

УДК 336.763.33(575.2)

## ВОЗМОЖНОСТИ ЭМИССИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ

Н.С. Эсеналиева

Рассматриваются проблемы функционирования и развития государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике, а также возможности эмиссии инвестиционных финансовых инструментов государственного заимствования для мобилизации средств в целях вложения средств в стратегические национальные проекты.

*Ключевые слова:* государственные ценные бумаги; рынок государственных ценных бумаг; эмитент; государственные заимствования; инфраструктурные облигации.

## OPPORTUNITIES OF INVESTMENT GOVERNMENT SECURITIES IN THE KYRGYZ REPUBLIC

N.S. Esenalieva

*The article* discloses problems about the functions and growth of Treasury bills in the Kyrgyz Republic, also considers the possibility of Investment instruments of government borrowing to raise funds for investment in strategic national projects.

*Key words:* state securities; government securities market; issuer; public borrowing; infrastructure bonds.

Механизм финансового воздействия на экономику в условиях трансформирующейся экономики проявляется не как совокупная система воздействий, а как постоянно развивающаяся система, которая состоит из разных факторов и условий, имеющих специфическое влияние на экономику в целом. Экономическая система любой страны, независимо от уровня развития, может считаться эффективной в той мере, в какой она способна обеспечить устойчивую динамику развития экономики и общества в целом и высокого уровня социальной жизни населения.

Рынок государственных ценных бумаг является неотъемлемой частью финансовой системы любого государства, развивающегося на принципах рыночной экономики, имеющей свою институциональную и организационно-правовую структуру.

Рынок государственных ценных бумаг (ГЦБ) в 2013 году был представлен следующими видами ценных бумаг:

- государственные казначейские векселя (ГКВ);
- государственные казначейские облигации (ГКО);
- ноты Национального банка;
- казначейские обязательства (КО);
- переводные векселя;

- муниципальные облигации.

Общий объем государственных ценных бумаг, находящихся в обращении, на конец отчетного периода составил 18,7 млрд сомов, увеличившись за год на 31,4 %. В качестве основной предпосылки такого роста выступило увеличение показателей размещения ГКВ, ГКО и нот [1].

Наличие избыточного уровня ликвидности в банковской системе также способствовало повышению активности на рынке долговых государственных ценных бумаг, в том числе в сегменте

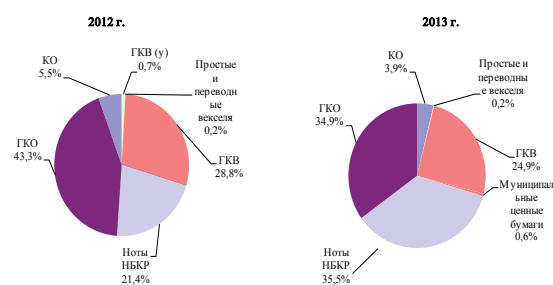


Рисунок 1 – Структура государственных ценных бумаг в обращении [1]

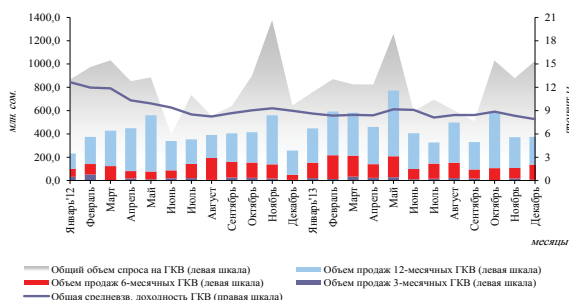


Рисунок 2 – Спрос и размещение ГКВ [1]

государственных казначейских векселей. При этом общегодовой объем объявленной эмиссии несколько увеличился по сравнению с показателями за предыдущий год.

В 2013 году все объявленные эмитентом аукционы были признаны состоявшимися. Сложившаяся рыночная конъюнктура способствовала сохранению продолжавшейся с середины 2011 года тенденции снижения общего уровня доходности ГКВ, которая составила 8,5 % по итогам 2013 года (в 2012 году – 9,9 %). При этом по 12-месячным ГКВ, занимающим наибольшую долю в общем объеме данных бумаг в обращении, среднемесячная доходность уменьшилась на 1,3 процентного пункта (до 9,5 %) [1].

