

**НАЦИОНАЛЬНАЯ АКАДЕМИЯ НАУК КЫРГЫЗСКОЙ  
РЕСПУБЛИКИ**

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ им. ДЖ. АЛЫШБАЕВА**

**КЫРГЫЗСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
им. Ж. БАЛАСАГЫНА**

**ДИССЕРТАЦИОННЫЙ СОВЕТ  
Д. 08.11.021**

*На правах рукописи  
УДК 336.763.33(5752)(04)*

**ЭСЕНАЛИЕВА НАЗИРА СОЛТОНБЕКОВНА**

**РАЗВИТИЕ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ  
БУМАГ  
В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ**

**08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит**

**ДИССЕРТАЦИЯ**

**на соискание ученой степени**

**кандидата экономических наук**

**Научный руководитель: д.э.н., профессор Бектенова Д.Ч.**

**Бишкек 2011**

## Содержание

<b>Введение.....</b>	<b>3</b>
<b>Глава 1. Теоретические основы необходимости эмиссии государственных ценных бумаг.....</b>	<b>9</b>
1.1. Экономическая сущность ценных бумаг – как источника мобилизации дополнительных финансовых ресурсов.....	9
1.2. Роль государственных ценных бумаг в структуре финансовых ресурсов государства.....	31
1.3. Основные этапы эволюции рынка государственных ценных бумаг в развитых странах.....	50
<b>Глава 2. Современное состояние рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике.....</b>	<b>65</b>
2.1. Экономические предпосылки эмиссии государственных ценных бумаг .....	66
2.2. Анализ современного состояния рынка государственных ценных бумаг .....	93
2.3. Государственные ценные бумаги, как инструмент денежно-кредитной политики Национального Банка Кыргызской Республики.....	129
<b>Глава 3. Проблемы и пути совершенствования развития рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике.....</b>	<b>147</b>
3.1. Проблемы покрытия государственного внутреннего долга .....	147
3.2. Перспективы и стратегия развития рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике.....	156
<b>Заключение.....</b>	<b>171</b>
<b>Список использованной литературы.....</b>	<b>178</b>

## Введение

**Актуальность темы.** Период трансформации экономики Кыргызской Республики в начале 90-х годов характеризовался глубоким кризисом государственных финансов, который неизбежно сказался на состоянии экономической системы в целом. Недостаточность финансовых ресурсов в бюджете для финансирования социальных и экономических программ обусловила необходимость привлечения средств на внутреннем и внешнем рынках. Однако недостаточная степень разработки основ организации государственных заимствований привели к бессистемному использованию заёмных ресурсов, которые направлялись на финансирование текущих расходов или рефинансирование государственного долга и усугубляли бремя его обслуживания.

В результате отсутствия глубокого научного обоснования и единой концепции организации государственных заимствований в республике возникла реальная угроза нарастания долгового кризиса. В связи с критическим уровнем государственного долга в размере 77,6 % от ВВП в 2006 году Кыргызстану было предложено участие в программе НРС, инициированной МВФ и Всемирным банком для предоставления всестороннего сокращения бремени долга для бедных стран с высоким уровнем задолженности. НРС вызвал бурные дебаты и протесты, в итоге Кыргызстан не вступил в данную программу, но проблемы по государственному долгу остались, а общая сумма задолженности растет систематически.

В связи с угрозой для государственности Кыргызской Республики, вследствие большой внешней задолженности необходимо вести целенаправленную политику по оптимизации долга и выработать стратегию использования потенциала страны посредством внутреннего заимствования средств у населения.

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

На настоящий момент времени в Кыргызской Республике отсутствуют фундаментальные исследования, касающиеся особенностей функционирования и развития отечественного рынка государственных ценных бумаг.

Актуальность рассматриваемой проблемы, ее практическая значимость, а также недостаточная разработанность вопросов функционирования рынка государственных ценных бумаг в отечественной научной литературе, обусловили выбор темы диссертационного исследования.

В связи с этим представляется актуальным исследование обоснования механизма внутреннего заимствования и выявления эффективных форм и методов его совершенствования.

**Степень изученности проблемы.** Проблема государственного заимствования в рыночной экономике разрабатывается представителями всех основных школ современной экономической мысли. Теоретические исследования охватывают широкий спектр вопросов от взаимосвязи бюджетного дефицита, государственного долга и экономического роста до разработки методологической основы управления государственным долгом.

Основы систематического исследования вопросов взаимообусловленности государственного заимствования и экономического роста заложены в трудах А. Смита, А. Миссала, О. Бланшар, Э.Я. Брегеля, а также Дж. М. Кейнса и его последователей, Р.Барро, Е.Прескота, Ф. Кидланда.

Аналізу вопросов теории и практики государственных заимствований, проблем позитивного и негативного воздействия государственного долга на экономику посвящены труды таких российских учёных, как Я. М. Миркина,

Б.Б. Рубцова, А.Вавилова, Ю.Я.Вавилова, Е. Ковалишина, Г.Трофимова, Д.Л.Головачёва, Т.Любенцовой, Б.Златкис и др.

Отдельные аспекты проблем государственного заимствования и дефицита бюджета отражены в трудах отечественных ученых экономистов Т.К. Койчуева, В.И. Кумскова, Н.Х. Кумсковой, Д.Ч. Бектеновой, Т.Ж. Койчуманова, Сарыбаева А.С., У. Т. Абдынасырова, Абдиевой А., Мечукаевой К.М., Лайлиевой М. и др.

Научные разработки указанных и других авторов имеют научно-теоретическое и практическое значение в решении проблем государственного заимствования в Кыргызской Республике. Тем не менее, в экономической литературе недостаточно раскрыта значимость механизма государственных заимствований в условиях переходной экономики. Проблемы становления и развития системы организации и управления процессом государственного заимствования в Кыргызской Республике ещё не нашли в исследованиях учёных достаточного отражения, и до сих пор не было ни одного серьезного исследования рынка государственных ценных бумаг. Всё это обуславливает необходимость основательного исследования системы государственных заимствований в КР.

**Цели и задачи исследования.** Цель настоящей диссертационной работы состоит в раскрытии теоретических и практических основ функционирования и анализе структуры и динамики развития рынка государственных ценных бумаг Кыргызской Республики в условиях переходной экономики.

Реализация поставленной цели предусматривает последовательное решение следующих задач:

- рассмотреть концептуальные основы организации государственных заимствований;
- уточнить цель и задачи финансирования государственного долга;

- исследовать, систематизировать и сгруппировать современные формы и методы государственного заимствования по основным этапам: привлечение, размещение, обслуживание и погашение;
- изучить состояние рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике и определить направления его дальнейшего развития в соответствии с эволюцией государственных финансов;
- проанализировать состав, структуру и динамику государственного внутреннего долга, а также факторы, обусловившие тенденции их изменения;
- исследовать государственные ценные бумаги, как инструмент денежно-кредитной политики;
- выявить проблемы покрытия государственного внутреннего долга;
- обосновать основные направления совершенствования развития рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике.

**Предметом исследования** выступают финансовые отношения, возникающие в процессе государственного внутреннего заимствования и влияющие на развитие экономики Кыргызстана.

**Объектом исследования** является рынок государственных ценных бумаг в системе механизма государственного заимствования Кыргызской Республики.

**Научная новизна** диссертационного исследования заключается в следующем:

- обоснованы теоретические основы необходимости государственных заимствований и принципы организации покрытия дефицита бюджета;
- дана экономическая оценка роли государственных ценных бумаг в структуре финансовых ресурсов государства;
- проанализировано современное состояние рынка государственных ценных бумаг, выявлены особенности эмиссии и обращения государственных финансовых инструментов;
- определена устойчивость конструкции государственных заимствований и устойчивость финансовой пирамиды государственного

долга через механизм расчета и анализа макроэкономических показателей в современной репликационной динамической модели;

- выработаны основные направления повышения эффективности государственных заимствований путем:

- авторского обоснования введения нового инструмента государственного заимствования для финансирования долгосрочных стратегических национальных проектов в Кыргызской Республике, как инфраструктурные облигации;
- уменьшения количества наименований различных государственных ценных бумаг с различными сроками, и соответственно, и систематизация и введения периодичности выпуска эмитируемых финансовых инструментов;

**Практическая значимость.** Материалы диссертации, ее практические выводы и рекомендации, проведенный анализ текущего состояния системы государственного заимствования в КР имеют важное теоретическое и практическое значение для разработки вопросов бюджетной политики в Министерстве финансов КР, денежно-кредитной политики НБКР, политики правительства по управлению государственным внутренним долгом и стратегии дальнейшего развития национального рынка государственных ценных бумаг.

### **Теоретическая и методологическая основа исследования**

Теоретическая основа исследования построена на основных положениях экономической теории, на научных работах зарубежных, российских и отечественных ученых-экономистов

Методологической основой исследования служат такие общенаучные методы как системный, логический, количественный, технический, структурно-функциональный, статистический, экономико-математический, графический анализ.

В диссертационной работе использованы официальные источники информации: законодательные и нормативные акты Кыргызской Республики,



нормативные материалы Министерств финансов КР, НБКР и официальные статистические данные Национального статистического Комитета КР.

**Апробация результатов исследования.** Основные положения диссертационной работы рассматривались и докладывались на научно-практических конференциях в период 2006-2011 гг., в международных научно-практических семинарах, конгрессах и конференциях. Результаты диссертационного исследования нашли отражение в публикациях автора. По теме исследования опубликованы 10 научных работ, общим объемом 5,4 п.л.

**Структура и объем диссертации.** Структура диссертации определяется целью и задачами научного исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, включающих 8 параграфов, заключения, библиографического списка использованной литературы и приложения.

## **Глава 1. Теоретические основы необходимости эмиссии государственных ценных бумаг.**

### **1.1. Экономическая сущность ценных бумаг – как источника мобилизации дополнительных финансовых ресурсов.**

Анализ и прогноз развития рынка ценных бумаг должны опираться на сущности ценных бумаг, фондового рынка, регулирующего и формирующего их обращение, на функциях и на определяющих фундаментальных факторах. Любая концепция финансовой науки подвержена сильному влиянию практики, эволюции и прогресса и поэтому часто имеет временные рамки. Актуальные выводы, сделанные на основе сегодняшнего опыта функционирования определенного рынка, могут иметь лишь частное или историческое значение через много лет.

