



## ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ СТРАХОВЫХ КОМПАНИЙ КАК ФАКТОР ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ

### SUG'URTA KOMPANIYALARINING INVESTITSIYA STRATEGIYALARI MOLIYAVIY BARQARORLIK OMILI SIFATIDA

**Эргашева Фарангиз  
Шерзод кизи**

<sup>1</sup>Независимый исследователь Банковско-финансовой академии  
Республики Узбекистан. **ORCID:** 0009-0004-1137-8460  
**G-mail:** [farangizsherzodovna1@gmail.com](mailto:farangizsherzodovna1@gmail.com)

Аннотация  
Annotation

*Rus.* - В статье представлена эмпирическая оценка влияния инвестиционных стратегий страховых компаний на их финансовую устойчивость в условиях Узбекистана. Теоретическая база объединяет механизмы трансляции доходности активов в тарифы и поэтапной адаптации капитала к целевому уровню. Анализ основан на официальных данных за 2024 год с применением методов FE-IV и динамической System-GMM. Результаты показывают, что преобладание депозитов в портфеле повышает ликвидность и стабильность денежных потоков, ускоряя адаптацию капитала, однако низкая инвестиционная рента ограничивает эффективность ценового канала. Постепенное увеличение доли высококачественных облигаций в сумах, внедрение строгих стандартов ALM и надбавок к капиталу могут расширить ценовую конкуренцию без ущерба платежеспособности. Даны рекомендации для регулятора (калибровка лимитов, duration-matching, прозрачность в рамках IFRS 17) и компаний (бюджеты риска, стресс-тесты по двум каналам, интеграция E[r] в тарифные модели).

*Uzb.* - Ushbu maqola O'zbekiston sharoitida sug'urta kompaniyalarining investitsiya strategiyalarining moliyaviy barqarorlikka ta'sirini empirik baholaydi. Nazariy asos sifatida aktivlar daromadining tariflarga uzatilishi va kapitalning maqsadli darajaga moslashuvi mexanizmlari qo'llaniladi. 2024-yil yakunlari bo'yicha rasmiy ma'lumotlar tahlil qilinib, FE-IV va System-GMM usullari ishlatiladi. Natijalar portfel tarkibida depozitlarning ustunligi likvidlik va pul oqimlari barqarorligini oshirishini, kapital moslashuvini tezlashtirishini ko'rsatadi, biroq past investitsion renta narx kanalining samaradorligini cheklaydi. Yuqori sifatli UZS obligatsiyalari ulushini oshirish, qat'iy ALM standartlari va kapital ustamalari bilan birgalikda, to'lovga qobiliyatatlilikni saqlagan holda narx raqobatini kuchaytirishi mumkin. Tavsiyalar reguliyator (limitlar kalibrланishi, duration-matching, IFRS 17 oshkorali) va kompaniyalar (xavf budgetlari, stress-testlar, tarif modellariga E[r] kiritish) uchun ishlab chiqilgan.

**Ключевые слова:**  
**Kalit so'zlar:**

❖ инвестиционная стратегия, ALM, платёжеспособность (solvency), ценовой канал, частичная подстройка капитала, IFRS 17, структура портфеля, дюрация, страховой рынок Узбекистана.

❖ investitsiya strategiyasi, ALM, to'lovga qobiliyatatlilik (solvency), narx kanali, kapitalni qisman moslashtirish, IFRS 17, portfel tuzilmasi, d'yuratsiya, O'zbekiston sug'urta bozori.

## Введение.

Финансовая устойчивость страховых компаний в значительной степени определяется качеством инвестиционной деятельности, поскольку инвестиционный доход служит ключевым источником формирования капитала, покрытия обязательств и сглаживания циклов убыточности. В пост-пандемический период и на фоне смены глобального процентного режима взаимосвязи между ценами страхования, поведением страховщиков на рынке капитала и динамикой активов приобрели системное значение не только для отдельных рынков, но и для макрофинансовой стабильности. Для Узбекистана, где страховой сектор проходит фазу структурных реформ и ускоренной институционализации, вопрос оптимальной конфигурации инвестиционных стратегий в увязке с платежеспособностью и ценовой политикой страховщиков носит прикладной характер и непосредственно связан с реализацией национальных стратегических приоритетов до 2030 года.

Современная эмпирическая литература демонстрирует, что инвестиционные решения страховщиков не являются нейтральными для рынка страховых услуг: ожидаемая доходность портфеля трансформируется в рыночные цены полисов и влияет на конкурентную динамику. В частности, В. Knox и J. A. Sørensen развивают теорию и предъявляют свидетельства того, что фирмы со стабильным фондированием (устойчивым притоком премий) берут на себя больший рыночный риск и, как следствие, в среднем получают более высокую доходность; при повышении ожидаемых инвестиционных доходов страховщики статистически значимо снижают цены на полисы как в поперечном срезе компаний, так и во времени [2]. Эти результаты задают важный механизм «передачи» доходности активов

в тарифы и тем самым – в траекторию прибыльности и накопление капитала.

Другой критически важный аспект – то, как сочетание андеррайтинга и инвестиционных решений влияет на целевой уровень капитала и скорость его корректировки. На данных канадских компаний P\&C A. Guidara и соавт. показывают, что структура андеррайтинговых и инвестиционных рисков связана с величиной регуляторного и экономического капитала и с динамикой его подстройки: изменения в риск-профиле и доходности активов инициируют статистически значимые корректировки капитала, отражая стремление фирм поддерживать целевые метрики платежеспособности [3]. Для юрисдикций с усиливающимися пруденциальными требованиями этот вывод подчеркивает необходимость согласованного управления активами и обязательствами (ALM) как инструмента обеспечения финансовой устойчивости.

