

УДК 336.763.33 (575.2) (04)

## ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ

Н.С. Эсеналиева – ст. преподаватель

Рассматриваются проблемы функционирования и развития государственных казначейских векселей, а также текущая ситуация на рынке государственных ценных бумаг и вторичном рынке, перспективы развития и пути совершенствования рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике.

*Ключевые слова:* государственные ценные бумаги; дефицит государственного бюджета; первичные дилеры.

Важнейшей частью фондового рынка выступает сектор государственных ценных бумаг, т.е. долговых обязательств правительства. Возникновение этого вида ценных бумаг связано с развитием экономических функций государства, для реализации которых была создана система государственных финансов, состоящая из двух дополняющих друг друга подсистем: бюджетной и кредитной.

Бюджет современного государства, как правило, характеризуется превышением расходов над доходами, т.е. он практически всегда дефицитен. Дефицит государственного бюджета следует рассматривать в связи с особенностями развития страны на конкретном историческом этапе. Дефицит негативен, если он – следствие войн, милитаризации экономики, снижения уровня национального производства, ошибок и просчетов правительства и т.п. Дефицит может быть позитивным, если он отражает активное участие государства в экономическом росте страны. В этом случае его преодоление встречает меньше трудностей. Вместе с тем бюджет, сбалансированный по доходам и расходам, всегда свидетельствует о пропорционально развивающейся стабильной национальной экономике<sup>1</sup>.

В условиях централизованно-плановой экономики, основанной на безраздельном господстве общественной собственности и жестком диктате государства в экономике и политике, государственный долг перестает быть императивным,

превращаясь в совокупность обязательств, подверженных манипуляциям и со стороны государства. Об этом свидетельствует существовавшая в СССР до 1958 г. система ежегодных принудительных займов, не приносивших реальных доходов. Неоднократный отказ государства выполнять обязательства перед своими гражданами – свидетельство неэффективности и банкротства этой системы.

Рыночная экономика, основанная на законах, обязательных к исполнению, в частности на соблюдении имущественных обязательств, предполагает наличие оформленных в виде государственного долга долговых обязательств государства как перед юридическими, так и перед физическими лицами.

Государственные заимствования осуществляются в виде государственных займов и прямых кредитов. Государственные займы характеризуются тем, что временно свободные денежные средства физических и юридических лиц привлекаются путем выпуска и реализации государственных ценных бумаг<sup>2</sup>.

Международная практика знает много видов финансовых долговых обязательств государства. В современном мире наибольшее развитие имеет рынок государственных ценных бумаг в США, на нем государство выступает как самый крупный заемщик.

Рынок государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике представлен в основ-

<sup>1</sup> Ценные бумаги: Учебник / Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. 2е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2001. – С. 57.

<sup>2</sup> Вавилов Ю.А. Государственный долг: Учебное пособие для вузов. 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Перспектива, 2007. – С. 11.

ном краткосрочными ценными бумагами – государственными казначейскими векселями.

Одновременно с введением национальной валюты (10 мая 1993 г.) была начата эмиссия краткосрочных казначейских ценных бумаг. На основании соглашения между Министерством финансов и Национальным банком Кыргызской Республики в 1993–1994 гг. главный банк выпускал векселя. Введение этого инструмента позволило использовать свободные средства банковского сектора и способствовало развитию кредитных аукционов, проводившихся центральным банком (кредит можно было получить под залог, а его акцептной формой были казначейские векселя). Бюджетный дефицит финансировался за счет внешних источников и кредита центрального банка. Ограниченные размеры средств, полученных от продажи казначейских векселей в эти первые годы выпуска, позволили Национальному банку КР проводить денежно-кредитную политику. Аукционы казначейских векселей стали инструментом регулирования количества денег в обращении<sup>1</sup>.

С начала 1995 г. поступления от реализации казначейских векселей направляются в Министерство финансов, которому передано также обслуживание этих обязательств. Национальный банк выполняет роль депозитария: хранит информацию о закупленных векселях (казначейские векселя имеют немонетарную форму и существуют в виде записей на счетах участников

рынка), а также осуществляет расчеты между дилерами на первичном рынке.

