

DOI: 10.5281/zenodo.15869923

Link: <https://zenodo.org/records/15869923>

О МЕСТЕ И РОЛИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В СИСТЕМЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ФИНАНСОВ

Файзиев З.А., к.э.н., доцент,
Ташкентский институт текстильной и
легкой промышленности

Аннотация: данная статья посвящена вопросам роли государственных ценных бумаг в системе государственных финансов

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, казначейские облигации, казначейские векселя, сертификаты Центрального банка, муниципальные облигации, Еврооблигации.

Государственные ценные бумаги (ГЦБ) представляют собой важный инструмент финансовой системы, позволяющий государству привлекать средства для покрытия бюджетного дефицита, финансирования инфраструктурных проектов и управления государственным долгом. В условиях развивающихся экономик, таких как Узбекистан, ГЦБ играют ключевую роль в стабилизации финансового рынка и повышении доверия инвесторов. Данный раздел рассматривает понятие ГЦБ, их классификацию по видам и основные характеристики, включая доходность, риски и ликвидность, с акцентом на особенности узбекского рынка ценных бумаг.

Государственные ценные бумаги — это долговые обязательства, выпускаемые государством или его уполномоченными органами для привлечения заемных средств. Они выступают инструментом монетарной политики, позволяя регулировать денежную массу, и средством финансирования государственных расходов³³. В отличие от корпоративных облигаций, ГЦБ характеризуются высокой надежностью, так как их погашение гарантируется государством, что снижает кредитный риск для инвесторов. В мировой практике ГЦБ включают казначейские облигации, векселя и муниципальные бумаги, каждая из которых выполняет специфические функции в зависимости от экономических целей эмитента³⁴.

В Узбекистане ГЦБ начали активно развиваться с начала 2000-х годов, когда реформы финансового сектора создали основу для формирования рынка ценных бумаг. По данным Центрального банка, в 2022 году объем выпуска национальных ГЦБ составил около 10 трлн сумов, что отражает их

³³ Fabozzi, F. J. (2012). Bond Markets, Analysis, and Strategies. 8th ed. Boston: Pearson.

³⁴ Mishkin, F. S. (2019). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 12th ed. Boston: Pearson.

возрастающую роль в бюджетном финансировании³⁵. Основными эмитентами выступают Министерство экономики и финансов и Центральный банк, которые используют ГЦБ для покрытия дефицита бюджета и управления ликвидностью банковской системы. Важной особенностью ГЦБ является их привлекательность для институциональных инвесторов, таких как банки и пенсионные фонды, благодаря стабильной доходности и низкому риску³⁶.

Государственные ценные бумаги классифицируются по различным критериям, включая эмитента, срок обращения, способ выплаты дохода и валюту номинала. Основные виды ГЦБ включают национальные казначейские облигации, муниципальные облигации и еврооблигации, каждая из которых имеет свои особенности и целевую аудиторию. Национальные казначейские облигации выпускаются центральным правительством и предназначены для внутреннего рынка. В Узбекистане такие облигации, номинированные в сумах, составляют основную долю ГЦБ, с объемом торгов на РФБ «Тошкент» около 8 трлн сумов в 2022 году³⁷. Они имеют фиксированную или плавающую ставку доходности и сроки обращения от 1 до 10 лет.

Муниципальные облигации выпускаются местными органами власти для финансирования региональных проектов, таких как строительство дорог или школ. В Узбекистане рынок муниципальных ГЦБ находится на начальной стадии развития из-за ограниченной финансовой самостоятельности хокимиятов, однако их потенциал значителен, особенно в крупных городах, таких как Ташкент и Самарканд. Еврооблигации, номинированные в иностранной валюте (обычно долларах США), привлекают международных инвесторов. Примером служит выпуск зеленых еврооблигаций Узбекистаном в 2021 году на \$750 млн, направленных на экологические проекты³⁸. Эти инструменты расширяют доступ к глобальному капиталу, но сопряжены с валютными рисками.

