



CBONDS CONGRESS · «РЫНОК КАПИТАЛА РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН»

РЫНОК КАПИТАЛА УЗБЕКИСТАНА И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

А. М. Абдукадиров

Агентство стратегического развития и реформ при Президенте Республики Узбекистан



Состояние экономики и объём рынка



01

\$147 млрд

ВВП 2025 года,
рост +7,7%



02

«ВВ»

Рейтинг Fitch и S&P,
стабильный прогноз



03

6,2%

Инфляция; ставка ЦБ - 14%

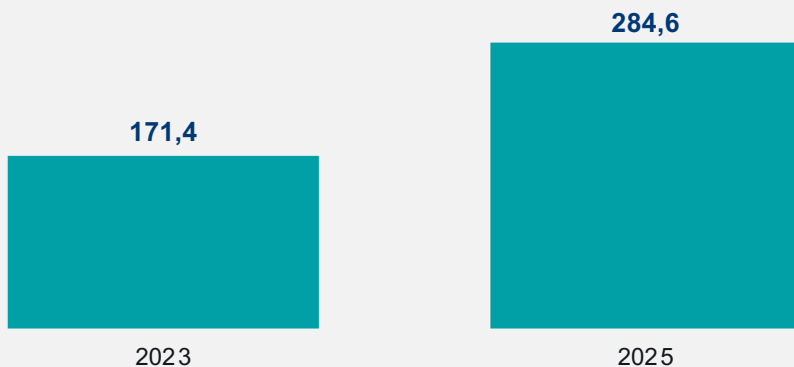


04

\$69 млрд

Международные резервы
(1.04.2026)

КАПИТАЛИЗАЦИЯ РЫНКА, ТРЛН СУМОВ



+66% за два года

КЛЮЧЕВЫЕ СДВИГИ

Рыночные инструменты (евробонды + ГЦБ) - лишь
≈30% госдолга; 70% - нерыночные кредиты МФИ и
правительств

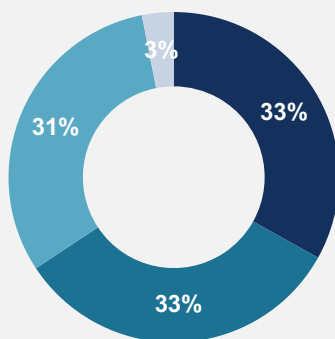
Дефицит счёта текущих операций вырос в 19 раз за
год - до 5,79 млрд долл. в I кв. 2026

Впервые корпоративный внешний долг (41,7 млрд
долл.) превысил государственный (40,71 млрд долл.)



Основные продукты на рынке

ИНСТРУМЕНТЫ В ОБРАЩЕНИИ, МЛРД ДОЛЛ. (31.08.2026)



■ Суверенные евробонды ■ Корпоративные евробонды
■ Внутренние ГЦБ ■ Локальные корп. облигации

Суммарно в обращении - 22,7 млрд долл. (717 эмитентов)

Дисбаланс продуктовой линейки

- 65,7% долгового рынка - еврооблигации: внешняя инфраструктура, иностранные инвесторы
- Локальный корпоративный сегмент - всего \$650 млн, или 3,1% рынка: не выполняет функцию источника финансирования для нацбизнеса

НОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ЗАКОНА О РЫНКЕ КАПИТАЛА



Сукук

Доля в праве собственности на актив, а не долг



Деривативы

Хедж валютного риска экспортеров и заемщиков



Секьюритизация

Реализовано: УзКПИ (UMRC SPV), 17,1 млн долл., 4 транша (2026)



Валютные облигации

До 50 млн долл. для резидентов (с мая 2026)



ESG-облигации

«Зелёные», социальные, sustainability-linked



Номинальные держатели

Омнибусный счёт для Euroclear / Clearstream



КТО НА РЫНКЕ

Основные эмитенты и инвесторы на рынке

83%

акционерного капитала страны - у государства

65%

активов банков - у 9 из 34 госбанков

55%

акций на Toshkent (54 из 99) - от госпредприятий

7-12 пп

разрыв доходности: квазигоссектор vs МФО

IPO UzNIF: структура спроса на размещение



● Иностранные институциональные инвесторы (GDR) ● Локальные инвесторы

\$603,6 млн привлечено · переподписка x4 · капитализация фонда \$1,95 млрд · Лондон (GDR) + Ташкент, 18.05.2026

Приватизация - главный канал предложения

- Пакет 2025–2028: 29 предприятий (Mobiuz, UzAuto Motors и др.), в 2025 г. выставлено на \$2,4 млрд
- Новый пакет (09.2026): 84 предприятия + 1 242 объекта недвижимости, ≈\$8,5 млрд, ожидаемые поступления ≥\$1,19 млрд до конца года

Узкая институциональная база инвесторов

- Банки - \$5,0 млрд в ценных бумагах (7,7% активов); страховщики - <20% портфеля, проникновение 0,64% ВВП
- Накопительных пенсионных фондов нет; запуск системы - к 2030 году



ИМПЛИЦИТНАЯ ГОСПОДДЕРЖКА

Облигации квазигоссектора размещаются под 17,5% годовых, банковского сектора - под 24–25%, МФО - под 27–29%. Разрыв в 7–12 п.п. не объясняется кредитным качеством и является количественной оценкой эффекта имплицитной суверенной поддержки.