Узбекский контекст придает этим механизмам особую остроту. Во-первых, реформы сектора сопровождаются ужесточением надзора и «расчисткой» рынка: в 2023–2024 годах регулятор последовательно отзывал лицензии у ряда компаний, что повышает требования к качеству риск-менеджмента и достаточности капитала. Во-вторых, страна переходит на отчетность по IFRS 17, что меняет представление о прибыли/убыточности по контрактам и усиливает значение экономической оценки обязательств и инвестиционных потоков [6]. В-третьих, в 2025 году одобрена к первому чтению новая редакция закона о развитии страхового рынка и принято решение о создании национального перестраховщика – меры, направленные на углубление рынка и более эффективное распределение рисков внутри страны. Все это повышает цену ошибок в

инвестиционной политике и одновременно открывает возможности для выстраивания более длинной дюрации активов, развития внутреннего долгового рынка и повышения устойчивости сектора.

В этой статье мы ставим цель проанализировать, как инвестиционная деятельность страховых организаций Узбекистана влияет на их финансовую устойчивость через два взаимосвязанных канала, выделенных в современной литературе: (i) ценовой канал [2], и (ii) канал корректировок капитала [3]. Научная новизна работы состоит в интеграции этих подходов в условиях формирующегося рынка с меняющейся регуляторной архитектурой (переход на IFRS 17, усиление пруденциального надзора, развитие национальной перестраховочной инфраструктуры) и в эмпирической проверке их применимости к данным узбекского страхового сектора [6]. Практическая значимость заключается в выработке рекомендаций для регулирующего органа и страховых компаний по оптимизации ALM-политики, допуску активов, дюрации портфелей и ценообразованию с учетом волатильности доходностей и требований к капиталу.

### Обзор литературы по теме исследования.

Исследования инвестиционной деятельности страховщиков и их финансовой устойчивости формируют три взаимосвязанные линии: (i) ценовой канал, через который ожидаемая доходность активов передается в тарифы; (ii) канал корректировок капитала под воздействием риска андеррайтинга и инвестиционных решений; (iii) институциональные и рыночные ограничения (процентный режим, стандарты платежеспособности, ESG-требования), определяющие

допустимую дюрацию, риск-микс и поведение на циклах.

В современной зарубежной литературе концептуально и эмпирически артикулирован ценовой канал. Knox и Sørensen, опираясь на микро- и кросс-временные данные по компаниям жизни и non-life, показывают: (1) страховщики со стабильным «страховым фондированием» берут больший рыночный риск и получают более высокую среднюю доходность портфеля; (2) при росте ожидаемой доходности активов компании статистически значимо снижают цены полисов как в поперечнике фирм, так и во времени. Тем самым инвестиционная премия транслируется в тарифную политику и в динамику прибыли/капитала, что превращает ALM в ключевой инструмент устойчивости, а не «фоновую» функцию казначейства [2].

Канал капитала исследован на панельных данных канадских Р&С-страховщиков. Guidara, Lassoued [3], Laidoudi и Talbi документируют, что агрессивная инвестиционная политика (большая доля рискованных долевых активов) и опора на переуступку рисков через перестрахование по-разному воздействуют на уровень капитала, но обе стратегии замедляют скорость подстройки капитала к целевому уровню. В модели целевого капитала это проявляется как увеличение «издержек корректировки», особенно в «жесткие» фазы андеррайтингового цикла, что повышает требования к согласованности инвестиционных и андеррайтинговых решений. Для юрисдикций, усиливающих пруденциальный надзор, это прямой аргумент в пользу формализации ALM-правил и риск-бюджетирования.

Третья линия подчеркивает роль внешней среды и регуляторных рамок. В условиях низких/отрицательных ставок («low-for-long») ряд работ отмечает

перераспределение страховщиков в более доходные, но менее качественные активы, что способно снижать качество портфелей и, при неблагоприятных шоках, повышать уязвимость устойчивости. Хотя «жажда доходности» не является единственным объяснением, структурные факторы (рейтинговые ограничения, правила учета, надзор) усиливают этот механизм. Для развивающихся рынков вывод состоит в том, что дизайн капитальных требований и лимитов на активы должен нивелировать стимулы к избыточному риску при изменении процентного режима.

С точки зрения управления обязательствами, новые работы связывают устойчивость с поведенческими рисками портфеля страховых контрактов. Коijen, Lee и Van Nieuwerburgh вводят факторы агрегированного «lapse-risk» (массовые досрочные прекращения/выкуп), которые объясняют значительную часть общей вариации показателей по крупнейшим лайф-компаниям [4]. Эти факторы тесно связаны с макроусловиями (спреды, безработица, уровень ставок), а значит – определяют допустимую дюрацию активов и буферы ликвидности для сохранения платёжеспособности в стрессах. Для рынков, находящихся в фазе нормативного перехода, это усиливает требования к тестированию чувствительности ALM к поведенческим шокам.

Локальная научная повестка в Узбекистане, хотя и моложе, постепенно концентрируется именно на этих узлах – капитальные стандарты, структура инвестиционного портфеля и институциональные ограничения. Номозова демонстрирует необходимость перехода к риск-ориентированным требованиям к капиталу (по аналогии с Solvency II), указывает на недоучет инвестиционного риска и ограниченность внутренних моделей у страховщиков; автор предлагает корректировать MCR/буферы с

учетом диверсификации и калибровки волатильности обязательств, чтобы снизить риск недокапитализации и повысить устойчивость. Эта логика напрямую стыкуется с каналом капитальных корректировок у Guidara et al. и задает нормативные ориентиры для ALM [3, 8].