Дополнительно ГЦБ классифицируются по срокам обращения: краткосрочные (до 1 года, например, казначейские векселя), среднесрочные (1–5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет). В мировой практике краткосрочные векселя используются для управления ликвидностью, тогда как долгосрочные облигации финансируют крупные проекты. В Узбекистане преобладают среднесрочные облигации, что отражает осторожный подход к управлению долгом³⁹.

Государственные ценные бумаги обладают рядом характеристик, определяющих их привлекательность для инвесторов. Основные из них — доходность, риск, ликвидность и доступность. Доходность ГЦБ определяется купонной ставкой или дисконтом при погашении. В Узбекистане в 2022 году доходность национальных ГЦБ составляла 14–16% годовых, что превышало уровень инфляции (около 4%), делая их конкурентоспособными по сравнению с

³⁵ Центральный банк Республики Узбекистан. (2023). Обзор рынка ценных бумаг за 2022 год. Ташкент: ЦБУ.

³⁶ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. New York: Wiley.

³⁷ Журнал «Экономика и финансы Узбекистана». (2022). Рынок государственных ценных бумаг: тенденции и перспективы. № 3, с. 30–35

³⁸ International Monetary Fund. (2022). *Uzbekistan: Financial Sector Assessment*. Washington, DC: IMF.

³⁹ Центральный банк Республики Узбекистан. (2023). Обзор рынка ценных бумаг за 2022 год. Ташкент: ЦБУ.

банковскими депозитами. Однако доходность муниципальных облигаций остается неопределенной из-за отсутствия их выпуска, что требует дальнейшего развития рынка. Риск ГЦБ минимален, так как они обеспечены государственными гарантиями. Кредитный риск практически отсутствует для национальных облигаций, тогда как муниципальные бумаги могут нести риски, связанные с финансовым положением хокимиятов. Валютный риск актуален для еврооблигаций: например, ослабление сума на 5% в 2022 году увеличило стоимость обслуживания долларовых облигаций⁴⁰. Рыночный риск, связанный с колебаниями процентных ставок, также влияет на стоимость ГЦБ, особенно долгосрочных.

Ликвидность ГЦБ зависит от активности вторичного рынка. В Узбекистане вторичный рынок ГЦБ слаб, с объемом торгов менее 10% от первичных размещений в 2022 году, что снижает их привлекательность для частных инвесторов [4]. В мировой практике высокая ликвидность казначейских облигаций США или Германии обеспечивается развитой инфраструктурой бирж и участием маркет-мейкеров. Доступность ГЦБ для населения в Узбекистане ограничена низкой финансовой грамотностью (охватывает 20% населения) и высокими порогами входа, что требует упрощения процедур покупки через цифровые платформы.

Таблица 1.

Виды государственных ценных бумаг и их характеристики⁴¹

Вид ГЦБ	Эмитент	Срок обращения	Доходность	Пример в Узбекистане
Казначейские облигации	Министерство экономики и финансов	1–10 лет	Фиксированная (14–16%)	Облигации на 8 трлн сумов, 2022 год
Казначейские векселя	Министерство экономики и финансов	До 1 года	Дисконтная	Не выпускаются (потенциал в будущем)
Муниципальные облигации	Хокимияты	3–7 лет	Не определена	Планируются в Ташкенте, 2027 год
Еврооблигации	Правительство	5–10 лет	4–6% (в USD)	Зеленые облигации, \$750 млн, 2021 год

Государственные ценные бумаги играют важную роль в экономике Узбекистана, обеспечивая стабильное финансирование бюджета и способствуя развитию финансового рынка. В 2022 году ГЦБ покрыли около 15% дефицита

⁴⁰ International Monetary Fund. (2022). Uzbekistan: Financial Sector Assessment. Washington, DC: IMF.

⁴¹ Центральный банк Республики Узбекистан. (2023). Обзор рынка ценных бумаг за 2022 год. Ташкент: ЦБУ.