Государственные казначейские векселя (далее ГКВ) уже давно заняли лидирующую позицию на финансовом рынке Кыргызской Республики. В настоящее время государственные казначейские векселя поглощают практически все, в частности временно свободные безналичные денежные средства предприятий, решая задачу по финансированию бюджетного дефицита. Возникает вопрос, что больше всего беспокоит участника этого рынка: получить максимальную прибыль на нем, снизить потери своих клиентов, или же больше всего беспокоит низкая ликвидность государственных казначейских векселей? Агенты, имеющие статус институционального инвестора на рынке, не могут реализовывать свои государственные казначейские векселя до момента их погашения. Приобретая государственные казначейские векселя через банки-дилеры и имея такую возможность, теоретически на практике невозможно гарантированно получить (при реализации государственных казначейских векселей в необходимое для инвестора время) усредненную более высокую доходность по государственным казначейским векселям, чем по банковским депозитам.

Довольно часто возникает ситуация, когда государственные казначейские векселя вовсе не удается реализовать и за половину накопленной стоимости, т.е. они просто являются неликвидными. Эти обстоятельства – сильнейший сдерживающий фактор для развития вторичного рынка государственных казначейских векселей.

Международный опыт показывает, что государство должно получать на вторичном рын-

<sup>1</sup> *Абдынасыров У.Т.* Рынок ценных бумаг Кыргызской Республики и совершенствование государственного регулирования. – Бишкек: Кыргызстан, 2002. – С. 49.

Таблица 1

Структура внутреннего государственного долга, млн. сом<sup>1</sup>

Государственный внутренний долг на 31.12.2007 г.	7141,18
Из них:	
1. Долгосрочные ценные бумаги:	
Государственные казначейские обязательства (ГКО)	3523,15
Государственные казначейские векселя урегулирования (ГКВу)	550
Простой вексель (ПВ ОГРЗ)	619
Государственные казначейские векселя 18–24 мес.	1012,07
Переводной вексель (задолженность Элбанка перед вклад.)	29,37
2. Краткосрочные ценные бумаги:	
Государственные казначейские векселя 3–12 мес.(ГКВ)	723,92
3. Индексация сбережений населения	683,67

<sup>1</sup> Данные сайта Министерства финансов Кыргызской Республики [www.minfin.kg](http://www.minfin.kg)

Таблица 2

Поступления и погашение ГКВ, млн. сом.\*

Год	Проценты	Основная сумма	Объем эмиссии, млн. сом.	Поступления, млн. сом.	Чистое финансирование**	Чистое сальдо***
1996	9,57	106,47	185,24	170,02	63,55	53,98
1997	23,34	242,95	375,05	324,56	81,62	58,28
1998	87,7	468,62	729,71	607,01	138,39	50,69
1999	113,85	733,45	914,27	760,59	27,14	-86,71
2000	131,8	486,38	364,79	312,31	-174,07	-305,87
2001	60	458,34	607,09	531,35	73	13
2002	79,49	766,77	1 035,81	962,72	195,94	116,45
2003	51,11	642,39	823,94	740,19	97,8	46,69
2004	80,7	795,91	966,99	902	106,08	25,38
2005	61,51	855,8	1 208,16	1 123,57	267,76	206,26
2006	82,94	1133,64	1419,52	1337,41	203,76	120,83
2007	58,31	1135,66	1295,87	1160,82	25,15	-33,14

\* Данные сайта Министерства финансов Кыргызской Республики, www. minfin.kg.

Поступления и погашения ГКВ с 1996 по 2007 гг., млн. сом.

\*\* Чистое финансирование = Поступление – Основная сумма.

\*\*\* Чистое сальдо = Реально полученные дополнительные ресурсы бюджета – Процентные выплаты.

ке государственных ценных бумаг доход, соизмеримый с эмиссионным доходом. Сдерживая, таким образом, развитие вторичного рынка государственных казначейских векселей, республика теряет миллионы сомов в неделю, а участники рынка государственных казначейских векселей – свои доходы (табл. 1).

Немало претензий предъявляются к банкам-дилерам. В настоящее время существует 17 первичных дилеров на рынке государственных казначейских векселей, которые и являются ответственными за исполнение нормативных актов Национального банка при работе на вторичном рынке. Очень трудно объяснить ситуацию в условиях, когда банки не владеют оперативной агрегированной информацией о предложениях на покупку/продажу государственных казначейских векселей, которую могут поставлять им участники рынка государственных казначейских векселей (рис. 1).

Развитие вторичного рынка государственных казначейских векселей и объединение торговли акциями и продажи казначейских векселей – актуальная проблема. Национальный банк не был заинтересован в этом, так как размещение государственных казначейских векселей, клиринг (проведение платежей и взаиморасчетов) и все связанные с этим расходы добровольно нес Национальный банк. Поэтому очень ограничен-

ный круг первичных дилеров (отдельный список коммерческих банков и некоторые институциональные инвесторы) вполне устраивал Национальный банк. Развитие вторичного рынка государственных казначейских векселей и доступ к торгам профессиональных участников рынка ценных бумаг привлекли бы дополнительные нагрузку и затраты (табл. 2).

Государственный внутренний долг на 31.12.2007 г.

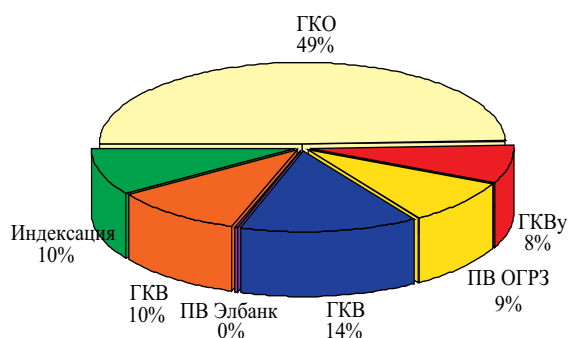


Рис. 1. Соотношение государственных ценных бумаг

Торговля государственных ценных бумаг через Кыргызскую фондовую биржу создала условия для переезда коммерческих банков на биржу вместе с валютными торгами. Теперь никто и ничто не мешает коммерческим банкам про-

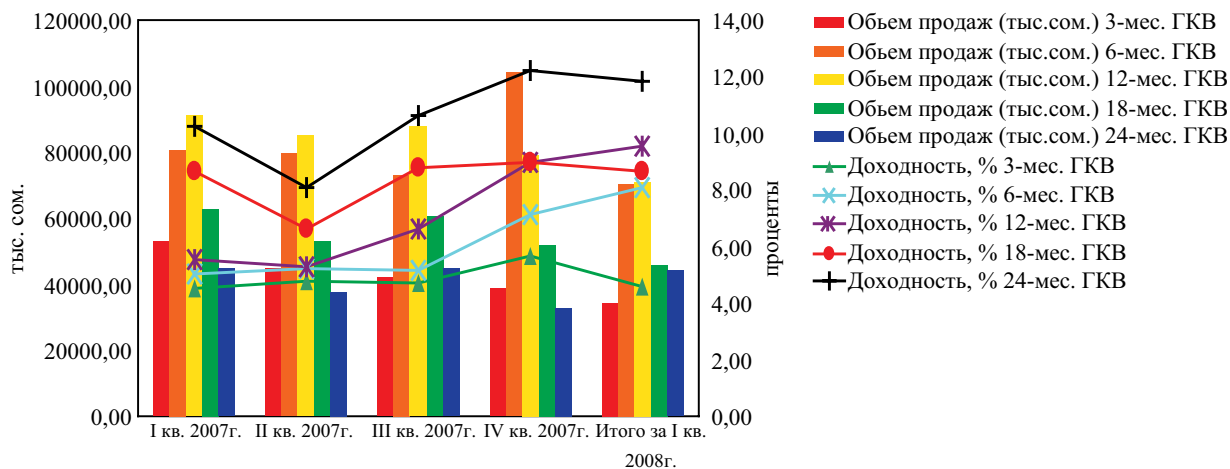


Рис. 2. Объем продаж и доходность ГКВ, тыс. сом.<sup>1</sup>

водить валютные операции через Кыргызскую фондовую биржу.

Однако коммерческие банки не торопятся делать это. Причина в следующем. Во-первых, биржа – негосударственная организация, и банки пока не хотят воспринимать ее как независимую торговую площадку, подозревая аффилированность, корпоративные интересы и другие, дополнительные к объективным факторы риска. Во-вторых, за место на бирже надо платить, что тоже не очень привлекательно. Хотя рано или поздно банкам все равно придется платить за место на любой торговой площадке. И здесь биржа должна настроиться на конструктивный диалог с банками, чтобы создать себе инвестиционную привлекательность. В Казахстане, например, дневной оборот продажи валюты на фондовой бирже достигает 20 млн. долл. США – это мощная поддержка финансовому состоянию биржи.

Рассмотрим динамику объема продаж ГКВ и Нот НБКР с 2007 г. по I кв. 2008 г. (рис. 2).

В динамике с 2007 г. объем продаж по всем показателям колебался незначительно: доходность от 4 до 12% в общем объеме продаж. В отличие от прошлого года объем продаж по 3, 6, 12, 18 и 24 мес. ГКВ снизился почти в 1,5 раза. Сделав анализ объема спроса и продаж ГКВ, видно, что это произошло за счет уменьшения спроса в I кв. 2008 г. по сравнению с прошлым годом и высокой доходностью ГКВ по всем срочностям.

На рис. 3 приведен объем продаж Нот НБКР с 2007 г. по I кв. 2008 г. Наибольшим спросом пользуются 14- и 28-дневные ноты. Объем про-

даж этих нот значительно больше 91-дневных нот. Доходность нот колеблется незначительно и в I кв. 2008 г. составила по всем срочностям от 5 до 10%.

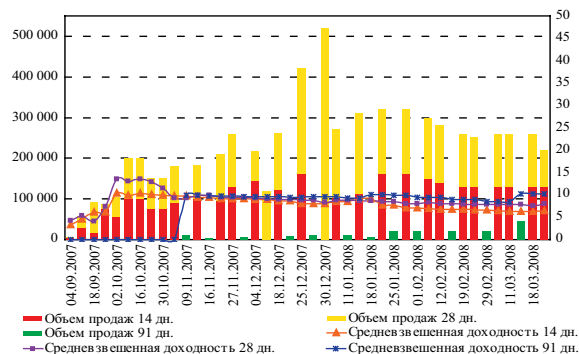


Рис. 3. Динамика продаж Нот НБКР, тыс. сом.<sup>2</sup>

В декабре 2007 г. объем продаж 28-дневных нот – самый высокий. Это произошло за счет дополнительного размещения нот. В динамике объем продаж и доходность нот по всем срочностям изменился в положительную сторону.

Кроме НБКР, агентом по первичному размещению ГКВ по пилотному проекту также выступала Кыргызская фондовая биржа, на которой размещались 9-мес. ГКВ. Так же, как НБКР, КФБ размещал ГКВ на аукционной основе ежедневно в пятницу. Доходность по ГКВ свободно определяется на аукционах в соответствии с ценами, предложенными участниками на аукционе. 9-мес. ГКВ могут свободно покупаться и

<sup>1</sup> Данные сайта nbkr.kg

<sup>2</sup> Данные сайта nbkr.kg

продаваться на вторичном рынке в торговой системе КФБ. На рис. 4 можно видеть объем продаж ГКВ 9-мес. с 2007 г. по 1 кв. 2008 г.

Из анализа объема продаж ГКВ через КФБ видно, что с 2008 г. объем продаж резко вырос за счет увеличения объема спроса на 9-мес. ГКВ и увеличения доходности.

В целом операции на открытом рынке в основном происходят на первичном рынке. Объем продаж ГКВ и Нот больше на торговой площадке НБКР. Как видно из анализа первичного рынка ГЦБ, объемы продаж увеличиваются по сравнению с 2007 г. в 2008 г. почти в 1,5 раза. Это связано с увеличением спроса на ГЦБ и увеличением доходности ГЦБ. Так как ГЦБ – это безрисковые ценные бумаги, то вложение в ГЦБ очень выгодно, несмотря на небольшую доходность по сравнению с депозитами.

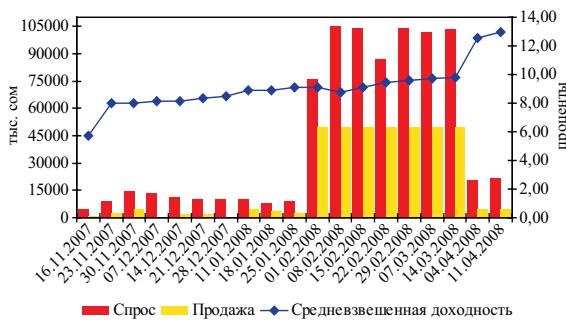


Рис. 4. Объем продаж ГКВ – 9 мес, тыс. сом.<sup>1</sup>

За последние годы было введено много новых мер по регулированию рынка казначейских векселей, которые изменили принципы его функционирования. Главный банк республики упорядочил нормы функционирования первичного рынка, доступ на него физических лиц и институциональных инвесторов, принципы работы вторичного рынка. Эти изменения, несомненно, способствовали повышению активности инвесторов на рынке государственных ценных бумаг. В то же время возникла реальная угроза возникновения “ловушки задолженности”, при которой доходов от реализации векселей будет хватать только на то, чтобы покрывать обязательства предыдущих периодов.