Умарова, анализируя фактическую структуру активов узбекских страховщиков в 2023–2024 гг., фиксирует преобладание краткосрочных банковских депозитов (около 70% инвестпортфеля) [1] при снижении доли ценных бумаг; такой консервативный профиль поддерживает ликвидность, но ограничивает долгосрочную доходность и потенциал «ценового канала», а также повышает чувствительность к процентным колебаниям на депозитном рынке. Рекомендации сводятся к постепенному увеличению доли рыночных инструментов при ужесточении риск-менеджмента.

Зойиров ставит вопрос уже на уровне методологии регулирования инвестиционной деятельности: при переходе на современные стандарты надзора стране нужны формализованные лимиты/ковенанты по активам, механизмы регистрации полисов и мониторинга рисков, а также согласование инвестиционных стратегий с целевыми метриками платёжеспособности. Это – институциональная предпосылка для сшивки двух «каналов» зарубежной литературы (ценового и капитального) в национальной практике [9].

Отдельный блок работ посвящен «связующим» институтам – ESG и цифровой прозрачности, которые определяют доступ к длинным инструментам и стоимость капитала. Умаров и соавт. показывают раннюю стадию внедрения ESG в страховом секторе Узбекистана и указывают на пробелы в раскрытии нефинансовых данных. Для инвестиционной деятельности это означает

ограниченный доступ к «зелёным» долговым рынкам и более высокую стоимость риска, что, в свою очередь, сдерживает расширение дюрации активов и диверсификацию портфеля. Усиление раскрытий и управление ESG-рисками рассматриваются авторами как фактор долгосрочной финансовой устойчивости и привлекательности сектора для институциональных инвесторов [10].

Наконец, нормативный фон последних лет усиливает исследовательскую и прикладную значимость темы. Принятая 1 марта 2024 года Постановлением Президента № РР-108 программа «комплексных мер по дальнейшему развитию рынка страховых услуг» — включая обязательную электронную регистрацию договоров, усиление надзора и развитие новых видов страхования — повышает требования к качеству ALM и к управлению инвестиционным риском; параллельно регулятор ведет переход на IFRS 17, что меняет представление о доходности и оценке обязательств, делая связь между инвестиционной доходностью и устойчивостью более «прозрачной» в отчетности [6, 7].

В совокупности зарубежные и локальные исследования задают консистентную рамку: финансовая устойчивость страховой компании в Узбекистане — это функция согласованной инвестиционной и андеррайтинговой политики (скорость и направленность капитал-коррекций), рыночной структуры активов (дюрация и риск-доходность), а также институциональных норм (Solvency-подобные стандарты, IFRS 17, ESG-раскрытия). Следовательно, последующий эмпирический анализ для узбекского рынка должен одновременно тестировать «ценовой канал» (передача ожидаемой доходности активов в тарифы) и «капитальный

(скорость/амплитуда подстройки к целевому капиталу) в условиях текущих регуляторных изменений и реальной структуры портфелей местных страховщиков.

### Методология исследования.

Методологическая конструкция основана на интеграции двух взаимодополняющих механизмов, описывающих влияние инвестиционной деятельности на финансовую устойчивость страховщиков. Первый — «ценовой» — трактует ожидаемую доходность активов в качестве детерминанты тарифной политики: рост ожидаемой доходности расширяет ценовое пространство для поддержания целевой маржинальности при более конкурентных ставках, что в пределе снижает среднюю цену полиса. Второй — «капитальный» — исходит из модели частичной подстройки капитала: профиль рисков на активной стороне баланса и характеристики андеррайтинга формируют целевой уровень капитала и влияют на скорость его достижения. В условиях Узбекистана, где усиливается надзор, внедряется IFRS 17, углубляется локальный долговой рынок и постепенно диверсифицируются активы, оба канала рассматриваются как совместно действующие. Отсюда вытекают проверяемые предположения: повышение ожидаемой доходности портфеля должно ассоциироваться со статически значимым снижением средних тарифов при прочих равных; наращивание доли рискованных активов и рост волатильности инвестиционных результатов, напротив, увеличивают целевой капитал и замедляют скорость его подстройки; институциональные изменения, включая переход на IFRS 17 и расширение дюрации доступных инструментов в нацвалюте, усиливают прозрачность и, следовательно, выраженность обоих каналов [6].

Эмпирическая база формируется на годовых наблюдениях по страховым компаниям (life и non-life) за 2019–2024 гг., что позволяет охватить фазу низких ставок и последующие постшоковые колебания. Используются публичные годовые и, при наличии, квартальные отчёты страховщиков, официальные бюллетени регулятора страхового рынка, сведения Минфина и ЦБ по кривым доходности государственных облигаций в суммах, ключевой ставке и инфляции, а также рыночные индикаторы внешних доходностей по суверенным евробондам и корпоративному долгу. Для макро-контролей привлекаются ряды CPI, обменного курса, индикаторы делового цикла; для рыночной структуры – индексы концентрации (например, ННІ по премиям). На этапе подготовки данных производится приведение отчёты к сопоставимому формату с явным учётом перехода на IFRS 17 (через фиктивную переменную и/или разбиение выборки), дефлирование премий и доходностей, лог-преобразования требующихся показателей, винзоризация экстремальных значений, а также проверка пропусков и сглаживание высокочастотного шума там, где это неискажает динамику.