Для того, чтобы понять экономическую сущность ценных бумаг, рассмотрим эволюцию капитала.

*Капитал* как некая реальность первоначально существовал в виде *ростовщического и купеческого* капиталов. Однако при этом капитал не затрагивал отношения производства, ограничиваясь сферами обращения товаров и обращения денег. Только тогда, когда возникли и стали воспроизводиться в качестве господствующих отношения найма в процессе производства, капитал стал экономической реальностью, изменившей всю систему не только экономических, но и других общественных отношений.

*Ростовщический и купеческий капитал* легко уживались в условиях рабовладения, феодализма и при азиатском способе производства. И только при капитализме они стали формами, производными от капитала, захватившего сферу производства, видоизменились и трансформировались, приняв соответственно формы *ссудного, торгового, финансового и фиктивного капиталов*.

Для того, чтобы разобраться в сущности разновидностей капитала рассмотрим все виды в порядке эволюционного развития.

Накопление капитала фактически является синонимом собственно процесса движения стоимости, в ходе которого происходит самовозрастание стоимости за счет производства прибавочной стоимости.

Категория *капитала* в марксистской экономической теории кроме материальных аспектов, относящихся к составу и движению капитала, характеризует капитал, как сгусток производственных отношений, являющийся: «суммой стоимости, выражающей капиталистическое отношение»<sup>1</sup>.

Это дает нам основание говорить о процессе накопления как процессе воспроизводства капитала.

«...Капитал, как самовозрастающая стоимость заключает в себе не только классовые отношения, не только определенный характер общества, покоящийся на том, что труд существует, как наемный труд. Капитал есть движение, процесс кругооборота, проходящее различные стадии»<sup>2</sup>.

В процессе движения капитала происходит создание прибавочной стоимости, которая без эквивалента присваивается собственником средств производства. В дальнейшем капиталист тратит прибавочную стоимость не только на удовлетворение собственных потребностей, но и превращает часть ее в новые элементы капитала - дополнительные средства производства и дополнительную рабочую силу.

Появляется дополнительный капитал, который в процессе собственного движения самовозрастает за счет производства новой прибавочной стоимости. Именно этот механизм и является, по сути, механизмом непрерывного возобновления капитала, его воспроизводства.

«...Капитал – это не вещь, а определенное, общественное принадлежащее определенной исторической формации общества производственное отношение, которое представлено в вещи и придает этой

---

<sup>1</sup> К. Маркс, Капитал т. II, М: Издательство политической литературы., 1984 стр. 40,44

<sup>2</sup> К. Маркс, Капитал т. II, М: Издательство политической литературы., 1984 стр. 121

вещи специфический общественный характер. Капитал – это не просто сумма материальных и произведенных средств производства. Капитал – это превращенные в капитал средства производства, которые сами по себе столь же мало являются капиталом, как золото или серебро сами по себе деньгами»<sup>3</sup>.

Таким образом, мы можем утверждать, что на известном этапе развития деньги превращаются в капитал, причем этот процесс идет на устойчивой, возобновляемой основе, но и то, что капитал постоянно воспроизводится в процессе капитализации присваиваемой им прибавочной стоимости (превращения ее в элементы нового капитала).

Однако при определенных условиях капитал может воспроизводиться и не в расширенном масштабе. “Проедание” своего капитала начинается тогда, когда на собственное потребление тратится средств больше, чем созданная и присвоенная прибавочная стоимость.

Для немарксистской традиции XIX-XX веков свойственно раскрытие категории капитала, как технической, как набора ресурсов, товаров и благ используемых в производстве. Обзорный анализ понятия «капитал», сделанный Альфредом Маршаллом подтверждает этот тезис<sup>4</sup>. Капиталом называется сумма капитальных товаров, предназначенных для производства<sup>5</sup>. Капитал является «капитальными благами производимыми самой экономической системой, для того, чтобы применить их в качестве факторов производства для дальнейшего изготовления потребительских и других товаров и услуг»<sup>6</sup>.

В современной рыночной экономике капитал является основным экономическим отношением, которое выступает как взаимодействие собственников капитала в форме средств производства, рабочей силы и природных ресурсов, с одной стороны, и предпринимателей - с другой; а в

---

<sup>3</sup> К. Маркс, Капитал т. III, часть 2, М: Издательство политической литературы., 1978 стр.886-887

<sup>4</sup> Маршалл А. Принципы экономической науки. Т.III.-М.: Прогресс,1993 – с.230-238 (приложение E «Определение капитала»)

<sup>5</sup> Людвиг фон Мизес. Человеческая деятельность: Трактат по экономической теории. – М.: ОАО «НПО Экономика», 2000.- с. 459

<sup>6</sup> Самуэльсон Пол. Экономика. Том II. – М.: МГП «Алгон» ВНИИСИ, 1992. – с.203

своем движении выступает как переплетение кругооборотов *переменного, постоянного и природного капиталов*.

Процессы обособления частей промышленного капитала не завершаются выделением в качестве самостоятельного торгового капитала. На очередном этапе развития рыночной экономики происходит обособление денежного капитала, который принимает форму *ссудного капитала*.

Появление *ссудного капитала* потребовало институционального закрепления возникающих изменений. Это нашло отражение в становлении и развитии кредита как специфической формы ссудного капитала и банковской системы, когда появляются специальные предприятия, которые профессионально оперируют с деньгами, причем в большей степени не собственными, а чужими средствами.

*«Ссудный капитал—это денежный капитал, отдаваемый капиталистами-собственниками в ссуду и приносящий проценты на основе эксплуатации наемного труда. В то время как ростовщический капитал выражал докапиталистические производственные отношения, ссудный капитал выражает более развитые капиталистические производственные отношения»<sup>7</sup>.*

Образование ссудного капитала обусловлено закономерностями кругооборота капитала в процессе воспроизводства: на одних участках временно высвобождаются денежные средства, на других — возникает временная дополнительная потребность в них. Временно высвобождающиеся в процессе кругооборота капитала денежные средства служат важнейшим источником ссудного капитала. К ним относятся:

*денежные средства, предназначенные для восстановления основного капитала и накапливаемые по мере перенесения его стоимости по частям на создаваемые товары в форме амортизации;*

*часть оборотного капитала, высвобождаемая в денежной форме в связи с несовпадением времени продажи изготовленных товаров и времени*

---

<sup>7</sup> Брегель Э.Я. Денежное обращение и кредит капиталистических стран. — М.: Госфиниздат, 1955. — с.65-66

покупки нового сырья, топлива и материалов, необходимых для продолжения процесса производства;

*переменный капитал*, временно свободный в промежутке между поступлением денежных средств от реализации товаров и выплатой заработной платы;

предназначенная для капитализации *прибавочная стоимость*, накапливаемая при расширенном воспроизводстве до определённой величины, зависящей от масштабов капиталистических предприятий и их технического уровня.

Эти временно свободные денежные средства становятся источником ссудного капитала.

*Ссудный капитал* — особый вид капитала, отличающийся от промышленного капитала и торгового капитала. С его образованием произошло раздвоение капитала на капитал-собственность, который передаётся во временное пользование с целью получения процентов, и капитал-функцию, который вкладывается в предприятия с целью извлечения прибыли<sup>8</sup>.

Функции *рынка ссудных капиталов* определяются его сущностью и ролью, которую он выполняет в системе рыночного хозяйства, а также задачами по воспроизводству капиталистических производственных отношений.

Анализируя все источники по ссудному капиталу, на наш взгляд можно выделить, следующие основные функции рынка ссудных капиталов: обслуживание товарного обращения через кредит, аккумуляция или сбор денежных сбережений (накоплений) предприятий, населения, государства, а также иностранных клиентов, трансформация денежных фондов непосредственно в ссудный капитал и использование его в виде вложений для обслуживания процесса производства. Эти функции стали активно использоваться в промышленно развитых странах в послевоенный период.

---

<sup>8</sup> Красавина Л. Н., Новые явления в денежно-кредитной системе капитализма, М., 1971, с.79

Также, к функциям рынка ссудных капиталов следует отнести обслуживание государства и населения как источников капитала для покрытия государственных и потребительских расходов (учитывая огромную роль рынка ссудных капиталов в покрытии бюджетных дефицитов и финансировании жилищного строительства через ипотечное кредитование в рамках государственно-монополистического капитализма), и ускорение концентрации и централизации капитала для образования мощных финансово-промышленных групп.

Отражая накопление и движение денежного капитала, рынок ссудных капиталов органически связан с движением стоимости в ее денежной форме в виде кредитных ресурсов и ценных бумаг. Посредством рынка ссудных капиталов как экономической категории можно измерить и определить движение, объем, направление денежных фондов, идущих на развитие капиталистического общественного воспроизводства, установить спектр использования денежного капитала, воздействие его на социально-экономические отношения.

Раздвоение капитала, в свою очередь, не могло не изменить экономические отношения, существующие в обществе. Появление *капитала-собственности* не могло не создать новый класс товаров - титулов этой самой собственности.

Естественно - исторический процесс развития и усложнения экономической системы привел к обособлению капитала-собственности и капитала-функции, и превратил их в объекты сделок, в качестве товарно-денежных отношений. Причем это не только образовало рынок титулов собственности, но и позволило создать уникальные комбинации капиталов, которые возникли в результате объединения самых разных капиталов, принадлежащих различным собственникам. Они стали именоваться *акционерным капиталом* (по названию титулов собственности - акций, показывающих, кому принадлежит определенная часть ассоциированного капитала).

Становление ассоциированного капитала в форме акционерного явилось мощным стимулом к прогрессу производительных сил, так как появилась возможность быстрой концентрации и централизации капитала для реализации крупномасштабных проектов, которые были не под силу даже самому крупному индивидуальному капиталу.

Именно обособление денежного капитала создало уникальную возможность для ускорения процессов концентрации и централизации капитала и становления собственно общественного капитала. Такие капиталы организационно существуют в виде акционерных обществ.

Маркс изображает возникновение акционерных обществ, как следствие кредитного дела и резюмирует их влияние следующим образом: «... Колоссальное расширение размеров производства и возникновение предприятий, которые были невозможны для отдельного капитала.