Общий объем эмиссии государственных казначейских векселей составил 5,7 млрд сомов, увеличившись по сравнению с аналогичным показателем за 2012 год на 20,7 %. В результате преобладающей по итогам года динамики роста 6-месячных векселей, повлекшей за собой снижение доли наиболее длительного по срокам погашения вида бумаг в общем портфеле держателей, дюрация портфеля ГКВ понизилась со 167 дней на начало января до 156 дней к концу декабря [1].

Необходимым условием эффективного функционирования рынка государственных ценных бумаг является его высокая ликвидность, которая снижает риски инвесторов по управлению собственными портфелями государственных облигаций, а также их издержки по заключению сделок. Но ликвидность любой ценной бумаги невозможно улучшить, не развивая вторичный рынок [2].

При этом ликвидный вторичный рынок способен значительно сократить затраты государства при первичном размещении облигаций, а также предоставить НБКР широкий набор инструментов для проведения эффективной денежно-кредитной политики.

Таким образом, проблемы совершенствования рынка государственных ценных бумаг в целях по-

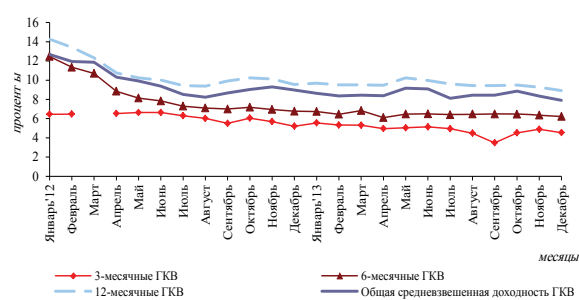


Рисунок 3 – Средневзвешенная доходность по всем видам ГКВ [1]

вышения его ликвидности актуальны не только для Кыргызстана, но и для государственных органов большинства стран.

Особая актуальность проблемы ликвидности рынка государственных ценных бумаг Кыргызстана диктуется тем, что ее повышение позволит государственным органам:

- использовать данный рынок в качестве стабильного и низкозатратного источника покрытия возможного дефицита государственного бюджета;
- произвести постепенную переориентацию с внешних на более выгодные внутренние государственные заимствования, к максимальному использованию которых стремятся в большинстве развитых стран;
- привлечь достаточно инвестиций для реализации государственных целевых программ по модернизации промышленного сектора Кыргызстана;
- осуществлять эффективное экономическое регулирование финансовой системы;
- отвлечь часть денежных средств с валютного рынка, снизив тем самым давление на национальную валюту;
- предоставить институциональным инвесторам долгосрочные высоконадежные активы (в частности, страховым и финансовым компаниям).

В настоящее время мы видим, что на практике в Кыргызской Республике государственные ценные бумаги выпускаются в соответствии с уровнем бюджетного дефицита, и в случае профицита их эмиссия становится нецелесообразной.

“Длинные” государственные финансовые инструменты с определенной процентной ставкой необходимы для реализации институциональными инвесторами стратегических планов по инвестированию [3].

Цель управления государственным долгом должна заключаться в удовлетворении потребностей в финансировании при наименьших возможных долгосрочных затратах и приемлемом уровне риска. Основными ключевыми задачами для достижения данной цели являются:

- совершенствование рынка государственных ценных бумаг;
- координация с кредитно-денежной политикой;
- содействие развитию финансового сектора.

Большое значение на рынке государственных ценных бумаг приобретает инвестиционная составляющая. Государство может выступать на фондовом рынке не только как контролирующий орган, но и как активный участник, аккумулируя с помощью рыночных инструментов средства населения и направляя их на финансирование инвестиционных программ.