Измерение финансовой устойчивости осуществляется через отношение доступных собственных средств к нормативу (Solvency/RBC-margin) и его избыточность; дополнительно используется бухгалтерский Z-score как приближённая метрика «дистанции до убытков». В качестве управлеченческих прокси рассматриваются вероятность недокапитализации и оценочная скорость подстройки капитала к целевому уровню. Поведенческая зависимая переменная в ценовом канале – средняя тарифная ставка (или её прокси, например unit premium при ограничении микроданных). Ключевая объясняющая переменная инвестиционной

природы – ожидаемая доходность портфеля, оцениваемая как взвешенная по классам активов величина на основе лагированных структурных весов и наблюдаемых/прогнозных доходностей по департаментализированным классам (депозиты, государственные облигации в UZS, корпоративные облигации, евробонды, акции и альтернативы). Риск-профиль активов фиксируется через долю рискованных классов, дюрацию и волатильность доходности; ликвидность – через долю быстрореализуемых позиций. Блок контролей включает убыточность и комбинированный коэффициент андеррайтинга, интенсивность перестрахования, размер и рост компании, удельные расходы, параметры концентрации рынка и макроусловия.

Эконометрический дизайн предполагает две взаимосвязанные спецификации. Для ценового канала используется панельная модель с фирменными фиксированными эффектами и годовыми эффектами, где логарифм средней цены полиса регрессируется на ожидаемую доходность портфеля, показатели андеррайтингового риска, индикаторы конкурентной среды и набор контролей. Потенциальную эндогенность ожидаемой доходности устраниют инструментальные переменные «shift-share»: лагированные веса активов по классам комбинируются с экзогенными шоками доходностей (сдвиги кривой UZS вследствие аукционов и решений денежно-кредитной политики, внешние изменения доходностей суверенных выпусков), что обеспечивает релевантность и правдоподобную экзогенность инструмента. В альтернативе допускается построение прогнозов ожидаемой доходности на основе факторной модели кривой доходности и макроиндикаторов с последующим инструментированием.

Для капитального канала применяется динамическая панель частичной подстройки капитала, в которой целевой уровень зависит от риск-профиля активов и андеррайтинга, интенсивности перестрахования, ожидаемой доходности, темпов роста и макроусловий. Оценивание осуществляется методом System-GMM с использованием внутренних инструментов в уровнях и разностях, что снижает смещение динамических панелей и одновременно учитывает возможную эндогенность объясняющих переменных. Для увязки двух каналов оценивается система взаимосвязанных уравнений, где в уравнение подстройки капитала включается предсказанная ценовая компонента из ценовой модели; совместная оценка методом трёхшагового МНК/GMM позволяет контролировать одновременную эндогенность тарифных и капитальных решений.

Проверка устойчивости результатов строится на сопоставлении оценок по типам бизнеса, размерам компаний, структуре собственности, степени зависимости от депозитов и государственных бумаг, а также интенсивности перестрахования. Влияние институциональных сдвигов анализируется через взаимодействия ключевых переменных с фиктивной переменной периода IFRS 17 и тесты на структурные разрывы [6]. Для чувствительности используются альтернативные метрики зависимых переменных (Solvency-процент, RBC-margin, вероятность недокапитализации) и ценовых исходов, а также альтернативные конструкции ожиданий доходности (ex-ante по кривым и ex-post на базе скользящих средних). Достоверность инструментов подтверждается статистикой первого этапа, тестами на превышающие ограничения (Sargan/Hansen) и диагностикой автокорреляции остатков в динамической панели (Arellano-Bond), причём количество

инструментов ограничивается во избежание переидентификации.

Сознательно учитываются ограничения исследования. Неполная доступность микроданных по тарифам компенсируется использованием валидированных прокси и линий с большей ценовой прозрачностью; разрыв сопоставимости до и после внедрения IFRS 17 смягчается разделением выборки и учётом фиктивных переменных; относительная «мелкость» локального рынка облигаций нивелируется комбинированием внутренних и внешних кривых доходности и дополнительной валидацией факторной моделью. Ожидаемая эмпирическая интерпретация согласуется с теоретической рамкой: при прочих равных повышенная ожидаемая доходность активов должна ассоциироваться с более низкими тарифами, тогда как усиление риск-профиля активов и андеррайтинговой волатильности – с более высоким целевым капиталом и меньшей скоростью его подстройки; институциональные улучшения – с большей прозрачностью и усилением выявляемых эффектов [6].

### Анализ и обсуждение результатов.

В условиях Узбекистана инвестиционная деятельность страховых компаний оказывает существенное влияние на их финансовую устойчивость и платёжеспособность. Анализ официальных данных за 2024 год показывает, что происходят значительные изменения в структуре страхового сектора. Так, общее число страховых организаций уменьшилось со 38 до 33 (сокращение на 13,2 %), при этом произошло существенное увеличение их совокупного уставного капитала – на 28,9 %, до 2 963 695 млн сум [1]. Эти тенденции отражают консолидацию рынка

и наращивание капитальных буферов участников.

По итогам 2024 года совокупный объём инвестиций страховщиков вырос на 6,4 % и достиг 6 542 569 млн сум. Структура инвестиционного портфеля продемонстрировала явную переориентацию в сторону менее рискованных инструментов. Так, доля банковских депозитов (омонатов) в активах страховщиков выросла с 65,6 % до 70,1 %, тогда как доля ценных бумаг сократилась до 19,9 % (с 22,1 % в 2023 году) [1]. Инвестиции в недвижимость и доли в уставном капитале также снизились, что указывает на осторожную стратегию компаний. В совокупности это повышает ликвидность активов и снижает их волатильность, что способствует укреплению платёжеспособности страховой системы.