Вместе с тем такие предприятия которые раньше были правительственными, становятся общественными. Капитал, который сам по себе покоится на общественном способе производства и предполагает общественную концентрацию средств производства и рабочих сил получает здесь непосредственно форму общественного капитала в противоположность частным предприятиям. Это - упразднение капитала, как частной собственности в границах самого капиталистического способа производства<sup>9</sup>.

Объективно происхождение акционерного капитала было обусловлено необходимостью расширить возможности предприятий для привлечения капиталов с целью обновления и развития производства, осуществления капиталоемких проектов.

Еще в первой половине XIX века крупнейшие транспортные, металлургические компании ведущих капиталистических держав преобразуются в акционерные общества, с тем чтобы через выпуск акций (как первичной, так и последующих эмиссий) получить средства инвесторов

---

<sup>9</sup> К. Маркс, Капитал т. III, часть 2, М: Издательство политической литературы., 1984 стр. 449-450



- сберегателей взамен на право голоса в управлении обществом и дивиденды в зависимости от получаемой прибыли. «Централизация, - пишет К.Маркс, - завершает дело накопления, давая возможность промышленным капиталистам расширять масштаб своих операций... Рост размеров промышленных предприятий служит исходным пунктом для прогрессирующего процесса превращения разрозненных и рутинных процессов производства в общественно комбинированные и научно направленные процессы производства... Мир до сих пор оставался бы без железных дорог, если бы приходилось дожидаться, пока накопление не доведет некоторые отдельные капиталы до таких размеров, что они могли бы справиться с постройкой железной дороги. Напротив, централизация посредством акционерных обществ осуществила это в один миг»<sup>10</sup>.

Возникновение и развитие акционерного капитала свидетельствуют о том, что на определенном этапе развития капиталистических отношений возможности частного промышленного капитала в сфере обеспечения финансовыми средствами материального производства оказываются недостаточными. Во-первых, для финансирования новых крупномасштабных проектов в сфере реального сектора требуются значительные средства, которые один или даже несколько коммерческих банков предоставить не в состоянии. Во-вторых, предоставление кредитных ресурсов сопровождается передачей банку адекватного залогового обеспечения. В случае же, если объем финансовых ресурсов, необходимый для реализации того или иного проекта, многократно превышает объем собственных средств компании, предоставить необходимый залог потенциальный заемщик оказывается, как правило, не в состоянии. Таким образом, акционерная форма финансирования позволяет привлекать значительные суммы средств без каких-либо существенных затрат со стороны предприятия-эмитента.

Австрийский ученый Р. Гильфердинг<sup>11</sup> рассматривает развитие акционерного дела, как мощный рычаг концентрации собственности в руках

---

<sup>10</sup> Маркс К., Энгельс Ф. Капитал. Т. 1 // Соч. - 2-е изд. - Т. 23. - С. 641-642.

<sup>11</sup> Гильфердинг Р., Финансовый капитал. М: Издательство социально-экономической литературы, 1959 с.158

немногих крупных капиталистов. Для понимания причин быстрого распространения акционерной формы предприятий весьма важное значение имеет данная в «Финансовом капитале» формулировка преимуществ акционерного общества перед индивидуальным предприятием: в деле привлечения дополнительных капиталов, в политике цен, в смысле устойчивости при смене конъюнктуры, в отношении накопления прибылей и т.д.

Повышение мобильности капитала, обусловленное свободным обращением акций акционерных обществ, возможность привлечения практически неограниченного объема ресурсов в достаточно короткие временные сроки - все это снимает ряд ограничений, ранее стоявших на пути капиталистического способа производства, и, в свою очередь, позволяет нам говорить о новом этапе развития капиталистических отношений, причем не только в связи с возникновением и распространением новых финансово-экономических механизмов, обеспечивающих расширенное воспроизводство, но и по поводу произошедших изменений в сфере отношений собственности.

Р. Гильфердинг<sup>12</sup> приходит к выводу, что с распространением акционерных обществ экономическое развитие освобождается от индивидуальных случайностей в движении собственности и концентрация предприятий может идти быстрее, чем централизация собственности.

Э. Брегель в своей книге «Первоначальное накопление капитала» отмечает, что «...индивидуальный капитал, которым владеет отдельный капиталист, ограничен по своим размерам и недостаточен для организации громадных предприятий, как, например строительства железных дорог, каналов, гигантских заводов и фабрик. Поэтому возникает необходимость объединения многих индивидуальных капиталов в один акционерный капитал»<sup>13</sup>.

Образование и рост акционерных обществ способствовало появлению нового вида ценных бумаг – акций. По мере развития, акционерные общества

---

<sup>12</sup> Гильфердинг Р., Финансовый капитал. М: Издательство социально-экономической литературы, 1959 с.159

<sup>13</sup> Брегель Э.Я Первоначальное накопление капитала. Учебное пособие. М. Изд-во ИМО 1961, стр.28

стали превращаться в более сложные объединения (концерны, тресты, картели, консорциумы). Их развитие в условиях острой конкурентной борьбы и научно-технической революции обусловило привлечение не только акционерного, но облигационного капитала.

Появление акционерных обществ представляет собой материализацию капитала-собственности в соответствующих титулах собственности (акциях, паях и проч.). Однако это только внешняя сторона более глубоких изменений, которые происходят с капиталом.

С этого момента начинается очередное раздвоение самого капитала-собственности. Возникает *фиктивный капитал* (совокупность различных титулов собственности), который обособливается от реальных средств производства (реального капитала).

И *фиктивный капитал*, и *капитал реальный* теперь осуществляют собственное движение в рамках экономической системы. Если реальный капитал в своем движении не претерпевает изменений по сравнению с движением промышленного капитала, то фиктивный капитал в своем движении может “раздуваться” и “сжиматься”, независимо от размеров реального капитала, который представляют конкретные титулы собственности.

В марксистской традиции ценные бумаги ассоциируются с фиктивным капиталом, который противостоит реальному, действительному капиталу в производстве и не имеет самостоятельной стоимости, его рост свидетельствует о нарастании кризисных тенденций в экономике капитализма. Накопление фиктивного капитала протекает по своим законам и поэтому как качественно, так и количественно отличается от накопления денежного капитала. В то же время эти процессы взаимодействуют.

В частности об особенностях фиктивного капитала Маркс резюмировал, что «...под накоплением денежного капитала большей частью

подразумевается накопление.... притязаний на производство, накопление рыночной цены, иллюзорной капитальной стоимости этих притязаний»;<sup>14</sup>

ценные бумаги – лишь титулы собственности, представляющей реальный капитал, «в качестве дубликатов, которые сами могут продаваться, как товары, а потому обращаются как капитальные стоимости, они иллюзорны», «они становятся номинальными представителями несуществующего капитала»;<sup>15</sup> капитальная стоимость ценной бумаги «чисто иллюзорная», фиктивный капитал образуется капитализацией регулярно повторяющегося дохода в виде процентов и дивидендов

Анализируя сущность *фиктивного капитала*, мы видим, что в это понятие включаются не только ценные бумаги, но и по существу, все удвоенные или утроенные долговые требования, в том числе вклады в банк.

«С развитием капитала, приносящего проценты, и кредитной системы всякий капитал представляется как бы удвоенным, а в ряде случаев и утроенным вследствие использования разных способов накопления. Один и тот же капитал или какое-либо долговое требование может появляться в различных формах и в различных руках, причем большая часть этого «денежного капитала» совершенно фиктивна.

Все вклады, за исключением резервного фонда, представляют не что иное, как долговые обязательства банкира, и никогда не существуют в наличности. Поскольку они служат для жирооборота, они функционируют как капитал для банкиров, после того как эти последние отдадут их в ссуду. Банкиры расплачиваются друг с другом свидетельствами на несуществующие вклады, взаимно списывая со счетов эти долговые требования. В этой кредитной системе все удваивается, утраивается и превращается в простой призрак».<sup>16</sup>

Исходя из вышеизложенного толкование «фиктивного капитала» включает в себя не только ценные бумаги, а также банковский кредит и

---

<sup>14</sup> К. Маркс, Капитал т. III, часть 2, М: Издательство политической литературы., 1984 стр.517

<sup>15</sup> К. Маркс, Капитал т. III, часть 2, М: Издательство политической литературы., 1984, стр.525

<sup>16</sup> К. Маркс, Капитал т. III, часть 2, М: Издательство политической литературы., 1984. стр. 519-521

безналичный оборот в банках. В теоретическом плане неправильно, на наш взгляд, относить к фиктивному капиталу только ценные бумаги.

С позиций различий между капиталом и «фиктивным капиталом» не имеет значения, помещен ли ссудный капитал в форму ценной бумаги или же в форму банковского кредита. Необходимо отметить, что К. Маркс в свое время видел в ценных бумагах форму объединения денежных средств, на основе которой происходит образование акционерных обществ.

Тезисы К. Маркса о *фиктивности капитала*, представленного в форме ценных бумаг, об отрыве величины фиктивного или, по его выражению, «*иллюзорного капитала*» от стоимости реального капитала, о чрезвычайном уменьшении фиктивного капитала во время кризисов, его критика спекуляции были использованы в советской экономической литературе для негативной оценки института ценных бумаг. В силу многих причин, иных оценок в то время и быть не могло, так как ценные бумаги являются выражением прав, связанных с частной собственностью на средства производства и соответственно неотъемлемым элементом рыночной экономики, основанной на частной собственности. Толкование понятия «фиктивный капитал», каким оно сложилось в советской экономической литературе XX века было подчинено, идеологическому требованию доказать нарастание кризиса капитализма, показать обострение его противоречий для того, чтобы отторгнуть ценные бумаги, которым не было места в хозяйственном обороте экономики, основанной на государственной собственности на средства производства.

*Фиктивный капитал* – это капитал, представленный в ценных бумагах, регулярно приносящий доход в форме дивиденда или процента. Первоначальной формой фиктивного капитала являлись облигации государственных займов в период до монополистического капитализма и "свободной конкуренции".

В своем труде «Финансовый капитал» Р. Гильфердинг отмечает: «Мобилизация капитала в растущей степени превращает капиталистическую

собственность в свидетельство на доход и таким образом делает капиталистический процесс производства все более независимым от движения капиталистической собственности».<sup>17</sup>

По Гильфердингу *фиктивный капитал* возникает не в результате кругооборота промышленного капитала в денежной форме, а как следствие приобретения ценных бумаг, дающих право на получение определенного дохода.