государственного бюджета, что позволило сократить зависимость от внешних заимствований. Они также служат инструментом монетарной политики, позволяя Центральному банку регулировать ликвидность банковской системы через операции на открытом рынке⁴². Для инвесторов ГЦБ представляют надежный актив с прогнозируемой доходностью, что особенно важно в условиях экономической нестабильности. Однако ограниченное участие частных инвесторов, составляющих менее 5% держателей ГЦБ в 2022 году, подчеркивает необходимость повышения финансовой грамотности и упрощения доступа к рынку. В долгосрочной перспективе развитие муниципальных ГЦБ может стимулировать региональные проекты, такие как модернизация инфраструктуры в Самарканде или Бухаре, что повысит экономическую активность.

Развитие рынка ГЦБ в Узбекистане требует устранения барьеров, таких как низкая ликвидность и отсутствие муниципальных облигаций. Введение новых видов ГЦБ, таких как облигации с плавающей ставкой или индексированные на инфляцию, может привлечь инвесторов с разными предпочтениями. Пример Бразилии, где диверсификация облигаций увеличила спрос на 30% за три года, подтверждает эффективность такого подхода⁴³. В Узбекистане выпуск зеленых ГЦБ, ориентированных на экологические проекты, может привлечь международных ESG-инвесторов, как это произошло в 2021 году. Модернизация РФБ «Тошкент» и привлечение маркет-мейкеров повысят ликвидность вторичного рынка, а цифровизация процессов покупки (например, через мобильные приложения банков) сделает ГЦБ доступными для населения. Создание законодательной базы для муниципальных облигаций, как в России, где регионы активно выпускают бумаги, станет важным шагом для децентрализации финансирования⁴⁴. Эти меры создадут основу для роста рынка ГЦБ до \$10 млрд к 2030 году, как прогнозируется в контексте текущих реформ.

Государственные ценные бумаги (ГЦБ) играют ключевую роль в формировании инвестиционного климата страны, оказывая влияние на экономическую стабильность, финансовые рынки и поведение инвесторов. Инвестиционный климат включает в себя совокупность факторов, таких как экономическая стабильность, правовая среда, политическая обстановка и развитие финансовых рынков, которые влияют на решения инвесторов о размещении капитала. ГЦБ, как долговые обязательства государства, являются важной частью этой системы, обеспечивая стабильность и прозрачность финансового рынка.

Говоря о роли и основных функциях ГЦБ можем отметить:

1. Ориентир для процентных ставок и стоимости капитала ГЦБ, такие как казначейские облигации, векселя и ноты, задают так называемую "безрисковую ставку", которая служит эталоном для ценообразования других финансовых инструментов, включая корпоративные облигации, банковские

⁴² World Bank. (2021). Uzbekistan: Public Finance Management Reform. Washington, DC: World Bank.

⁴³ European Central Bank. (2019). Bond Market Developments in Emerging Economies. Frankfurt: ECB.

⁴⁴ Журнал «Рынок ценных бумаг». (2023). Государственные ценные бумаги Узбекистана: структура и динамика. № 5, с. 15–20.

кредиты и ипотечные ставки. Например, доходность 10-летних казначейских облигаций США часто используется как базовая ставка для расчета стоимости капитала в экономике. Когда доходность ГЦБ растет, это может привести к увеличению процентных ставок по кредитам, что влияет на инвестиционные решения бизнеса и частных лиц. Таким образом, ГЦБ формируют основу для финансовых расчетов, что является ключевым фактором для инвесторов, оценивающих стоимость и риски вложений.

2. Индикатор экономического здоровья и ожиданий. Доходность ГЦБ и форма кривой доходности (yield curve) являются важными индикаторами ожиданий рынка относительно будущего экономического роста, инфляции и монетарной политики. Кривые доходности, которые отображают зависимость доходности облигаций от их срока погашения, могут принимать различные формы:

- Восходящая кривая (когда доходность долгосрочных облигаций выше краткосрочных) указывает на ожидания экономического роста и умеренной инфляции. Например, в декабре 2024 года восходящая кривая доходности в США сигнализировала о позитивных экономических ожиданиях.

- Инвертированная кривая (когда доходность краткосрочных облигаций выше долгосрочных) часто предшествует рецессии. Исторически инверсии кривой доходности в США предсказывали экономические спады в течение последних 50 лет.