Эффективным инструментом государственно-го заимствования могут стать *твердопроцентные инфраструктурные облигации*, которые могут выпускаться для привлечения инвестиционного капитала, в частности институциональных и частных инвесторов для реализации крупных стратегических проектов государственного значения. Выпуск инфраструктурных облигаций – один из эффективных инструментов привлечения долгосрочного финансирования при реализации проектов с длительными сроками освоения. А для того чтобы они стали универсальным инструментом, применяемым при реализации проектов в различных отраслях, необходима нормативно-правовая база, регулирующая в том числе вопросы гарантии, формата проектов, статуса эмитентов и еще ряд моментов, связанных со спецификой консервативных финансов [4].

Такие долговые ценные бумаги используются успешно во многих развивающихся странах, особенно в периоды трансформации экономики. Инфраструктурные облигации получили широкое применение в ряде стран. К ним можно отнести США, Австралию, Чили, Индию и т. д. В ряде этих стран инфраструктурные проекты финансируются пенсионными фондами посредством выпуска инфраструктурных облигаций [5].

По инвестиционному проекту, под который выпускаются инфраструктурные облигации, правительство гарантирует выполнение всех необходимых пунктов реализации проекта (законодательство, льготное налогообложение, тарифы) и несет солидарную ответственность с реализатором проекта перед инвесторами. При этом таким долговым государственным инструментам нет необходимости получать рейтинги международных агентств.

Данные инфраструктурные облигации могут быть включены в перечень ценных бумаг, разрешенных к приобретению первичными дилерами и институциональными инвесторами, в частности страховыми, инвестиционными и финансовыми компаниями, а также частными инвесторами. Эти облигации отличаются высокой степенью надежности, связанной с солидарной ответственностью государства по обязательствам их эмитента. Они также должны быть допущены к обращению на фондовом рынке по наивысшей категории листинга Кыргызской фондовой биржи.

Предлагаемая схема внедрения инфраструктурных облигаций, ее соответствующая правовая разработанность и надежность, которая присуща всем государственным ценным бумагам, делает данный инструмент наиболее привлекательным для потенциальных инвесторов и позволяет решить задачи модернизации объектов инфраструктуры и решения ряда проблем республиканского масштаба. Пилотными проектами в данном направлении могли бы быть строительство магистральных дорог внутри республики, строительство дорог в г. Бишкеке, строительство Камбаратинской ГЭС и других стратегических объектов страны [2].

Инвестиционный проект республиканского значения, который можно реализовать по указанной выше схеме, необходимо оценивать по степени влияния отрасли на экономику страны, анализу конкурентных преимуществ данного инвестиционного проекта, емкости внутреннего и внешнего рынка с учетом перспектив выхода продукции предприятий на соседние рынки. Обязательно должны учитываться задачи стимулирования притока частных инвестиций от институциональных и частных инвесторов в крупномасштабные и перспективные проекты, создающие мультипликативный эффект на экономику в целом.

В международной практике выпуска и обращения инфраструктурных облигаций, по сравнению с традиционными корпоративными облигациями, выделяются следующие особенности:

- целевое использование средств, полученных от размещения, для реализации долгосрочных инвестиционных инфраструктурных проектов (автомобильные и железные дороги, порты, аэропорты, линии электропередач, трубо- и нефтегазопроводы);
- осуществление выпуска инфраструктурных облигаций, преимущественно в рамках реализации концессионных соглашений между государством или местными органами власти и компанией-концессионером, которая выступает эмитентом облигаций;

Таблица 1 – Предложения по совершенствованию механизма государственного внутреннего заимствования в КР