Самостоятельное движение фиктивного капитала на рынке приводит к резкому отрыву его рыночной стоимости от балансовой, к еще более значительному разрыву между реальными материальными ценностями и их относительно фиксированной стоимостью, представленной в ценных бумагах.

Р. Гильфердинг также пишет, что «Вследствие превращения частного капитала в акционерное общество происходит как бы удвоение капитала. Однако первоначальный, выданный акционерами капитал окончательно превращается в промышленный капитал, продолжает существовать в действительности только как таковой. Деньги выполняют свою функцию покупательного средства по отношению к средствам производства, затраченные на последние и таким образом окончательно исчезли из кругооборота капитала, первоначально выданного акционерами.»<sup>18</sup>

Экономические кризисы, в том числе и финансовые характеризуются, как «разбухание фиктивного капитала и рост кредитной надстройки» «все в большом отрыве от узкого производственного базиса».<sup>19</sup>

Дальнейшее увеличение объема фиктивного капитала служит важным стимулом расширения фетишизации производственных отношений современного капитала. Источники получения доходов по различным элементам фиктивного капитала полностью замаскированы.

---

<sup>17</sup> Гильфердинг Р., Финансовый капитал. М: Издательство социально-экономической литературы, 1959 с.162-164

<sup>18</sup> Гильфердинг Р., Финансовый капитал. М: Издательство социально-экономической литературы, 1959 с.163

<sup>19</sup> Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948. – с.441

В условиях часто меняющейся конъюнктуры фиктивный капитал - один из самых неустойчивых показателей капиталистической экономики. Особенно чувствительна реакция фиктивного капитала на колебания и изменения на рынке ссудных капиталов, движение и накопление денежного капитала, а также на потрясения в кредитно-финансовой системе, что подтверждается мировым финансовым кризисом разразившемся в 2008 году.

При этом особо негативное воздействие на тенденции понижения фиктивного капитала оказывает рост банковских ставок. Диспропорции между динамикой фиктивного капитала и реальным производительным капиталом сопровождаются обесценением фиктивного капитала, что, как правило, выражается в падении курсов ценных бумаг и, как следствие в биржевых крахах.

Наиболее ярко характер ценных бумаг как фиктивного капитала проявляется в облигациях государственных займов. Я. Брегель в свое время отмечал, что «..деньги вырученные от продажи этих облигаций, буржуазное государство обычно расходует непроизводительно – на вооружение, ведение войн и т.п. Тем не менее для государственного кредитора облигации, которыми он владеет выступают как капитал, ибо он ежегодно получает по ним определенный доход»<sup>20</sup>.

Стимулируя мобилизацию капиталов, рынок ценных бумаг обеспечивает перераспределение свободных средств между различными сферами, отраслями, территориями и предприятиями различных форм собственности. Экономические трудности современного периода, такие как кризис неплатежей, дефицит бюджета, инфляция, повышают интерес к более дешевому по сравнению с банковскими кредитами рынку акционерного капитала. Этот капитал существует в форме акций конкретных предприятий.<sup>21</sup>

Как акции, так и облигации представляют собой не действительный капитал, а фиктивный капитал, потому что ценные бумаги не обладают

---

<sup>20</sup> Брегель Э.Я. Ссудный капитал и кредит. М. Изд-во «Советская наука», 1954, стр. 30

<sup>21</sup> Бердникова Т.Б. Акционерное общество на рынке ценных бумаг. – М.: Финстатинформ, 1997, стр. 3

собственной стоимостью и не выполняют никаких реальных функций в процессе воспроизводства. Ценные бумаги являются лишь титулом собственности, дающим право лишь на присвоение прибавочной стоимости в форме процента или дивиденда; Однако сам фиктивный капитал никакой прибавочной стоимости не создает.

Неотъемлемой предпосылкой возрастания роли фиктивного капитала в экономическом процессе явилось образование так называемого *финансового капитала*.

*Финансовый капитал* – это капитал, возникающий на основе соединения, переплетения, сращивания монополистического промышленного и монополистического банковского капиталов.<sup>22</sup>

Соединение, переплетение, сращивание - это фактически шаги образования финансового капитала. Условно можно говорить, что сначала промышленные и банковские монополии в стремлении максимизировать собственную прибыль соединяли свой бизнес (это не приводило к объединению собственности, речь шла только об объединении функции). Затем эти процессы стали сопровождаться переплетением собственности, взаимным владением акциями и прочими формами переплетения капиталов на уровне уже капитала-собственности. И, наконец, произошло сращивание, когда два типа разных монополистических капиталов прочно срослись в единый капитал, с едиными интересами и едиными действиями.

Возникло действительно новое качество капитала. *Финансовый капитал* - не только монополистический по своей природе, но и охватывает все стадии процесса движения капитала и все самостоятельные формы не только капитала-функции, но и капитала-собственности.

*Финансовый капитал* - это исторически новая форма организации капитала, в которой невозможно отделить производство, обращение товаров от производства и обращения денег, капитал-собственность от капитала-функции<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> Акулов В.Б., Акулова О.В. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ. - Петрозаводск: ПетрГУ, 2002, стр.276

<sup>23</sup> Экономическая теория \ Под ред. А. И. Добрынина, Л. С. Тарасевича. СПб, 1997, стр.192



Понятие *финансового капитала*, в соответствии с нашим пониманием и формулировками исследователей данной категории, в своем общем виде включает совокупность временно свободных (не вовлеченных в производственный процесс) средств представителей частного сектора (в первую очередь - предприятий и банков), как размещенных на банковских счетах, так и в наличной форме; кредитные обязательства предприятий перед банковским сектором; принадлежащие предприятиям и банкам долевые и долговые ценные бумаги (в том числе акции торговой, промышленной компании или банка, фактическими собственниками которых они являются).

Учитывая исторические условия появления данного понятия, под владельцами вышеуказанных ценностей подразумеваются не все без исключения представители частного сектора экономики, а преимущественно средние и крупные.

Таким образом, *финансовый капитал*, в соответствии со своей экономической сущностью включающий в себя ценные бумаги, сам способствует разрастанию *фиктивного капитала*.

В свою очередь, анализируя происхождение финансового и фиктивного капитала, корректнее всего, на наш взгляд, говорить не о первичности какой-либо из данных категорий, а об их взаимообусловленности.

По аналогии, немарксистская традиция в экономической теории часто характеризует ценные бумаги и фондовый рынок как технические институты, выполняющие функции перераспределения свободных денежных средств, опосредования движения и оценки прав собственности, перераспределения риска, информации между участниками делового оборота и т.п.

Между тем *финансовый рынок – это «рынок долгосрочных свободных капиталов*. Здесь собираются и концентрируются сбережения, которые направляются в отрасли, где происходит их иммобилизация на длительный срок»<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup> Мэнкью Н. Грегори. Принципы экономикс. – СПб.: Питер Ком, 1999. – с.319

*Появление важнейших видов ценных бумаг — акций и облигаций — следствие объективных потребностей производства, так как они служат важнейшим инструментом централизации реальных капиталов.*

В то же время использование ценных бумаг способствовало вовлечению населения в сферы рыночных отношений, постепенному формированию заинтересованности в росте эффективности производства, воспитанию у него культуры экономического общения. Этот процесс продолжается и сегодня.

Отсюда мы можем сделать вывод, что *ценная бумага* - это форма существования капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход. Суть ее состоит в том, что у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются все права на него, которые зафиксированы в форме ценной бумаги. Последняя позволяет отделить собственность на капитал от самого капитала и, соответственно, включить последний в рыночный процесс в таких формах, в каких это необходимо для производства.

Современная трактовка ценной бумаги особо не отличается от того, что писал Карл Маркс, опираясь на бытовавшие в прошлом веке представления: «Ценные бумаги мы можем разделить на две части: торговые бумаги, то есть текущие векселя и публичные ценные бумаги, как, например государственные облигации, казначейские свидетельства, всякого рода акции, - короче, бумаги, приносящие проценты и существенно отличающиеся от векселей. Сюда могут быть причислены также ипотеки... »<sup>25</sup>

Особенностью понятия рынка ценных бумаг является то, что этот рынок действительно, с одной стороны, представляет собой систему экономических отношений по поводу обмена, в центре которого находится товар «ценные бумаги», являющийся дубликатом прав на различного рода ресурсы, прежде всего ссуженную стоимость. В частности, форма товара

---

<sup>25</sup> К. Маркс, Капитал т. III, часть 1, М: Издательство политической литературы., 1984 стр.509-510

«ценные бумаги» является одной из форм движения ссудного капитала и воспроизводства экономических отношений, связанных этим движением.

По выражению К. Маркса, *ценные бумаги* – это «титулы собственности», представляющие капитал, акции являются «бумажными дубликатами» действительного капитала.<sup>26</sup> По мнению Р. Гильфердинга, «акция – юридическое обоснование права на доход, долговое притязание на будущее производство, свидетельство на выручку».<sup>27</sup>

В соответствии со ст. 37 Гражданского кодекса Кыргызской Республики ценной бумагой признается «документ или иной установленный законом способ фиксации прав, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права»<sup>28</sup>. Как известно, кыргызское законодательство, относясь к континентальной системе права, соответственно подходит к трактовке понятия ценных бумаг.

*Ценная бумага* – это не деньги и не материальный товар. Ее ценность состоит в тех правах, которые она дает своему владельцу. Последний обменивает свой товар или свои деньги на ценную бумагу только в том случае, если эта бумага удобнее, чем сами деньги или товар. Поскольку и деньги и товар в современных условиях, по сути разные формы существования капитала, то экономическое определение ценной бумаги можно выразить следующим образом.

*Ценная бумага*- это форма существования капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход<sup>29</sup>.

Ценная бумага представляет собой документ, который отражает связанные с ним имущественные права, может самостоятельно обращаться

---

<sup>26</sup> К. Маркс, Капитал т. III, часть 1, М: Издательство политической литературы., 1984 стр.502, 515

<sup>27</sup> Р. Гильфердинг, Финансовый капитал. М: Изд-во социально-экономической литературы, 1959 стр. 111

<sup>28</sup> Гражданский кодекс КР (от 4 июня 2005 года Введен в действие Законом КР от 8 мая 1996 года N 16)

<sup>29</sup> Галанова В.А., Басова А.И. Рынок ценных бумаг. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. Финансы и Статистика, 2002, стр.14

на рынке и быть объектом купли-продажи и иных сделок, служить источником получения регулярного или разового дохода<sup>30</sup>.