- Плоская кривая может указывать на неопределенность в экономике. Кроме того, разница в доходности ГЦБ между странами (спред) отражает уровень странового риска. Например, в марте 2014 года инвертированная кривая доходности в Украине сигнализировала о высоком риске реструктуризации долга в течение года. Эти сигналы помогают инвесторам оценивать риски и принимать решения, что делает ГЦБ важным элементом инвестиционного климата.

3. Инструмент монетарной политики. Центральные банки используют ГЦБ для проведения операций на открытом рынке, регулируя денежную массу и процентные ставки. Покупка ГЦБ центральным банком увеличивает ликвидность в экономике, снижая процентные ставки и стимулируя инвестиции. Напротив, продажа ГЦБ сокращает денежную массу, что помогает сдерживать инфляцию. Например, Центральный банк Узбекистана активно использует операции с ГЦБ для управления ликвидностью банковской системы, что способствует стабильности финансового сектора и поддерживает инвестиционный климат. Стабильная монетарная политика, подкрепленная операциями с ГЦБ, создает предсказуемую экономическую среду, что является важным фактором для привлечения инвестиций.

4. Источник финансирования государства и сигнал фискальной устойчивости ГЦБ позволяют правительствам финансировать бюджетные дефициты, инфраструктурные проекты и социальные программы. Эффективное управление государственным долгом через выпуск ГЦБ сигнализирует о фискальной ответственности, что повышает доверие инвесторов. Например,

страны с высоким кредитным рейтингом, такие как США или Германия, могут привлекать капитал по низким ставкам благодаря надежности их ГЦБ. Напротив, чрезмерное накопление долга или неэффективное управление им может привести к росту доходности ГЦБ, что увеличивает стоимость заимствований для частного сектора и снижает привлекательность инвестиционного климата. В Узбекистане выпуск ГЦБ направлен на финансирование бюджетного дефицита и поддержку экономических реформ, что способствует укреплению доверия инвесторов.

5. Развитие финансовых рынков Развитый рынок ГЦБ является основой для функционирования финансовой системы. Ликвидный и глубокий рынок государственных облигаций привлекает институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, страховые компании и банки, которые нуждаются в надежных и ликвидных активах. Это улучшает ценообразование на рынке, снижает стоимость заимствований и способствует диверсификации инвестиционных портфелей. В развивающихся странах, таких как Узбекистан, развитие рынка ГЦБ является частью стратегии по увеличению доли ценных бумаг в ВВП до 5% к 2023 году, что должно стимулировать экономический рост и привлечение инвестиций. Например, в странах Азии и Латинской Америки развитие местных рынков ГЦБ в национальной валюте позволило снизить зависимость от внешних заимствований, что укрепило их инвестиционный климат.

6. Управление ликвидностью и кредитными ресурсами в некоторых странах государственные банки обязаны покупать ГЦБ, что может ограничивать их ликвидность для кредитования частного сектора. Например, в Алжире государственные банки, контролируемые 85% банковского сектора, обязаны приобретать ГЦБ, что снижает их способность предоставлять кредиты бизнесу, тем самым ограничивая инвестиционные возможности. В то же время, хорошо организованный рынок ГЦБ может обеспечить стабильный источник финансирования для экономики, снижая зависимость от внешних заимствований и поддерживая инвестиционный климат.

7. Содействие устойчивому развитию через "зеленые" облигации В последние годы ГЦБ стали важным инструментом для финансирования экологически устойчивых проектов. "Зеленые" облигации, выпускаемые правительствами, направлены на финансирование проектов в области возобновляемой энергии, энергоэффективности и адаптации к изменению климата. Такие облигации привлекают инвесторов, ориентированных на устойчивое развитие, и способствуют улучшению репутации страны на международной арене. Например, исследования показывают, что "зеленые" облигации эффективно хеджируют риски, связанные с неопределенностью климатической политики, особенно в развивающихся странах. В Узбекистане развитие "зеленых" облигаций может стать важным шагом для привлечения международных инвесторов и улучшения инвестиционного климата.