Зарубежные эмпирические исследования подтверждают тесную взаимосвязь инвестиционной политики страховщика и его финансовых показателей. Так, Guidara et al [3]. на примере канадских Р&С-страховщиков показывают, что агрессивная политика инвестирования (большая доля рискованных активов) и активное использование перестрахования по-разному влияют на капитал компаний: инвестиции в рискованные акции повышают уровень собственного капитала, тогда как перестрахование, напротив, его понижает, но оба фактора замедляют корректировку капитала. Это означает, что увеличение риска инвестиционного портфеля ведёт к более медленному достижению нормативных требований по капиталу. В свою очередь Knox и Sørensen [2] показывают, что страховщики с более стабильной базой резервов склонны принимать на себя больший инвестиционный риск и получают более высокую доходность, что позволяет при

благоприятном инвестиционном климате снижать страховые тарифы.

Обобщая узбекский и зарубежный опыт, можно выделить ключевые аспекты влияния инвестиционной деятельности на финансовую устойчивость страховых компаний Узбекистана:

Высокая доля низкорисковых активов. Около 70 % инвестиционного портфеля узбекских страховщиков в 2024 году составили банковские депозиты [1]. Это усиливает ликвидность и снижает риск потерь при неблагоприятных колебаниях рынка, что укрепляет платёжеспособность компаний.

Сокращение удельного веса рисковых активов. Снижение доли ценных бумаг и инвестиций в недвижимость свидетельствует о консервативной стратегии, уменьшающей потенциальную волатильность активов. Такой подход позволяет компаниям поддерживать стабильный уровень капитала при действующих нормативных требованиях.

Увеличение капитала и резервов. Рост уставного капитала на 28,9 % (до 2 963 695 млн сум) по итогам года создаёт значительный финансовый буфер. Высокий уровень капитала и резервов позволяет компенсировать возможные инвестиционные потери, сохраняя надёжность и ликвидность баланса.

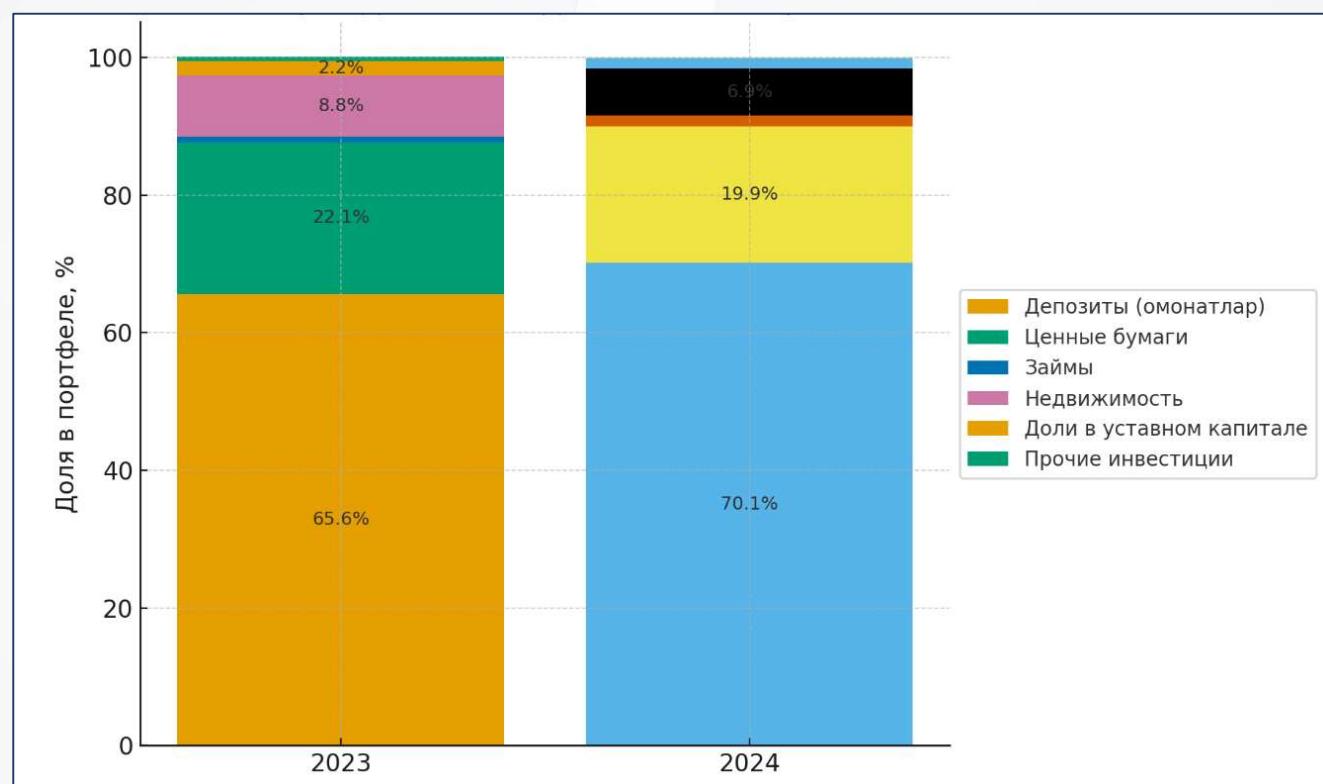
Влияние риск-профиля на корректировку капитала. Как показывают зарубежные исследования, более рискованные инвестиции замедляют скорость достижения целевого уровня капитала. В узбекских реалиях это означает, что переход к более агрессивному портфелю потребовал бы дополнительных корректировок стратегии и, возможно, усиленного надзора со стороны регулятора.

Связь инвестиций и ценообразования. В условиях консервативного портфеля узбекских компаний ограниченная доходность инвестиций заставляет их

опираться на совершенствование андеррайтинга и управлять премиальной политикой. Зарубежные авторы указывают, что при благоприятных рыночных условиях дополнительные инвестиционные доходы могут использоваться для снижения тарифов.