Давая общую оценку значения ценных бумаг в экономике, можно выделить следующие важнейшие особенности.

Во-первых, ценные бумаги выступают гибким инструментом инвестирования свободных денежных средств институциональных инвесторов и населения.

Во-вторых, размещение ценных бумаг — эффективный способ мобилизации ресурсов для развития производств, реализации масштабных инвестиционных проектов и удовлетворения других общественных потребностей.

В-третьих, ценные бумаги активно участвуют в обслуживании товарного и денежного обращения.

В-четвертых, на рынке ценных бумаг, прежде всего фондовых биржах, складываются рыночные цены ценных бумаг. Эти курсовые цены являются барометрами любых изменений в экономической и политической жизни той или иной страны.

Гражданский Кодекс Кыргызской Республики к ценным бумагам относит: «облигация, вексель, чек, банковский сертификат, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция и другие документы, которые законом или в установленном им порядке отнесены к числу ценных бумаг».<sup>31</sup>

Экономическую классификацию ценных бумаг, можно осуществить по следующим подразделениям. В зависимости от срока, на который выпускаются финансовые инструменты, ценные бумаги могут быть частью денежного рынка и рынка капиталов.

Финансовые рынки, на которых обращаются краткосрочные бумаги сроком погашения до одного года — это денежный рынок, а если свыше

---

<sup>30</sup> Шестаков А.В., Шестаков Д.А. Рынок ценных бумаг. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Издательский Дом «Дашков и К<sup>О</sup>», 2000, стр. 10

<sup>31</sup> Гражданский Кодекс КР. Части 1 и 2. — Б.: «Нормативные акты КР», 2001, Гл. 3, ст. 38

одного года, можно отнести к рынкам капиталов.<sup>32</sup> На рынке капиталов заключаются сделки с долгосрочными ценными бумагами, такими, как акции и облигации.<sup>33</sup>

К ценным бумагам денежного рынка относятся коммерческие и финансовые векселя, выдаваемые на срок до одного года, депозитные сертификаты, эмитируемые коммерческими банками, финансовые векселя, обязательства, эмитируемые от имени правительства на срок до одного года, и т.п.

Общей чертой всех этих документов является их назначение оформлять необеспеченное заимствование денег на сравнительно короткие сроки, в связи с чем их называют долговыми ценными бумагами. Денежными эти бумаги называют потому, что они широко используются в кредитно-банковской сфере.

Средства, полученные от эмиссии этих ценных бумаг, в дальнейшем используются как традиционные деньги для осуществления текущих платежей или погашения долгов. Некоторые из этих ценных бумаг используются в качестве заменителей наличных денег при платежах. Например, коммерческие векселя используют для оплаты товара, а правительственными казначейскими векселями можно заплатить налоги.

Различным видам ресурсов, относящихся к капиталам, соответствуют определенные виды ценных бумаг. Так, например, по вопросам отношений земли характерны ипотечные ценные бумаги; недвижимости – акции, ипотека, жилищные сертификаты; товарной продукции – коносамент, обращающиеся складские свидетельства, обращающийся товарный фьючерсный контракт, товарный опцион; денег – облигация, нота, вексель, депозитный сертификат, чек, банковский кредит и т.д.<sup>34</sup>

В зависимости от формы предоставления капитала и способа выплаты дохода ценные бумаги делятся на *долговые и долевыe*.

---

<sup>32</sup> Шарп У.Ф., Александр Г.Дж., Бэйли Д.В. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1999, стр. 967.

<sup>33</sup> Гитман, Майкл Д. Джонк Основы инвестирования. – М.: Дело, 1997, стр. 41.

<sup>34</sup> Абдынасыров У.Т. Стратегия и перспективы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике, - Б.: Академия, 2005, стр. 62

*Долговые ценные бумаги* обычно имеют фиксированную процентную ставку и являются обязательством выплатить капитальную сумму долга на определенную дату в будущем.

*Долевые ценные бумаги* (их основной вид - акции) представляют непосредственную долю держателя в реальной собственности и обеспечивают получение дивиденда в неограниченное время. Прочие виды ценных бумаг – это производные от акций и долговых обязательств.

Таким образом, долевые ценные бумаги представлены акциями, долговые – облигациями. Производные ценные бумаги (срочные контракты) представлены: варрантами, опционами, свопами, финансовыми фьючерсами, сертификатами, векселями, коносаментами, чеками.

Эмитентами ценных бумаг могут выступать хозяйствующие субъекты, муниципальные и государственные органы.

Исследование рынка ценных бумаг и проблем его развития должно происходить прежде всего с позиций, насколько полно им в конкретной экономике осуществляются свойственные ему функции.

В этой связи функции рынка ценных бумаг в большей мере соотносятся с функциями институтов, выделяемыми в теории кредита (банков и банковской системы). Как показано выше, К. Маркс, Ф.Энгельс, Р. Гильфердинг обращали внимание на *функцию рынка ценных бумаг по мобилизации и перераспределению денежных ресурсов для направления их на развитие экономики*. В частности Р. Гильфердинг указывал на *информационную функцию* фондового рынка, а также на *функцию поддержания ликвидности*.

В российской экономической литературе вопрос о необходимости выполнения рынком ценных бумаг своей *базовой перераспределительной функции* был поставлен Миркиным Я.М. в 1995 году. В частности им отмечалось, что необходима «переориентация рынка ценных бумаг», что «вместо обслуживания быстро растущих финансовых запросов государства, перераспределения крупных портфелей акций и спекулятивного бума вокруг

новых торгово-финансовых компаний, не имевших ранее реальных активов, - вместо выполнения этих задач, имеющих вторичное значение, рынок ценных бумаг должен быть направлен на выполнение своей главной функции – на преодоление инвестиционного кризиса, аккумуляцию свободных денежных ресурсов для направления их на цели восстановления и последующего роста производства.. »<sup>35</sup>.

В настоящее время различные авторы книг по ценным бумагам приводят различные версии функций рынка ценных бумаг, неизменно подчеркивая главенство *перераспределительной функции*.

«Основной функцией рынка ценных бумаг является мобилизация денежных средств, готовых стать капиталом, и перераспределение их на цели инвестиций в развитие экономики страны».<sup>36</sup>

«Основная функция фондового рынка заключается в мобилизации денежных средств вкладчиков для целей организации и расширения производства..... Другая функция – информационная. Она состоит в том, что ситуация на рынке ценных бумаг сообщает инвесторам об экономической конъюнктуре в стране и дает им ориентиры для инвестирования своих капиталов».<sup>37</sup>

Ценная бумага как особая форма существования капитала, на наш взгляд выполняет ряд общественно значимых функций, как перераспределение денежных средств между отраслями и сферами экономики, между территориями и странами, между группами и слоями населения, между населением и сферами экономики, между населением и государством, установление определенных дополнительных прав за своим владельцами, кроме права на капитал, а также обеспечение получение дохода на капитал и возврат самого капитала и т. д.

По нашему мнению, практически со всеми предлагаемыми подходами можно согласиться, и обозначить следующие приоритетные функции ценных

---

<sup>35</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995, стр.38

<sup>36</sup> Галанова В.А., Басова А.И. Рынок ценных бумаг. – 2-е изд., пер. и доп. – М. Фин. и Стат., 2002, стр.16

<sup>37</sup> Курс экономической теории/ Под ред. М.Н. Чепурина, Е.Л. Киселевой. –Киров: Издательство «Аса» МГИМО МИД РФ, 1998, стр.395-396

бумаг, такие как перераспределительная функция, информационная функция, долгосрочное и краткосрочное финансирование хозяйствующих субъектов и государства, а также страхование ценовых и финансовых рисков на бирже.

Учитывая, что наше исследование связано непосредственно с государственными ценными бумагами, далее рассмотрим роль этих инструментов в структуре заимствования государства.

## **1.2. Роль государственных ценных бумаг в структуре финансовых ресурсов государства.**

В условиях перехода к рыночной экономике всем институтам финансовой системы придается большое значение, т. к., они вносят определенный вклад в развитие экономики государства. Усовершенствование финансовых отношений – главное условие функционирования рыночной экономики.

Общеизвестно, что финансы – это неотъемлемый атрибут рыночной экономики, и являются неотъемлемой частью экономики, помогающей осуществить методы государственного регулирования путем формирования различных фондов денежных средств. Значение финансов в том, что с помощью различных фондов денежных средств формирование доходов на этапах распределения поддерживает определенные пропорции между производством и его потреблением.

Финансы как научное понятие обычно ассоциируются с теми процессами, которые на поверхности общественной жизни проявляются в разнообразных формах и обязательно сопровождаются движением (наличным или безналичным) денежных средств.

Государству необходимы финансовые ресурсы для реализации функций, возложенных на него. Без наличия достаточных финансовых ресурсов государство не может эффективно влиять на развитие производства,



социальной сферы, участвовать в международных отношениях, организовать свою внешнюю защиту и обеспечить внутренний правопорядок.

Таким образом, *финансовые ресурсы государства* – это совокупность всех видов денежных средств, финансовых активов, которыми располагает государство, находящихся в его распоряжении.

Финансовые ресурсы являются результатом взаимодействия поступления и расходов, распределения денежных средств, их накопления и использования.

Источники финансовых ресурсов государства на макроуровне:

1. ВВП (первая группа финансовых источников).
2. Доходы от внешнеэкономической деятельности
3. Национальное богатство.
4. Привлеченные (заемные) ресурсы.

Поскольку наше исследование посвящено государственным займам, далее мы подробно рассмотрим, в чем необходимость привлечения дополнительных ресурсов для государства.

Финансирование государственных расходов посредством выпуска займов получило название *дефицитного финансирования*.

*Бюджетный дефицит* возникает вследствие многих причин объективного и субъективного характера. Наиболее часто – из-за невозможности мобилизовать необходимые доходы в результате спада темпов производства, низкой производительности труда и других причин, вызывающих нестабильность экономики, снижение эффективности производства, как это было в нашей стране. Причиной бюджетного дефицита также может быть и рост расходов без учета финансовых возможностей государства, в недостаточной целесообразности и эффективности расходов.

Высокий уровень расходов непроизводственного характера (военные расходы, содержание административного аппарата, покрытие убытков предприятий и др.) также приводит к «поеданию» бюджетных средств, а не к умножению общественного богатства. Отрицательное влияние на

сбалансированность бюджета оказывают инфляция, расшатывание денежного обращения и системы расчетов, нерациональная фискальная и денежно - кредитная политика.

В идеале общая сумма правительственных доходов должна покрывать сумму расходных статей госбюджета. В том случае, если расходы бюджета равны доходам, бюджет считается сбалансированным, если доходы превышают расходы, имеет место *профицит государственного бюджета*; когда же расходы превышают доходы – то наблюдается *дефицит государственного бюджета*.

Спор о допустимости государственного долга начался еще в XVIII-XIX вв. До 30-х годов XX века господствовало представление о необходимости сбалансированного бюджета и о государственном долге, как о бремени для будущих поколений.

Наиболее известным примером оценки роли государственной задолженности представителями классической политэкономии может служить работа Адама Смита «Исследования о причинах и природе богатства народов» (1776 г.). В этой работе Адам Смит крайне негативно оценивал практику кредитного финансирования государственных расходов, так как она, по его мнению, уменьшает богатство нации, одновременно усугубляя налоговое бремя и значительно препятствуя накоплению капитала. «Политика государственной задолженности постепенно ослабляла каждое государство, которое ею воспользовалось. Там, где государственный долг однажды превысил определенный уровень, почти никогда не удавалось, насколько мне известно, его справедливым образом погасить»,<sup>38</sup> - писал Адам Смит. Его сторонником также выступал Д. Риккардо, который категорично высказывался против финансирования государственных расходов за счет государственных заимствований.

Анализируя работы представителей классической политической экономии, можно сделать вывод, что налоги и государственные

---

<sup>38</sup> Смит Адам. Исследование о причинах и природе богатства народов. М., Соцэкгиз, 1962 – с.125

заимствования рассматривались ими, как зло, из которых налоги – зло наименьшее. Растущая государственная задолженность несла с собой, по их мнению, многократное увеличение потребительского спроса, что в условиях экономики полной занятости неизбежно ведет к инфляционному повышению цен.

С такой аргументацией можно согласиться, отметив при этом, что подобный подход к оценке роли государственных заимствований, как инструмента покрытия дефицита бюджета заостряет внимание только на негативных проявлениях, снижая позитивное значение этого финансового инструмента.

Идеи противоположной позитивной направленности по отношению к государственным заимствованиям развивали представители немецкой исторической школы во главе с Адольфом Вагнером, которые признавали государственную деятельность, как преимущественно продуктивную, а финансирование государственных расходов за счет займов не только одобряли, но и рекомендовали.

Развитие теории государственного долга после кризиса 30-х годов XX столетия связано с трудом Джона Мейнарда Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег» (1936 г.), в котором был теоретически обоснован и оправдан дефицит бюджета и государственный долг. Согласно теории Дж. Кейнса в силу действия «основного психологического закона», макроэкономическое равновесие устанавливается на уровне ограниченного объема производства, не обеспечивающего полной занятости, и как следствие сокращающего потребление.

Этот метод предложенный и разработанный английским экономистом Д.М. Кейнсом, был подхвачен и широко использован в ведущих промышленно-развитых странах, как одно из важных средств регулирования экономики в послевоенные годы.

В качестве одной из мер, способствующих разрешению этой проблемы, Кейнс предлагал стимулировать потребление дополнительными

государственными расходами за счет заимствования государством избыточных сбережений частного сектора. По его мнению, первостепенное значение имеет сам факт дополнительных расходов, его мультиплицирующий эффект.

Анализируя теоретические подходы к организации государственных заимствований, следует отметить разнообразие моделей управления государственным долгом. В целом большинство учёных солидарны с приемлемостью бюджетного дефицита и государственного долга в экономике страны, с необходимостью взаимоувязки долговой политики с мерами бюджетного и денежно-кредитного регулирования. Однако вопрос о конкретных рычагах государственного кредитования вызывает бурные дебаты.

Одной из основных целей управления государственным долгом является контроль за графиком долговых платежей с тем, чтобы в нём отсутствовали периоды пиковых нагрузок, основные выплаты приходились на период ожидаемого роста экономики. Ключевым моментом здесь выступает непрерывность управления, поскольку политика государственных заимствований должна обладать способностью к корректировке в зависимости от объективных факторов функционирования экономики.

Вопросы организации *государственного заимствования*, выработка стратегии и тактики управления государственным долгом являются объектом исследований ряда учёных. В настоящее время выработано несколько теоретических подходов в этой области. Среди них выделяются так называемый *традиционный подход*, формируемый в рамках неоклассического направления, а также *теория «оптимальных государственных финансов»*, предложенная в работе Р.Барро<sup>39</sup>, основанная на известной «эквивалентности Рикардо». Рассмотрим каждый из данных подходов.

---

<sup>39</sup> Barro R. On Determination of the Public Debt. – Journal of Political Economy, 1974, vol. 87.- P. 940-947.

В рамках неоклассического подхода осуществление заимствований эквивалентно временному снижению налогообложения. При этом задолженность государства должна быть адекватной в долгосрочном периоде, так как необходимо соблюдать бюджетное ограничение в виде баланса доходов и расходов. Однако дисконтированная сумма государственного долга будет сопровождаться усилением налогообложения в будущем.

Политика государственных заимствований влияет на экономику, как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде.

Если государство формирует бюджет с дефицитом, сохраняя текущий уровень расходов и снижая налогообложение, то, согласно «традиционному» представлению о государственном долге, такая политика будет способствовать росту благосостояния. Это объясняется тем, что снижение налогообложения будет сопровождаться увеличением текущих доходов экономических агентов, повышением их потребления и ростом совокупного спроса на товары и услуги.

В краткосрочном периоде увеличение спроса положительно влияет на использование факторов производства, так как уровни цен и заработной платы являются неэластичными. В долгосрочном периоде эти показатели подвержены изменениям.

Другая интерпретация «эквивалентности Риккардо» была предложена Робертом Барро. Следуя предложенной им классификации, собственно проблему управления государственным долгом можно рассматривать в трёх аспектах. Если выполняются все условия рикардианской эквивалентности, то способ финансирования государственных расходов за счёт налогов и эмиссии долга не оказывает влияния на структуру потребления агентов, динамику цен, ставок процента и др., поэтому вопрос об управлении государственным долгом теряет всякий смысл.<sup>40</sup>

---

<sup>40</sup> Barro R. Are Government Bonds Net Weals? – Journal of Political Economy, 1974, vol. 82.-P. 1095 – 1118.

Если налоги носят искажающий характер (например, пропорциональные налоги на доходы или потребление), то для обеспечения оптимальной налоговой нагрузки необходимо учитывать временную структуру налоговых выплат.

*Рикардинская теория эквивалентности* представляет собой утверждение о том, что способ финансирования государственных расходов не имеет значения. Если быть более точными, то выбор между единовременно взимаемых налогов и выпуском государственных облигаций для финансирования расходов государства не влияет ни на потребление домохозяйств, ни на капиталобразование.

Основным результатом применения данных моделей является феномен сглаживания налоговых ставок во времени и финансирования пиковых «всплесков» государственных расходов за счёт эмиссии долга.<sup>41</sup>

Если в экономике существует неопределённость, например, относительно величины государственных расходов или уровня процента, ключевое значение будет иметь выбор конкретных инструментов, используемых правительством при наращивании объёма государственного долга.

В работах Р.Барро<sup>42</sup> исследуются вопросы долговой политики с точки зрения распределения объёма долга во времени, однако вопрос о структуре долга остаётся неясным.

В работах ряда зарубежных экономистов анализируется влияние степени доверия экономических агентов к проводимой государством долговой политике. В них оптимальная структура долга рассматривается с точки зрения состоятельности политики во времени.

Теоретическое изучение данной проблемы берёт начало с работы Ф.Кидланда и Е.Прескота, где впервые на примере задачи оптимального налогообложения в экономике с накоплением капитала было

---

<sup>41</sup> Barro R. On Determination of the Public Debt. – Journal of Political Economy, 1974, vol. 87.- P. 940-947

<sup>42</sup> Barro R. Are Government Bonds Net Weals? – Journal of Political Economy, 1974, vol. 82.-P. 1095 – 1118.

продемонстрировано, что макроэкономическая политика может быть несостоятельной во времени<sup>43</sup>.

На базе модели репутационного равновесия А.Миссаль и О.Бланшар<sup>44</sup> провели исследование структуры государственного долга, а также влияние инфляционных стимулов правительства и издержек плохой репутации на дюрацию государственного долга в целом. Несмотря на то, что в рамках данной модели оптимальная стратегия управления временной структурой осталась неопределённой, на основе данных по странам ОЭСР был получен интересный результат. При достаточной высоких размерах долговой нагрузки (близких или превышающих 100% ВВП) дальнейший рост объёмов долга приводит к тому, что в структуре заимствования возрастает доля индексированных и коротких номинальных инструментов.

И. Голдфайн предложил модель, включив в рассмотрение три типа обязательств: внутренние номинальные, внутренние индексированные и внешние. Используя её для анализа периода гиперинфляции в Бразилии, он продемонстрировал, что любое правительство сталкивается со следующей альтернативой: с одной стороны, индексированный долг позволяет повысить доверие к политике правительства, а с другой – номинальный долг выполняет важную хеджирующую роль в случае, если инфляция положительно связана с объёмом государственных расходов. Внешний долг также может выступать в качестве средства хеджирования, если реальный обменный курс достаточно стабилен и положительно связан с государственными расходами.

Традиционно в экономической теории проблему оптимального управления государственным долгом рассматривают главным образом в рамках двух типов моделей: равновесной модели динамического налогообложения, предусматривающей максимизацию функции

---

<sup>43</sup> Kydland F., Prescott E. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. - Journal of Political Economy, 1974, vol. 85.- P. 473 – 492.

<sup>44</sup> Missale A. Public Debt Management. New York: Oxford University Press, 1999.

благополучия репрезентативного потребителя, и модели с непосредственной минимизацией функции социальных потерь.