В ходе проводимого анализа по казначейским векселям можно утверждать, что существуют макроэкономические препятствия для развития рынка казначейских векселей. Например,

в первые годы внедрения казначейских векселей был высокий уровень инфляции. Высокая доходность казначейских векселей соответственно предопределяет высокий уровень спроса и инфляции.

Заявляя свои предложения, инвесторы стремятся получить на вложенные средства реальные положительные доходы. При высокой годовой инфляции номинальные процентные ставки по векселям чрезвычайно высоки. Следует обратить внимание на то, что, несмотря на высокие номинальные ставки, реальный доход не всегда положителен. Это в определенной мере объясняет причину ограниченной величины заявленного предложения. Высокий уровень инфляции является существенным препятствием на пути развития рынка.

Высокая инфляция воздействует на уровень инфляционных ожиданий, на оценку перспектив экономического развития, а также повышает рискованность инвестиций, связанную с состоянием финансового сектора. Снижение уровня инфляции является необходимым условием для развития рынка казначейских векселей. В условиях высокой инфляции не существует долгосрочного кредитования, нет и долгосрочных инвестиций на финансовых рынках. Развитие долгосрочных форм финансирования дефицита могло бы дать фискальным органам время для проведения необходимой бюджетной реформы (повышения собираемости налогов, реформы расходов и изменение их структуры). И поэтому, конечно же, Нацбанку необходимо и дальше продолжать свою денежно-кредитную политику, направленную на снижение инфляции в республике.

Препятствием для развития казначейских векселей может быть и высокий уровень бюджетного дефицита. Сокращение дефицита позволило бы снизить финансирование дефицита за счет кредитов Национального банка и впоследствии привело бы к снижению инфляции. Одновременно стало бы возможно финансировать большую часть дефицита неинфляционными способами.

Большая проблема и в том, что в республике очень низкий уровень сбережений физических лиц, который является следствием низкого уровня доходов, задолженностей по выплате заработной платы, высокой доли расходов на текущее потребление в общем объеме расходов. Кроме того, трудно ожидать роста сбережений в условиях падения реальных доходов. И как следствие – низкая доля участия физических лиц в покупке государственных казначейских векселей.

<sup>1</sup> Кыргызская фондовая биржа. [www.kse.kg](http://www.kse.kg)

Еще одно препятствие: кризис банковского сектора, который, несомненно, проявляется в отсутствии доверия к институтам финансового сектора. С другой стороны, слабые банки не могут принимать активное участие в функционировании вексельного рынка в качестве дилеров первичного рынка. Это снижает конкуренцию, а также создает для существующих дилеров условия для оказания сильного воздействия на доходность инвестиций в казначейские ценные бумаги.

На рынке государственных ценных бумаг КР наблюдается низкая конкуренция вследствие практического отсутствия вторичного рынка. Если исходить из того, что достигнутые за последние годы темпы роста ВВП сохраняются и в будущем, то для того, чтобы не попасть в “ловушку задолженности”, необходимым условием является снижение реальной доходности казначейских векселей (хотя, конечно, реальный доход должен быть положительным). Поскольку применять административные методы регулирования рынка не рекомендуется, следует использовать любые возможности для увеличения спроса и конкуренции. Это означает ликвидацию препятствий, ограничивающих развитие рынка, то есть ограничений в доступе на вторичный рынок. Любые методы, повышающие ликвидность казначейских векселей, воздействуют на уровень конкуренции и объем заявленного спроса.

Отсутствие рекламы размещения средств в казначейские ценные бумаги также является организационным препятствием. Недооценка маркетинга казначейских ценных бумаг может быть важной причиной низкого участия физических лиц и причиной низкой ликвидности векселей для самого государства-эмитента, так как не только инвестор заинтересован в ликвидности ценных бумаг, но и эмитент хочет, чтобы его ценная бумага имела ликвидность.

Налогообложение доходов (также является одним из препятствий) от приобретения казначейских векселей физическими лицами было отменено лишь в декабре 1996 г. Это, несомненно, означает, что одно из препятствий на пути развития рынка было ликвидировано. Введение налоговых льгот, связанных с приобретением векселей (без права их продажи до момента выкупа государством), может способствовать повышению активности этой группы инвесторов, а значит, и повышению ликвидности с позиции эмитента.

И последнее: нестабильность валютного курса. Альтернативной формой размещения свободных денежных средств физических лиц является приобретение иностранной валюты. В условиях нестабильности курса происходит быстрое перемещение свободных средств в инвестиции на валютном рынке за счет сокращения объемов средств, размещаемых на других финансовых рынках.