Предлагаемые рекомендации и мероприятия	Фактическое положение	Предпосылки
Внедрение инфраструктурных облигаций для реализации стратегических инвестиционных проектов	Эмиссия государственных ценных бумаг для покрытия дефицита бюджета (ГКВ, ГКО)	Эмиссия инвестиционных ценных бумаг для расширения потенциала финансового рынка и минимизации бремени государственного долга
Изменение способов размещения (увеличение объемов единовременного заимствования и сокращение сроков)	Предполагается, но не реализовано. На сегодняшний день выпускаются ГКВ шести различных сроков	Эффективное формирование рыночной доходности
Внести коррективы в бюджетное законодательство КР о возможности выпуска государственных займов вне зависимости от уровня дефицита бюджета	Выпуск государственных ценных бумаг осуществляется в целях финансирования дефицита бюджета	Необходимость удовлетворения потребностей институциональных инвесторов и первичных дилеров; эмитентам необходим эталон, на который они будут опираться при выпуске ценных бумаг
Развитие вторичного рынка и разработка государственной программы по активизации населения и потенциальных частных инвесторов как участников фондовых процессов	Фактически наличие только первичного рынка (аукцион НБКР)	Возможность использовать средства институциональных инвесторов; источник дополнительного дохода населения
Необходимость разработки Министерством финансов КР долгосрочной Программы государственных заимствований	Составление на среднесрочный период примерной схемы эмиссии государственных ценных бумаг в разбивке по годам и видам бумаг	Основа для заемно-инвестиционной политики институциональных инвесторов
Удлинение сроков заимствования	Предполагается, но не реализовано	Минимизация стоимости обслуживания долга; диверсификация портфелей инвесторов по срокам
Разработка методов размещения государственных инструментов для целевых групп частных инвесторов, прежде институциональных	Не предусмотрено, в связи с ограниченным допуском на аукционы НБКР, кроме первичных дилеров	Источник дополнительных доходов домохозяйств; трансформация сбережений населения в инвестиции для реального сектора экономики
При формировании рыночной доходности учитывать спрэд, определяемый уровнем рисков	Не предусмотрено	Хеджирование ценовых и валютных рисков на внутреннем рынке; повышение доли участия ресурсов в реальной экономике

Примечание: Разработано автором.

- основными инвесторами, осуществляющими вложения в инфраструктурные облигации, являются институциональные (пенсионные фонды, страховые компании) и другие консервативные инвесторы.

Внедрение данной схемы в нашей республике имеет положительный результат, который заключается не только в привлечении инвестиций, но и в социальной направленности проектов: происходит увеличение рабочих мест и, соответственно, решение многих социальных проблем. Таким образом, реализация проектов (следовательно, функционирование объекта) становится еще и экономически целесообразной.

При выборе способа обеспечения исполнения обязательств эмитентом инфраструктурных облигаций необходимо исходить из того, что ни один из известных деловой практике способов обеспечения исполнения подобных обязательств не придает вложениям такой надежности, как государственная гарантия [2].

Введение в практику инструментов облигационного заимствования, в частности инфраструктурных облигаций, требует тщательного рассмотрения различных факторов, правильной оценки макроэкономической ситуации и проведения актуарных расчетов, что выражается в необходимости

сти создания комплексной системы управления государственными заимствованиями. Конечно, это очень сложно делать в условиях макроэкономической нестабильности, поэтому Минфину необходимо создать пошаговую программу внедрения этого инструмента в соответствии с вышеуказанными рекомендациями.

Реализуя инвестиционные возможности рынка государственного внутреннего долга, необходимо понимать, что инвестиции в инфраструктуру носят долгосрочный характер, они не дадут сиюминутного коммерческого эффекта. Однако без этих вложений наша страна в будущем не сможет обеспечить конкурентоспособность своей экономики. Требуются крупные долгосрочные инвестиции (не меньше нескольких десятков миллионов долларов на срок от 10 до 15 лет), обеспечить которые может рынок государственных долговых обязательств.

Необходима лишь инициатива для разработки программы и политическая воля для ее реализации.

#### *Литература*

1. Годовой отчет НБКР за 2013 год. Бишкек, 2014.
2. Эсеналиева. Н.С. Развитие рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике: дис. ... канд. экон. наук / Н.С. Эсеналиева. Бишкек, 2011.
3. Государственное регулирование рыночной экономики: учеб. пособие / отв. ред. И.И. Столяров. М.: Дело, 2001. 279 с.
4. Радченко Е.Б. Государственные ценные бумаги России и США: сравнительно-правовое исследование / Е.Б. Радченко. М.: Науч. кн., 2003. 214 с.
5. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования / Б.Б. Рубцов. М.: ИНФРА-М, 2009. 304 с.