С практической точки зрения, помимо этих двух групп функций, также можно выделить два типа целевой функции органа, отвечающего за управление долгом: минимизация бюджетного риска, по возможности, с минимальной стоимостью обслуживания долга и минимизация стоимости обслуживания.

Рассматривая первую целевую функцию, следует отметить тот факт, что минимизация бюджетного риска доминирует над необходимостью минимизации стоимости обслуживания государственного долга.

А Миссаль продемонстрировал, что политика минимизации бюджетного риска, включающего не только традиционный риск рефинансирования, но и риски, вызванные макроэкономическими шоками, в чистом виде является главенствующей по сравнению с чистой стратегией минимизации издержек.<sup>45</sup> Более того, если ожидаемые доходности государственных ценных бумаг отражают исключительное соотношение «риск-доходность», правительство должно заботиться только о минимизации риска.

Чистая стратегия минимизации издержек обслуживания долга может учитываться лишь в том случае, когда премия за риск определяется несовершенством рынков, асимметрией информации, устойчивыми ошибками в ожиданиях инвесторов или отсутствием доверия к проводимой государством политике.

Так, в рамках *фискально ориентированного менеджмента («debt management»)* изучается политика государства по организации государственных заимствований на более выгодных условиях, в то время, как макроэкономическим аспектам отводится меньшее значение. Государственное регулирование сводится к манипулированию процентными долговыми обязательствами.

---

<sup>45</sup> Missale A. Public Debt Management. New York: Oxford University Press, 1999, p.213



В периоды благоприятной экономической конъюнктуры государство стремится не связывать себя долгосрочными обязательствами, во время спада проводится контрактная политика по удлинению сроков заимствований. Тем самым достигается цель данной концепции: минимизация издержек обслуживания государственного долга.

«Антициклическая» концепция «*debt management*» предполагает взаимосвязку долговой политики с мерами денежно-кредитного регулирования, подчинённую общим целям достижения стабилизации экономики. В этой связи на первый план выдвигаются не фискальные интересы государства, а макроэкономические цели. В рамках данного подхода государство в фазе подъёма должно эмитировать преимущественно долгосрочные обязательства.

В периоды экономического спада реализуются краткосрочные государственные ценные бумаги, пользующиеся в этой ситуации повышенным спросом у инвесторов в связи с их высокой ликвидностью. Следствием данной политики является высокая стоимость обслуживания государственного долга в фазе подъёма, что в периоды спада оборачивается «сверхликвидностью» кредитной системы.

Таким образом, использование «антициклического» *debt management* на практике затруднено вследствие противоречивости данного механизма.

Среди работ российских экономистов выделяются исследования вопросов управления государственным долгом Вавилова А., Трофимова Г., Ковалишина Е. При этом они отмечают ключевую роль доверия к политике властей в процессах управления государственным долгом: «Если такое доверие есть, гораздо шире набор возможных комбинаций долга, существенно выше гибкость долговой политики, а цена ошибки при неправильном структурировании долга близка к нулю»<sup>46</sup>.

Исследуя вопросы взаимодействия управления государственным долгом с фискальной и денежно-кредитной политикой, Е.Ковалишин и А.Вавилов

---

<sup>46</sup> Вавилов А., Ковалишин Е. Принципы государственной долговой политики. // Вопросы экономики. – 2001, №8.- С. 63.

считают, что в ряде случаев политика управления долгами является более гибкой. Воздействие структуры долга на процессы в реальном секторе ограничено, так как основным инструментом влияния является уровень доходности по государственным ценным бумагам. В выборе долгосрочных целей долговой политики во главу угла ставится вопрос доверия к действиям властей, поскольку это «отражается на росте эффективности терминальной долговой нагрузки (в терминах долей ВВП) как инструмента макроэкономического регулирования»<sup>47</sup>.

В условиях рыночной экономики степень финансового здоровья государства и его перспективы определяются, прежде всего, состоянием государственного бюджета, величиной его дефицита, а также величиной государственного долга - агрегированной характеристикой этого дефицита.

Основное назначение государственного долга – быть инструментом регулирования экономики. Эта функция достигается с помощью решения двух задач: фискальной – получить финансовые средства для нужд государства и регулирующей – использовать эти средства для стабилизации экономики и стимулирования ее роста<sup>48</sup>.

*Двойственная природа государственного долга*, определяемая его целевым назначением, обуславливает противоречивое воздействие государственной задолженности на экономику - стимулирующее и дестабилизирующее. Отсюда возникает необходимость регулирования государственного долга и определения его границ, чтобы снять его дестабилизирующее воздействие на экономику. От методов регулирования государственного долга во многом зависит, будет ли государственная задолженность бременем или стимулом для экономического развития.

Реальное бремя государственной задолженности можно уменьшить с помощью непопулярной меры- повышения уровня инфляции, однако это может привести к подрыву доверия к государству, как заемщику.

---

<sup>47</sup> Вавилов А., Ковалишин Е. Принципы государственной долговой политики. // Вопросы экономики. – 2001, №8.- С. 63.

<sup>48</sup> Государственное регулирование рыночной экономики: Учеб. Пособие. – М.:Дело,2001, стр. 69

Важный канал регулирования государственного долга – приватизация государственной собственности, с помощью которой можно сбалансировать бюджетный дефицит. Использование приватизации, как средства регулирования государственного долга также сопряжено с рядом проблем, среди которых неустойчивость поступления финансовых средств от приватизации и их сильная зависимость от политической конъюнктуры<sup>49</sup>. Следовательно, методы регулирования государственного долга имеют свои границы.

В мировой практике накоплен большой опыт в управлении государственным долгом рыночными методами, связанными с использованием различных финансовых инструментов, призванных обеспечивать воздействие на величину государственного долга и его структуру. Одним из таких инструментов являются *государственные ценные бумаги*, выпускаемые в виде срочных долговых обязательств. Рынок государственных ценных бумаг является, с одной стороны, одним из индикаторов состояния всей экономики, а с другой - инструментом, воздействие на который может замедлить или ускорить процессы рыночных преобразований.

*Рынок государственных ценных бумаг* – исключительно важный элемент экономической структуры любого государства с рыночной экономикой. Для государства – это неинфляционный механизм ликвидации бюджетного дефицита, управления денежной массой; для инвесторов – выгодное направление инвестиций, так как операции с государственными ценными бумагами имеют ряд существенных налоговых льгот. Кроме того, государственные ценные бумаги являются наиболее надежными инструментами финансового рынка и весьма доходным инструментом на рынке ценных бумаг.

---

<sup>49</sup> Государственное регулирование рыночной экономики: Учеб. Пособие. – М.: Дело, 2001, стр. 71

Государственные займы являются вторым по значению источником финансирования расходов бюджета и составной частью системы государственного кредита.<sup>50</sup>

Бюджет современного государства, как правило, характеризуется превышением расходов над доходами, т.е. он дефицитен, поскольку спрос на государственные услуги безграничен. 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>51</sup>.

Покрытие дефицита бюджета через денежную эмиссию приводит к поступлению в оборот необеспеченных реальными активами платежных средств, что связано с инфляцией и расстройством денежного обращения страны.

Необходимость выпуска государственных долговых обязательств может появиться и в связи с потребностью погашения ранее выпущенных правительством займов даже при бездефицитном текущем бюджете.

Еще одной причиной эмиссии государственных ценных бумаг может послужить возникновение относительно коротких разрывов между доходами и расходами бюджета. Эти разрывы появляются вследствие того, что поступление платежей в бюджет происходит в определенные периоды, в то время как расходы бюджета распределяются по времени более равномерно.

---

<sup>50</sup> Бектенова Д.Ч. Финансы, денежное обращение и кредит. КРСУ. Б., 1999, стр.154

<sup>51</sup> Ценные бумаги: Учебник/под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. – 2е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2001. стр. 57

Выпуск государственных ценных бумаг является одним из наиболее экономически целесообразных методов финансирования бюджетного дефицита. Использование кредитных ресурсов Центрального банка снижает возможности регулирования ссудного рынка, поэтому во многих странах установлены ограничения на доступ правительства к этим ресурсам.

Но, если проанализировать, помимо положительных аспектов, эмиссия государственных займов может иметь и негативные моменты.

Особым видом облигаций являются облигации государственных займов. Проценты по ним уплачиваются не из прибыли от полученного займа капитала (как это имеет место в отношении облигаций капиталистических предприятий), а из государственного бюджета, т.е. в основном за счет налогов с населения. Чем больше увеличивается сумма государственных займов, тем больше усиливается и налоговое бремя, падающее на народные массы<sup>52</sup>.

По мере изучения различных взглядов финансистов различной эпохи, можно сделать вывод, что государственный долг, прежде всего связан с государственным регулированием экономики, с необходимостью смягчения противоречия между экономическими и социальными потребностями общества и возможностью их удовлетворения за счет бюджетных средств.

Огромное значение имеет целевое назначение государственных кредитных ресурсов: на какие нужды идут государственные средства – на удовлетворение экономических и социальных нужд общества или на увеличение административных расходов государства, на обеспечение структурных сдвигов в общественном производстве или на обогащение отдельных групп населения. В последнем случае государственный долг не является средством государственного регулирования экономики, а отражает кризисные процессы в стране и требует активных стабилизационных мер государства.

---

<sup>52</sup> Брегель Э.Я. Денежное обращение и кредит капиталистических стран. – М.: Госфиниздат, 1955. – с.95

Естественно, что государственный долг зависит от состояния экономики страны. В целом же возможность использования государственного долга определяется уровнем экономического развития страны. «Репутация державы, - говорил У. Черчилль, - точнее всего определяется той суммой, которую она способна взять в долг»<sup>53</sup>. Чем выше темпы экономического роста и ниже реальные процентные ставки, тем менее обременительным для государства является использование займов с помощью ценных бумаг для финансирования расходов.

Выпуск государственных ценных бумаг может способствовать сглаживанию неравномерности налоговых поступлений, устраняя тем самым причину кассовой несбалансированности бюджета. Особенностью обращения таких обязательств является то, что их владельцы могут через определенный срок вернуть эти обязательства правительства обратно либо использовать их при уплате налогов.

В ряде стран краткосрочные государственные ценные бумаги используются в целях обеспечения коммерческих банков ликвидными активами. Коммерческие банки помещают в выпускаемые правительством ценные бумаги часть своих депозитных средств, которые благодаря этому не отвлекаются из оборота и, более того, приносят доход.