Регулятор рынка

ПУТЬ К ЕДИНОМУ РЕГУЛЯТОРУ

02.09.2023

Указ Президента о передаче функций регулятора

01.10.2023

НАПП начинает регулировать рынок капитала (ранее - Минэкономфин)

2026

Расширение полномочий: банковская тайна, штрафы до 100% вознаграждения СД, приостановка торгов без суда

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА



НАПП

Регулирование, лицензирование, надзор



Минфин

Эмитент ГЦБ



Центральный банк

Фискальный агент по ГЦБ, эмитент нот



UZSE + депозитарий

Торги, учёт прав, расчёты

СОВМЕЩЕНИЕ ФУНКЦИЙ: ГОСУДАРСТВО КАК РЕГУЛЯТОР И УЧАСТНИК РЫНКА

НАПП совмещения не имеет, но остальные институты - да: Минфин одновременно нормотворец и крупнейший эмитент рынка (ГЦБ на 6,49 млрд долл.), Центральный банк - фискальный агент по размещению ГЦБ и самостоятельный эмитент собственных нот, а государству принадлежит свыше 83% акционерного капитала и около 65% банковских активов.



ЧЕТЫРЕ ПАРАЛЛЕЛЬНЫХ ТРЕКА, 2024–2026

Изменения в законодательстве о рынке

01

Институциональная реформа

Передача функций НАПП (01.10.2023) + расширение надзорных полномочий в проекте 2026 года

02

Системная реформа рынка

Новый закон (проект, авг. 2026): 6 инструментов, льготы до 2038, основа для ЦКА и международного расчёта

03

Исламское финансирование

Закон в силе с 29.06.2026: мудараба, вакала, мурабаха, саялам, мушарака, иджара; ожидаемый приток ≈\$1 млрд

04

Раскрытие информации

425 ОЗО обязаны перейти на МСФО с 2027 года, аудированная отчётность - не позднее 2028 года



РАЗРЫВ В РАСКРЫТИИ ИНФОРМАЦИИ

Прогресс в раскрытии корпоративной отчётности не распространяется на раскрытие государственных заимствований. По госдолгу публикуется лишь агрегированная структура по кредиторам (МФИ - \$22,3 млрд/56%, иностранные правительства - \$11,7 млрд/29%, держатели евробондов - \$5,85 млрд/15%), без условий отдельных займов и графиков выборки средств.

Об освоении средств известно только из отчётов Счётной палаты о нарушениях: за I полугодие 2025 года предотвращено \$452 млн неэффективных расходов, выявлено нарушений на \$323 млн - системная постпроектная отчётность об объёмах и эффективности освоения заёмных средств не ведётся.



ОТ ПРЕДЛОЖЕНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ - К КАЧЕСТВУ РЫНКА

Основные тенденции развития рынка

Четыре силы, определяющие траекторию

- Приватизация остаётся главным драйвером, но темп задаёт готовность корпоративного управления (перенос IPO Uzbekistan Airways с 2026 на 2027), а не спрос инвесторов
- Расширение внутренней инвестиционной базы - приоритет следующего цикла: асимметрия спроса на IPO UzNIF (97% против 3%) обнажила зависимость от внешнего капитала
- Ухудшение внешнего баланса и рост корпоративного внешнего долга делают развитие деривативов и валютных облигаций необходимой, а не факультативной частью управления рисками
- Диверсификация инструментов подтверждена практикой: секьюритизация, исламский банкинг, деривативы, интеграция с Clearstream / Euroclear

ПРОГНОЗ: ИНВЕСТИЦИИ ЧЕРЕЗ РЫНОК КАПИТАЛА



ЛИКВИДНОСТЬ

9 акций индекса TSMI - \$1,34 млрд (5,7% капитализации); остальной листинг практически не торгуется. Оборот по акциям в 2025 году -55% г/г, средний размер сделки - менее \$1,9 тыс.

Цель достижима не за счёт числа новых инструментов, а за счёт трёх структурных задач - см. слайд «Перспективы».



СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ
