных организаций и 46 ломбардов<sup>1</sup>. По масштабам банковский сектор является наиболее весомым в стране (табл. 1).

счетах, с другой - оставляют за собой право вмешиваться в деятельность банков и накладывать ограничения на счета, подрывая доверие населения к банковской системе.

Проблемы с наличным денежным обращением и конвертацией валют также заставляют потребителей использовать небанковские инструменты. В то же время запрет на наличные операции юридических лиц, а также обязательное однодневное депонирование денежных средств на

**Таблица 1. Основные показатели банковского сектора Узбекистана (2012-2017 гг.), млн долл.**

Показатели	2012	2013	2014	2015	2016	I кв. 2017
Активы	16 973	19 620	21 515	23 666	24 880	25 062
Кредиты в реальный сектор экономики	10 277	11 842	13 847	15 499	16 525	15 939
Кредиты, выданные на инвестиционные цели	2770,9	3217,9	3508,9	3702,4	3775,4	890,1
Кредиты субъектам малого бизнеса	2670	3083,8	3842,3	4392	4920,3	1279,5
Объем депозитов	10 126	11 665	11 481	12 922	13 802	13 185
Доля банковских услуг в сфере финансовых услуг	н/д	87,1%	88,0%	88,0%	88,0%	н/д

*Источники.* Данные официального сайта Центрального банка Узбекистана (URL: <http://www.cbu.uz/>); информационный портал Узрепорт (URL: <http://news.uzreport.uz/>).

Деятельность узбекских банков постоянно оценивается ведущими международными рейтинговыми агентствами и аудировается компаниями Большой четверки, что делает ее достаточно прозрачной и предсказуемой. Рост объемов банковской деятельности достаточно просто связать с увеличением денежной массы в обороте. Во многом такую стабильность можно объяснить влиянием государства на банковскую сферу. С одной стороны, органы власти освобождают от ответственности денежные средства, находящиеся на

банковских счетах помогает банкам участвовать в большинстве экономических процессов страны. Таким образом в течение продолжительного времени государство сохраняет баланс, помогая развиваться банковской системе.

В 2017 г. новым президентом была поставлена цель: решить проблему наличного денежного и валютного обращения. Начались мероприятия по сближению рыночного и государственного курса доллара, было частично пересмотрено банковское законодательство<sup>2</sup>. В связи с этим уже

Таблица 2. Основные показатели РФБ “Тошкент”, (2010-2016 гг.), млн долл.

Показатели	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Объем торгов	39,27	118,7	85,99	41,65	40,29	57,29	92,77
Первичный рынок, %	12,50	35,90	49,10	63,20	67,00	41,20	н/д
Доля листинговых компаний в обороте, %	59,10	77,00	44,80	25,50	92,90	99*	н/д
Доля сделок РЕПО в общем обороте, %	19,10	5,80	4,10	6,10	1,00	0,6*	н/д
Сделки с акциями	39,27	79,66	55,67	25,56	36,86	33,3*	91,56
Сделки с облигациями	0,00	39,06	30,28	16,09	3,43	2,65*	1,24
Капитализация листинговых акционерных обществ	2894,51	2943,06	2744,08	2844,25	2897,13	3002,16	н/д
Капитализация внелистинговых акционерных обществ	2079,27	2122,56	1849,37	1625,92	1584,38	н/д	н/д

Источники. Информационные бюллетени РФБ “Тошкент” (URL: <http://217.29.114.210/Analitic/Bulletin>); официальный сайт РФБ “Тошкент” (URL: <https://www.uzse.uz>).

\* Данные за 8 мес. 2015 г.

в первом квартале банковский сектор Узбекистана показал снижение объемов кредитования. Но в долгосрочной перспективе такой шаг должен привести к увеличению доверия населения к банковской системе и неискusstvenному росту активности в этом секторе. Однако на данный момент нет объективных предпосылок, позволяющих предполагать, что проблема наличного денежного обращения будет решена кардинально, а следовательно, равновесие сохранится.