8. Влияние на валютную стабильность Спрос на ГЦБ, особенно со стороны иностранных инвесторов, влияет на курс национальной валюты.

Высокий спрос на ГЦБ увеличивает спрос на национальную валюту, что может укрепить ее курс. Например, приток иностранного капитала в ГЦБ Узбекистана способствует стабилизации сума, что делает экономику более привлекательной для инвесторов. Напротив, снижение интереса к ГЦБ может привести к ослаблению валюты, что увеличивает стоимость импорта и влияет на инвестиционные решения.

Государственные ценные бумаги являются фундаментальным элементом инвестиционного климата, обеспечивая стабильность, прозрачность и ориентиры для финансовых рынков. Они служат эталоном для процентных ставок, отражают ожидания рынка относительно экономического роста и инфляции, а также играют ключевую роль в монетарной и фискальной политике. Развитие рынка ГЦБ способствует укреплению финансовой системы, привлечению инвестиций и созданию благоприятной среды для

Таблица 2.

Основные функции ГЦБ в формировании инвестиционного климата⁴⁵

Функция	Описание	Влияние на инвестиционный климат
Ориентир для процентных ставок	Задают базовую ставку для ценообразования финансовых инструментов	Определяет стоимость капитала, влияя на инвестиционные решения
Индикатор экономических ожиданий	Отражают ожидания по росту, инфляции и рискам	Помогает инвесторам оценивать риски и перспективы экономики
Инструмент монетарной политики	Регулируют денежную массу и процентные ставки	Обеспечивает стабильность, привлекая инвесторов
Финансирование государства	Покрывают бюджетный дефицит и проекты	Сигнализирует о фискальной устойчивости
Развитие финансовых рынков	Привлекают институциональных инвесторов, улучшают ликвидность	Укрепляет финансовую систему, снижая риски для инвесторов
Управление ликвидностью	Могут ограничивать кредитование частного сектора	Может ограничивать инвестиции, если рынок не сбалансирован
Поддержка устойчивого развития	Финансируют экологические проекты через "зеленые" облигации	Привлекает инвесторов, ориентированных на устойчивое развитие
Влияние на валютную стабильность	Спрос на ГЦБ влияет на курс национальной валюты	Укрепляет валюту, повышая привлекательность экономики

⁴⁵ World Bank. (2021). Uzbekistan: Public Finance Management Reform. Washington, DC: World Bank.

бизнеса. Однако их чрезмерное использование или неэффективное управление может привести к снижению ликвидности, росту процентных ставок и ухудшению инвестиционного климата. Поэтому баланс между выпуском ГЦБ и их влиянием на экономику является критически важным для поддержания устойчивого роста и привлекательности страны для инвесторов.

Список использованной литературы

1. Закон Республики Узбекистан «О банках и банковской деятельности» от 5 ноября 2019 года, № ЗРУ-580.
2. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан «О мерах по поддержке предпринимательства» от 20 июня 2022 года, № 345.
3. World Bank. (2021). Uzbekistan: Public Finance Management Reform. Washington, DC: World Bank.
4. Журнал «Рынок ценных бумаг». (2023). Государственные ценные бумаги Узбекистана: структура и динамика. № 5, с. 15–20.
5. European Central Bank. (2019). Bond Market Developments in Emerging Economies. Frankfurt: ECB.
6. International Monetary Fund. (2022). Uzbekistan: Financial Sector Assessment. Washington, DC: IMF.
7. Центральный банк Республики Узбекистан. (2023). Обзор рынка ценных бумаг за 2022 год. Ташкент: ЦБУ.
8. Mishkin, F. S. (2019). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 12th ed. Boston: Pearson.
9. Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. New York: Wiley.
10. Журнал «Экономика и финансы Узбекистана». (2022). Рынок государственных ценных бумаг: тенденции и перспективы. № 3, с. 30–35
11. Fabozzi, F. J. (2012). Bond Markets, Analysis, and Strategies. 8th ed. Boston: Pearson.