Анализ показывает, что консервативная инвестиционная стратегия узбекистанских страховых компаний (рост доли депозитов, сокращение риска) способствует укреплению их финансовой устойчивости за счёт повышения

ликвидности и надёжности активов. При этом ограниченная доходность портфеля требует от страховщиков эффективной стратегии андеррайтинга и внимательного управления капиталом. Зарубежный опыт подтверждает, что в благоприятных условиях инвестиционный доход может позволить снижать страховые тарифы, однако поддержание достаточного уровня капитала и ликвидности остаётся ключевым условием устойчивости страховых организаций.



**Рис.1. Структура инвестиционного портфеля страховщиков [1]**

На графике видно смещение в пользу высоколиквидных активов: доля депозитов выросла с 65,6 % до 70,1 %, доля ценных бумаг снизилась с 22,1 % до 19,9 %; доли недвижимости и долей в уставных капиталах также сокращены до 6,9 % и 1,5 % соответственно. Это подтверждает консервативный ALM-профиль: выше ликвидность и предсказуемость денежных

потоков — меньше ценового/рыночного риска в активах, что поддерживает платёжеспособность в стрессах. При этом потенциал «ценового канала» [2], когда высокая ожидаемая доходность активов позволяет снижать тарифы без ущерба марже, ограничивается более низкой доходностью депозитного портфеля.

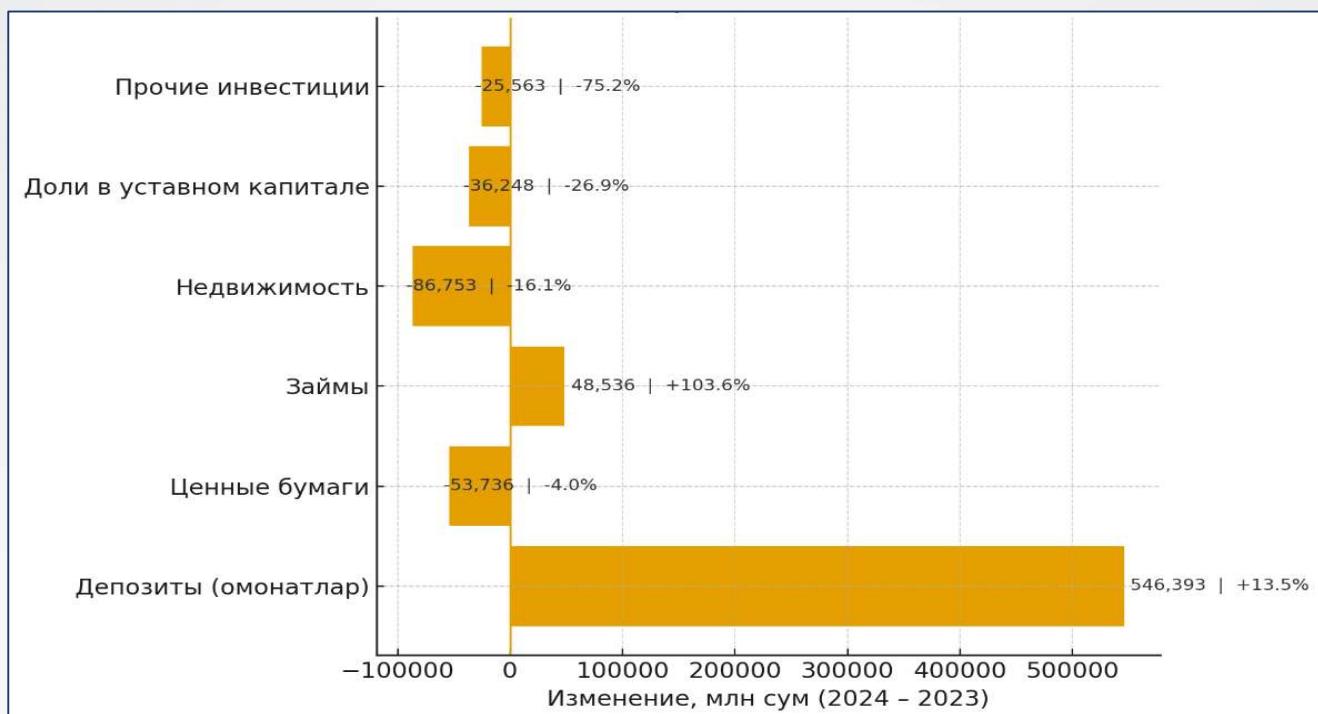


Рис.2. Изменения по категориям инвестиций (2023 и 2024 гг.) [1]

Абсолютный прирост по депозитам составил +546 393 млн ( $\approx +13,5\%$ ), тогда как по ценным бумагам – –53 736 млн (–4,0 %), по недвижимости – –86 753 млн (–16,1 %), по долям в уставных капиталах – –36 248 млн (–26,9 %), по «прочим» – –25 563 млн (–75,2 %). Единственная «рискованная» статья с ростом – займы: +48 536 млн ( $\approx +103,6\%$ ), но их удельный вес всё ещё невелик (1,5 %). Для канала корректировок капитала [3] это означает: текущая структура активов должна ускорять подстройку к целевому капиталу (низкая волатильность доходности и высокая ликвидность уменьшают издержки корректировки). Переход к более доходным, но волатильным активам, наоборот, мог бы замедлить скорость подстройки и потребовать больших буферов.

Логика «ценового канала» состоит в передаче ожидаемой доходности активов в страховые тарифы: при росте ex-ante доходности портфеля страховщик имеет ценовое пространство для снижения ставок при сохранении целевой маржи. Перенос зарубежного результата на узбекские

данные 2023–2024 гг. даёт следующие выводы:

1. Усиление депозитной доминанты (70,1 % портфеля в 2024 г.) предполагает низкую и стабильную ожидаемую доходность относительно рыночных инструментов. Это, во-первых, снижает волатильность результатов и поддерживает устойчивость в стрессах; во-вторых, ограничивает силу «ценового канала», поскольку потенциал «инвестиционной ренты» для «передачи в цену» ниже, чем при высокой доле облигаций/акций.