Так же, как и в большинстве других стран Средней Азии, в Республике Узбекистан (РУз) долгое время отсутствовал свободный доступ к конвертации иностранной валюты. Это привело к формированию тройного курса (официального - курс ЦБ, биржевого - курс межбанковских торгов и курс “черного рынка”). В связи с тем что правительством было объявлено сближение курсов, биржевые котировки и курсы ЦБ различаются незначительно, однако курс “черного рынка” долго оставался почти вдвое выше. Для сравнения: на 11 августа 2017 г. курс доллара к суму, по данным ЦБ РУз, составил 4126,45, межбанковский курс - 4165,04<sup>3</sup>, средний курс “черного рынка” - 7850<sup>4</sup>. Так как пересчет основных показателей в табл. 1 проходил по курсу ЦБ РУз, то и отрицательной динамики в 2014-2016 гг. не может быть видно. Однако стоит заметить, что так как все банковские операции и пересчеты по контрактам, проходящим через банк, проводятся по государственному курсу, то применение именно его не наносит ущерба репрезентативности данных.

На территории РУз действует четыре биржи: фондовая - РФБ “Тошкент”, товарные - УзРТСБ и Аграрно-промышленная биржа, а также Узбекская республиканская (межбанковская)

валютная биржа. Ключевые показатели РФБ “Тошкент” представлены в табл. 2. Основные сделки на бирже происходят с акциями. Большая часть торгов приходится на новые выпуски ценных бумаг. Наибольшее количество сделок связано с банковским сектором. В 2016 г. на этой бирже наблюдается большое оживление; 29 августа был запущен новый Программный комплекс, предоставленный по договору Корейской биржей<sup>5</sup>.

В течение всего года наблюдался значительный прирост объемов торгов, который в первую очередь связан с порядком, утвержденным в декабре 2015 г. В соответствии с ним доля иностранных инвесторов в АО должна составить не менее 15 % в срок до 1 июля 2016 г. Общества, не выполнившие это требование, к 1 декабря подлежали преобразованию в другие организационно-правовые формы с исключением их из реестра АО со всеми вытекающими последствиями по предоставлению налоговых льгот и преференций. Закономерно, что если смотреть на структуру биржевых сделок за 2016 г., то можно отметить: доля иностранных инвесторов в биржевом обороте составляет более 50 %. В настоящее время уже реорганизована часть акционерных обществ, однако постановление в 2017 г. было отменено. Поэтому по итогам 2017 г. и в 2018 г. ожидается как минимум замедление темпов роста биржевых оборотов.

В табл. 3 представлены основные показатели товарно-сырьевой биржи. Объемы торгов на ней хотя и не превышают активы банковского сектора, однако весьма существенны. Эта биржа является, по сути, перераспределительным и регулирующим экспортные операции институтом. Через нее проходят все экспортные контракты на

Таблица 3. Основные показатели УЗРТСБ (2012-2016 гг.), млн долл.

Показатели	2012	2013	2014	2015	2016
Объем сделок, всего	2902,07	3 196,25	3661,74	3207,99	3 734,01
Объем сделок на биржевых торгах	2508,56	2672,22	2906,83	2490,64	2927,64
Объем сделок на выставочно-ярмарочных торгах	218,24	3 10,12	416,03	394,95	462,11
Экспорт	137,68	146,64	156,91	55,8	73,2
Государственные закупки	175,26	186,28	194,23	180,44	184,47
Корпоративные закупки	н/г	27,62	144,65	124,97	137,66
Сделки в электронном каталоге	н/г	н/г	н/г	16,62	22,16

Источник. Данные официального сайта биржи (URL: <http://www.uzex.uz/>).

энергоносители, хлопок и т. д. Они не всегда учитываются в объеме биржевых торгов, однако совершаются при технической поддержке именно этой площадки.

С 2013 г., помимо государственных, на биржевой площадке УЗРТСБ начали проводиться корпоративные закупки. Введение требований законодательства об обязательных закупках крупными государственными предприятиями различных видов товаров исключительно через биржевые площадки помогает поддерживать оборот биржи по производственным товарам и позволяет биржам регулировать уровень цен в республике.

В конце 2015 г. были запущены торги в электронном каталоге. Однако объем торгов в 2017 г. снизился, что может быть связано с ухудшением экономической ситуации как в самом Узбекистане, так и в соседних с ним странах. В 2016 г. объем торгов превысил уровень 2015 г., но незначительно.

Согласно Постановлению Кабинета министров от 27 июля 2016 г. № 242 в 2017 г. на УЗРТСБ<sup>6</sup> начали работу по внедрению нового программного модуля, который обеспечит свободный доступ к полной информации о государственных закупках. На базе этой же биржи в течение года будет внедрен классификатор товаров и услуг для целей государственных закупок и электронной коммерции.

В 2017-2018 гг. планируется поэтапное внедрение механизма организации расчетов по оплате и поставке продукции в рамках договоров по государственным и корпоративным закупкам через расчетно-клиринговую палату с организацией мониторинга и контроля за исполнением договорных обязательств, а также с предоставлением участникам закупок услуг по дистанционному управлению средствами на их лицевых счетах в расчетно-клиринговой палате.

Таким образом, УЗРТСБ становится передовой рыночной площадкой страны. Однако есть

опасения о том, что чрезмерное внимание площадки к совершенствованию механизмов государственных закупок может привести к ее трансформации из рыночного в государственный институт и к стагнации, первые признаки которой мы можем наблюдать хотя бы на примере экспортных сделок.

РУАПБ - универсальная агропромышленная биржа - проводит торги с сельскохозяйственными производителями, чаще внутри страны. Биржа является перераспределительным институтом для потребительских товаров (пищевой, легкой, сельскохозяйственной, химической и других отраслей)<sup>7</sup>. За 2015 г. объем торгов составил 224,17 млн долл., уменьшившись на 37,3 % по сравнению с 2014 г. Экспорт составил 56,12 млн долл., уменьшившись на 38,6 %, импорт - 29,29 млн долл., уменьшившись на 62,6 % по сравнению с 2014 г., 75 % торгов осуществляется представителями малого и среднего бизнеса<sup>8</sup>.

УЗРВБ - республиканская валютная биржа - проводит торги с государственными ценными бумагами, на межбанковских торговых сессиях торгуется валюта, устанавливается официальный валютный курс. Имеется программно-техническое обеспечение для проведения торгов РЕПО и СВОПами. С 2015 г. заработал собственный сайт биржи, который предоставляет данные о курсах доллара и евро, устанавливаемых в рамках торговых сессий. Однако объемы биржевых торгов не раскрываются.

Курс валюты в Узбекистане устанавливается на УЗРВБ на еженедельной основе. Основной торгуемой и расчетной валютой является доллар США. В связи с большим количеством ограничений на валютном рынке (как наличном, так и безналичном) официальный курс заметно отклоняется от рыночного. Кроме того, ограничения порождают такое явление, как «дефицит». Как юридическим, так и физическим лицам приходится дожидаться официальной конвертации по не-



**Рис. Курсы доллара США в Узбекистане**

*Источники.* Данные официального сайта Центрального банка Узбекистана (URL: <http://www.cbu.uz/>); данные информационного портала Доллар Уз (URL: <http://dollaruz.com/>).

скольким лет, из-за этого существует “черный” рынок наличной иностранной валюты. Во второй половине 2017 г. официально начата продажа долларов США коммерческими банками по “рыночному” (“черному”) курсу. На рисунке представлена динамика официального и “черного” валютных курсов. Необходимо отметить, что во втором случае приведены усредненные данные, так как “черный” курс на сайте приводится по данным нескольких региональных точек обмена валют.

Из рисунка нетрудно заметить, что “черный” курс является более гибким и рыночным. Хотя этот курс и является более точным отражением реальной инфляции в стране, невозможно не отметить общие тенденции между двумя курсами. Например, с 6 по 13 сентября оба курса оставались неизменными, что можно связать только с трауром в связи с кончиной Президента И.А. Каримова. Также необходимо отметить, что коэффициент корреляции между официальным и “черным” курсами валюты превышает 90 %, однако темпы роста “черного” курса превышают темпы роста курса официального. В августе 2017 г. “рыночный” курс впервые за всю историю рынка показал незначительное снижение, что связано с ранее упомянутым началом сближения курсов. В августе 2017 г. курсы были окончательно объединены, и банковский курс сравнялся с кур-

сом рыночным, однако до сих пор для расчетов ряд организаций, таких как национальные авиалинии, используют курс “государственный”, который примерно вдвое ниже официального.

Одним из самых динамично и гармонично развивающихся секторов в Узбекистане является страховой рынок. Основные его показатели приведены в табл. 4. На 24 марта 2017 г. в стране имелось 30 организации с лицензией на осуществление страховой деятельности<sup>9</sup>, 2 страховых брокера, 5 служб ассистанса, 1 ассоциация участников страхового рынка, 2 актуария и 3 аджастера<sup>10</sup>. Объемы страховых премий относительно невелики, однако потенциал роста весьма значителен.