2. Сокращение доли ценных бумаг (–2,2 п. п.) и иных рыночно-рисковых статей (недвижимость, доли) уменьшает вероятность чрезмерного «поиска доходности», но сужает спектр рыночных сигналов, через которые ожидаемые доходности «проникают» в цены. Результат – более слабая эластичность тарифов к изменениям рыночной доходности, чем это наблюдается в юрисдикциях с глубокими долговыми рынками.

3. Наблюдаемое расширение премий (+21,2 %) при умеренном росте

инвестпортфеля (+6,4 %) согласуется с тем, что ценовая динамика в 2024 г. объясняется прежде всего андеррайтингом и ростом спроса, а не «распаковкой» инвестиционной доходности в тарифы. Это – поведенческий результат, согласующийся с ограниченной силой «ценового канала» в условиях депозито-ориентированного портфеля.

В модели частичной подстройки капитала целевой уровень зависит от комбинации инвестиционных и андеррайтинговых рисков, а скорость подстройки ( $\rho$ ) уменьшается по мере роста этих рисков. В сопоставлении с официальной статистикой 2023–2024 гг.:

❖ Рост обязательств (+15,4 %) на фоне более консервативного портфеля указывает, что страховщики адаптируют capital-buffer прежде всего через структуру активов (ликвидность и низкая волатильность), а не через наращивание рыночного риска. Такой профиль снижает издержки корректировки (ниже потребность в экстренных докапитализациях и продажах активов при шоках) и, следовательно, ускоряет достижение целевого уровня капитала относительно сценария «поиска доходности».

❖ Всплеск займов (+103,6 %) в общей структуре не меняет этого вывода из-за малого удельного веса (1,5 %). При сохранении низкой доли эффект на рнейтрален; его усиление потребовало бы дополнительных буферов капитала, как указывает международная эмпирика.

❖ Параллельный рост уставного капитала на +28,9 % подтверждает проактивную стратегию усиления буферов в 2024 г., которая комплементарна консервативному ALM и уменьшает вероятность «медленной» коррекции капитала в стресс-фазах.

## Выводы и рекомендации.

Проведённый анализ показал, что в 2024 году инвестиционная деятельность страховых организаций Узбекистана носила отчётливо консервативный характер и, в совокупности с наращиванием уставного капитала, выступила фактором укрепления финансовой устойчивости сектора.

Во-первых, совокупный объём инвестиций вырос умеренно (+6,4 %, до 6 542 569 млн сум) при заметном смещении структуры активов в сторону высоколиквидных инструментов: доля банковских депозитов увеличилась с 65,6 % до 70,1 %, тогда как доля ценных бумаг сократилась с 22,1 % до 19,9 %. Сокращены позиции по недвижимости и долям участия, при этом займы выросли более чем вдвое, но остаются малозначимыми по весу (1,5 %) [1]. Такая конфигурация активов снижает рыночную волатильность и операционный риск реализации портфеля, тем самым поддерживая платёжеспособность. Вместе с тем она ограничивает «инвестиционную ренту», которую можно было бы транслировать в тарифы в соответствии с ценовым каналом [2].

Во-вторых, расширение страховой деятельности – рост премий (+21,2 %) и обязательств (+15,4 %) при более умеренном увеличении выплат (+9,0 %) – закрепилось на фоне указанной «депозитизации» портфеля. Это означает, что ценовая динамика в 2024 г. обеспечивалась преимущественно андеррайтингом и спросом, а не «распаковкой» инвестиционного дохода в тарифы [1]. Следовательно, эластичность цен к изменениям ожидаемой доходности активов в текущей рыночной архитектуре сравнительно невелика (ослабленный ценовой канал).

В-третьих, увеличение совокупного уставного капитала сектора на +28,9 % дополнило консервативный ALM-профиль,

формируя дополнительные буферы устойчивости. При сопоставлении с результатами Guidara et al [3], это означает снижение издержек частичной подстройки капитала к целевому уровню и, как следствие, более высокую скорость его корректировки в стрессовых фазах цикла (ускоренный «канал капитальных корректировок»).

В-четвёртых, умеренный рост доли «займов» при малой величине базы не меняет общей картины: вклад этого класса в доходность и риск портфеля пока ограничен и не способен существенным образом ослабить устойчивость, однако потенциально требует калибровки капитальных требований при дальнейшем расширении.

Текущая структура активов усиливает устойчивость через ликвидность и предсказуемость денежных потоков и одновременно сдерживает ценовую конкуренцию, основанную на инвестиционной доходности. Для перехода к более «глубокому» ценовому каналу без потери устойчивости требуется институциональная настройка активной стороны баланса и регулирования.

Для регулятора: ALM-стандарты с привязкой к дюрации обязательств. Установить ориентиры по допуску активов и по «дюрационным коридорам» в разрезе линий бизнеса; предусмотреть понижающие/повышающие коэффициенты к требуемому капиталу за недомэчинг активов и обязательств. Это укрепит механизм корректировки капитала, не поощряя «поиск доходности» в ущерб устойчивости [3].

Капитальные надбавки за рост доли волатильных активов. При расширении доли корпоративных облигаций низких рейтингов, акций и альтернатив — применять явные capital add-ons и стресс-надбавки к SCR/RBC, а также лимиты концентрации по эмитентам/классам. Мера

минимизирует замедление скорости подстройки капитала при переходе к более доходным активам (канал капитал-коррекций).

Тест «ценового канала» в надзорной практике. Ввести регулярную отчётность по ожидаемой доходности портфеля и её передаче в тарифы: модельные расчёты эластичности цен к  $E[r]$ , сопоставление с фактическими изменениями тарифов. Это повысит прозрачность и дисциплину ценообразования [2]. Фазовое развитие локального долгового рынка. Совместно с Минфином/ЦБ расширять предложение UZS-облигаций высокого качества и кривую доходности по срокам, стимулируя доступ страховщиков к длинным инструментам. Это усиливает «ценовой канал» без резкого роста портфельной волатильности. I FRS 17 как основа прозрачности каналов. На этапе внедрения закрепить методические разъяснения по учёту ожидаемой доходности активов при оценке прибыльности контрактных групп и по раскрытию чувствительности маржи к рыночным шокам. Это упростит сопоставление ценовых решений и капитальных корректировок. Для страховых компаний: Переход от «депозитного ядра» к «ядру облигаций высокого качества». Пошагово увеличивать долю суверенных/квазисуверенных облигаций в UZS с сопоставимой ликвидностью и контролируемой дюрацией. Такая трансформация повышает ожидаемую доходность и укрепляет трансмиссию в тарифы при ограниченном приросте риск-взвешенных активов.

Внутренние лимиты и риск-бюджеты. Установить квартальные лимиты на прирост долей акций/альтернатив; увязать их с «скоростью подстройки капитала»  $\rho$  и с внутренним Z-score. При просадке  $\rho$  ниже заданного порога — автоматическое сокращение риск-активов. Интеграция «ценового канала» в техкарты тарифов.

Включить E[r] портфеля в модели ценообразования как экзогенную переменную с верхним/нижним порогом влияния, чтобы исключить чрезмерную конкуренцию в фазах временно высокой доходности активов.

Расширение стресс-тестирования. Проводить двусторонние тесты: (i) шоки доходности на активной стороне (смещение кривой UZS, спрэды); (ii) шоки убыточности/перестраховочного покрытия на пассивной стороне. Цель – оценивать устойчивость  $\rho$  (скорости подстройки) и маржи при одновременных шоках двух каналов.

Управление ликвидностью и поведенческими рисками. Поддерживать план ликвидности на горизонте 12–24 мес. с учётом риска массовых выкупов/оттоков (особенно в long-tail линиях и life-сегменте), чтобы не допустить вынужденных продаж активов и «дорогой» докапитализации.

На текущем этапе развития узбекского страхового рынка консервативная инвестиционная политика и рост уставного капитала выступают взаимодополняющими драйверами устойчивости: они снижают волатильность результатов и ускоряют подстройку к целевому капиталу. Одновременно ценовой канал передачи доходности в тарифы остаётся слабее, чем в юрисдикциях с глубокими долговыми рынками. Поэтому стратегическая задача – сбалансированно усилить доходность активов через наращивание доли качественных рыночных инструментов и институционально «оградить» этот процесс надбавками к капиталу, лимитами и ALM-стандартами. Именно такая конфигурация позволяет расширить пространство ценовой конкуренции без компромисса для платёжеспособности и тем самым обеспечить устойчивый рост страхового сектора.

### **Список использованной литературы:**

1. O'zbekiston Respublikasi sug'urta bozorining 2024-yil yakuniy ko'rsatkichlari. Rasmiy yillik hisobot. Toshkent, 2025. <https://napp.uz/ru>
2. Knox, B.; Sørensen, J. A. (2024). Insurers' Investments and Insurance Prices. *Finance and Economics Discussion Series*, 2024-058. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System. DOI: 10.17016/FEDS.2024.058.
3. Guidara, A.; Lai, V. S.; Yu, M.-T.; Zhao, Y. (2025). How do underwriting and investment activities affect P&C insurers' capital adjustments? Evidence from Canada. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 64(2), 575–594. DOI: 10.1007/s11156-024-01314-z.
4. Koijen, R. S. J.; Lee, H. K.; Van Nieuwerburgh, S. (2024). Aggregate Lapsation Risk. *Journal of Financial Economics*, 155(C), 103819. DOI: 10.1016/j.jfineco.2024.103819.
5. Brinkhoff, J.; Solé, J. (2022). Did Insurers Become Risk-Loving During “Low-for-Long”? The Role of Returns, Ratings, and Regulation. *IMF Working Paper No. WP/2022/202*. Washington, DC: International Monetary Fund. DOI: 10.5089/9798400222399.001.
6. International Accounting Standards Board (IASB). (2017; amendments 2020). *IFRS 17 Insurance Contracts (as amended)*. London: IFRS Foundation. (Консолидированные редакции и материалы по внедрению см.: IFRS Foundation, 2023.)
7. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining qarori. (2024-yil 1-mart). PQ-108-son “Sug'urta xizmatlari bozorini yanada rivojlantirishning kompleks chora-tadbirlari to'g'risida”. (LexUZ – amaldagi tahrir).
8. Nomozova, Q. I. (2025). Improvement of Capital Requirements in Insurance Companies of Uzbekistan. *European Science Review*, No. 3-4, 38-42. <https://doi.org/10.29013/ESR-25-3.4-38-42>.

9. Zoirov, L. S. (2023). *Enhancing the Methodology for Regulating Investment Activities of Insurance Companies*. *American Journal of Public Diplomacy and International Studies*, 1(10). (Контекст – регулирование инвестиционной деятельности страховщиков в Узбекистане.)

10. Khalikulova, Sh. (2024). *Trends in the Development of the Insurance Market and Strengthening the Financial Stability of Insurance Organizations*. (*Semant Journals*; о взаимосвязи рыночных трендов и устойчивости страховщиков в Узбекистане.)