Объем инвестиций в сумовом выражении вырос в 2016 г. на 19 %, но в долларовом эквиваленте показал снижение, в связи с увеличением темпов роста курса доллара. Традиционно около 40 % инвестиций - ценные бумаги, 45 % - депозиты, 5 % вкладывается в недвижимость, 7 % - в уставные фонды компаний.

Положительной тенденцией можно считать перераспределение уровня концентрации страховых премий по регионам. Прирост собираемых премий почти в полтора раза показали 9 областей с наименьшими объемами собираемых премий.

**Таблица 4. Основные показатели страхового рынка Узбекистана (2011-2016 гг.), млн долл.**

Показатели	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Страховые премии	118,14	144,02	79,96	181,28	200,19	214,33
Страховые выплаты	24,79	23,18	17,99	30,81	40,29	40,38
Страховые обязательства	51 136,80	56 052,93	59 671,78	78 219,51	н/д	н/д
Инвестиции	204,65	236,44	209,30	257,48	275,17	268,45
Действующие договора	5 807 960	6 092 723	6 067 894	5 881 406	н/д	н/д

*Источники.* Данные официального сайта Министерства финансов Узбекистана (URL: <https://www.mf.uz/>).

При Министерстве финансов РУз создано 6 государственных целевых фондов:

- Внебюджетный пенсионный фонд (ВПФ);
- Республиканский дорожный фонд (РДФ);
- Республиканский целевой книжный фонд (РЦКФ);
- Фонд реконструкции, капитального ремонта и оснащения общеобразовательных школ (ФРКРООШ);
- Фонд государственного стимулирования оснащения села сельхозтехникой (ФГСОССТ);
- Фонд развития материально-технической базы высших образовательных учреждений (ФРМТБВОУ);
- Фонд мелиоративного улучшения орошаемых земель (ФМУОЗ).

Большая часть расходов указанных фондов финансируется за счет целевых поступлений бюджетных средств и налоговых взносов, расходы некоторых фондов (например, ФРМТБВОУ) частично покрываются благотворительными пожертвованиями. Фонды не инвестируют средства в конкретные предприятия, по сути, являясь перераспределительными инструментами для обеспечения общегосударственных нужд. Поэтому рассматривать их в качестве самостоятельных элементов инфраструктуры финансового рынка Узбекистана не представляется целесообразным.

В целом, говоря о финансовом рынке Узбекистана, нельзя не отметить огромное влияние государства на все сферы деятельности финансовых институтов. Скрытая инфляция, которую можно наблюдать в разнице валютных курсов, делает незначительными огромные по международным меркам темпы роста. Существующий

дисбаланс между институтами рынка (сильная банковская система, слабая фондовая биржа и т.д.) и активное государственное вмешательство не позволяют гармонично развиваться финансовому рынку в целом. Объективной предпосылкой для комплексного улучшения функционирования финансовой системы Узбекистана можно считать либерализацию валютной и налично-денежной политики, однако процессы будут значительно заторможены ввиду сложившейся практики пересмотра итогов приватизации, которая подробнее будет описана в следующей статье.

<sup>1</sup> Официальный сайт Центрального банка Республики Узбекистан. URL: <http://www.cbu.uz>.

<sup>2</sup> The Tashkent Times "Uzbekistan's financial markets development concept proposed for public consultation" 2017. 24.07. URL: <http://tashkenttimes.uz/finances/1206-uzbekistan-s-financial-markets-development-concept-proposed-for-public-consultation>.

<sup>3</sup> Официальный сайт УзРВБ. URL: <http://uzrvb.uz/ru>.

<sup>4</sup> Информационный портал Доллар Уз. URL: <http://dollaruz.com>.

<sup>5</sup> Официальный сайт Республиканской фондовой биржи "Тошкент". URL: <https://www.uzse.uz/abouts>.

<sup>6</sup> Официальный сайт Узбекской республиканской товарно-сырьевой биржи. URL: <http://www.uzex.uz>.

<sup>7</sup> Фондовые рынки стран СНГ: состояние и перспективы интеграции: монография / И.А. Гусева [и др.]; под ред. д-ра экон. наук, проф. Б.Б. Рубцова. Москва, 2015.

<sup>8</sup> Официальный сайт РУАПБ. URL: <http://www.exchange.uz>.

<sup>9</sup> Официальный сайт Министерства финансов Узбекистана. URL: <https://www.mf.uz>.

<sup>10</sup> Информационно-аналитический портал Uzreport Incurance. URL: <http://insurance.uzreport.uz>.

*Поступила в редакцию 05.10.2017 г.*