Финансирование государственного долга посредством государственных займов является более дешевым вариантом, чем привлечение средств с помощью банковских кредитов.

Это связано с тем, что правительственные долговые обязательства отличаются высокой надежностью и ликвидностью, и инвесторы испытывают меньшие затруднения при их реализации на вторичной рынке, чем при перепродаже ссуд, предоставленных государству.

Все вышеперечисленные мотивы являются причиной того, что государственные ценные бумаги во многих странах являются одним из основных источников финансирования внутреннего долга.

---

<sup>53</sup> Государственное регулирование рыночной экономики – М.: Дело, 2001, стр. 71

Первичное размещение государственных ценных бумаг осуществляется при посредничестве определенных финансовых институтов. Среди них главенствующее положение занимают Центральные банки, которые организуют работу по размещению новых займов, привлекают инвесторов, а в ряде случаев сами приобретают крупные пакеты правительственных долговых обязательств.

В некоторых государствах эти функции выполняются министерством финансов, либо относительно самостоятельными подразделениями по управлению государственным долгом<sup>54</sup>. Во многих странах допускается участие в качестве посредников при первичном размещении государственных ценных бумаг частных финансово-кредитных учреждений и организаций. Однако в ряде государств накладываются определенные запреты на участие коммерческих банков в подобной деятельности.

Государственные ценные бумаги принято подразделять на рыночные и нерыночные в зависимости от того, обращаются ли они на открытом рынке или не поступают во вторичное обращение на биржах и свободно возвращаются эмитенту до истечения срока их действия. Основную часть государственных ценных бумаг составляют рыночные бумаги.

Все государственные ценные бумаги делятся на *рыночные и нерыночные*. Вид выпускаемых бумаг зависит от способа их обращения: либо бумаги свободно обращаются на первичном или вторичном рынке (рыночные ценные бумаги), либо не входят во вторичное обращение и до истечения срока их действия свободно возвращаются эмитенту (нерыночные ценные бумаги).<sup>55</sup>

В соответствии с мировой практикой можно выделить следующие категории государственных ценных бумаг:

*Казначейские векселя* - краткосрочные государственные обязательства, погашаемые обычно в пределах одного года и реализуемые с дисконтом.

---

<sup>54</sup> Ценные бумаги/под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. – 2е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2001. стр. 59

<sup>55</sup> Галанова В.А., Басова А.И. Рынок ценных бумаг. – 2-е изд., пер. и доп. – М. Фин. и Стат., 2002, стр.29

*Среднесрочные казначейские векселя* - казначейские обязательства, имеющие срок погашения от одного до пяти лет, выпускаемые, как правило, с условием выплаты фиксированного процента.

*Долгосрочные казначейские обязательства* - ценные бумаги со сроком погашения более пяти лет с выплатой купонных процентов. По истечении срока обращения обладатели данных бумаг имеют право получить их стоимость в денежной форме или рефинансировать в другие ценные бумаги. В некоторых случаях долгосрочные обязательства могут быть погашены при наступлении определенной предварительной даты за несколько лет до официального срока погашения.

Государственные ценные бумаги имеют общую экономическую природу, которая выражается в их следующих функциях:

- обслуживание платежного оборота субъектов экономики;
- отражение отношений долга между продавцом и покупателем;
- выполнения функций средства достижения баланса между участниками экономических отношений.

Все государственные ценные бумаги имеют следующие характерные признаки:

*Обращаемость* - способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также во многих случаях выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров.

*Доступность для оборота* - способность ценной бумаги не только покупаться и продаваться, но и быть объектом других гражданских отношений, включая все виды сделок.

*Стандартность* - ценная бумага должна иметь стандартное содержание (стандартность прав, которые представляет ценная бумага, стандартность участников, сроков, мест торговли, правил учета и других условий доступа к указанным правам, стандартность сделок, связанных с передачей ценной бумаги из рук в руки, стандартность формы ценной бумаги и т.п.).



*Серийность* - возможность выпуска ценных бумаг однородными сериями, классами.

*Документальность* - ценная бумага как документ должна содержать все предусмотренные законодательством обязательные реквизиты.

*Рыночность* - ценная бумага существует только как особый товар, который должен иметь свой рынок с присущей ему организацией, правилами работы на нем и т.д.

*Ликвидность* - способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателя, при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию.

*Риск* - возможности потерь, связанные с инвестициями в ценные бумаги и неизбежно им присущие.

*Обязательность исполнения* - не допускается отказ от исполнения обязательства, выраженного ценной бумагой, если только не будет доказано, что ценная бумага попала к держателю неправомерным путем.

Таким образом, наиболее приемлемым вариантом финансирования расходов государственного бюджета является выпуск государственных ценных бумаг. Традиционно с их помощью в мировой практике государством посредством эмиссии ценных бумаг решаются следующие задачи:

Основными способами размещения государственных ценных бумаг являются: *аукционы, открытая продажа, индивидуальное размещение.*

*Аукционная форма первичного размещения* ценных бумаг характерна для большинства стран с развитой экономикой. Подобным путем реализуются краткосрочные долговые обязательства, а в отдельных государствах — среднесрочные и долгосрочные. Потенциальные покупатели заранее подают заявки устроителям аукциона с указанием объема ценных бумаг, которые они хотели бы приобрести по указанной в заявке цене. При

этом участие в аукционе может быть на конкурентной и неконкурентной основе.

*Открытая продажа государственных ценных бумаг* производится с помощью посредников (агентов), которыми могут выступать центральный банк или иные кредитно-финансовые институты (в основном инвестиционные банки). Эта процедура продолжается в течение длительного периода (от нескольких недель до нескольких месяцев), условия продажи публикуются заранее.

*При индивидуальном размещении* министерство финансов по поручению правительства ведет переговоры с крупными инвесторами о получении кредита под выпуск долговых обязательств. Оговариваются условия получения кредита (объем выпуска, процентная ставка и пр.). Эмитентами государственных ценных бумаг могут быть не только центральные, но и местные органы власти (муниципальные долговые обязательства). Рыночные государственные ценные бумаги считаются наиболее надежными и ликвидными, поэтому они активно продаются на вторичном рынке.

*Государственные долговые обязательства* исходя из тех задач, которые они решают, занимают важное место на рынке ценных бумаг. В экономически развитых странах виды их достаточно разнообразны, однако в структуре общего объема выпуска государственных долговых ценных бумаг преобладают облигации.

Государственные ценные бумаги являются наиболее надежными и ликвидными, поскольку они обеспечены финансовыми и иными ресурсами государства. Не случайно в развитых странах по степени надежности облигации ранжируются следующим образом: облигации центрального правительства и облигации, гарантированные им, муниципальные облигации и облигации акционерных обществ.

Следует отметить, что временной период, лежащий в основе перечисленных групп, не носит абсолютный характер. К примеру, к

среднесрочным относят облигации со сроком жизни от 2 до 10 лет, к долгосрочным — от 10 до 30 лет.

В Кыргызской Республике в условиях нестабильной экономики и высокой инфляции среднесрочными считаются облигации с шестимесячным сроком действия, долгосрочными — со сроком обращения в один год и выше.

Первичное размещение новых выпусков казначейских векселей происходит на регулярно проводимых аукционах уполномоченными банками. Реализуются они по цене ниже номинала, а погашаются по полной нарицательной стоимости.

Большинство инвесторов приобретают казначейские векселя в странах с развитой экономикой на активно действующем первичном рынке ценных бумаг. Данный вид долговых обязательств имеет огромные объемы и очень высокую надежность, поэтому они служат ориентиром на денежном рынке.

Эмиссия и погашение казначейских векселей осуществляются центральными банками по поручению казначейства, т.е. министерства финансов.

Выпуск муниципальных облигаций означает, что выплата процентов по ним и их погашение обеспечиваются сбором местных налогов. Эмиссия подобных облигаций предназначена для финансирования строительства муниципальных больниц, школ. Поскольку расширение налогов в муниципалитетах проблематично, такие инструменты менее привлекательны для инвесторов, чем доходные облигации. Выплата процентов по доходным облигациям и их погашение осуществляются за счет доходов от платных строений, учреждений и иных сооружений, создаваемых местными органами власти на средства, полученные от эмиссии муниципальных ценных бумаг.

Для снижения бюджетного дефицита и привлечения сбережений населения для финансирования и рефинансирования государственного долга многие страны Запада прибегают к выпуску специальных займов, предназначенных для размещения в страховых и пенсионных фондах, а

также правительственных учреждениях. Облигации таких выпусков не продаются, их нельзя передавать другим лицам, но они могут быть предъявлены к оплате через определенное время (обычно через год) со дня их выпуска.

### **1.3. Основные этапы эволюции рынка государственных ценных бумаг в отдельных развитых странах.**

Рассматривая взаимосвязь внутреннего содержания экономической категории и характера её практической реализации, следует отметить, что эффективность использования инструментов государственного заимствования напрямую зависит от того, насколько чётко понимается экономическое содержание государственного кредита, его предназначение, а также в какой степени учитываются внешние факторы, взаимосвязь форм и методов организации государственного кредита с другими инструментами реализации государственной экономической политики. Поскольку политика государственных заимствований влияет на экономику, как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде.

Если государство формирует бюджет с дефицитом, сохраняя текущий уровень расходов и снижая налогообложение, то, согласно «традиционному» представлению о государственном долге, такая политика будет способствовать росту благосостояния. Это объясняется тем, что снижение налогообложения будет сопровождаться увеличением текущих доходов экономических агентов, повышением их потребления и ростом совокупного спроса на товары и услуги.

В краткосрочном периоде увеличение спроса положительно влияет на использование факторов производства, так как уровни цен и заработной платы являются неэластичными. В долгосрочном периоде эти показатели подвержены изменениям.

В конце 1990-х годов 41-44% всей мировой задолженности по ценным бумагам внутреннего долга приходилось на частных эмитентов и соответственно 56-59% - на государственных. В текущем десятилетии произошло ускоренное накопление долга частным сектором, и к 2004-2005 гг. доля частного сектора в задолженности по ценным бумагам внутреннего долга повысилась до 51%. За этими общими цифрами, однако, скрываются заметные различия между отдельными рынками, особенно формирующимися.

В некоторых странах главным эмитентом выступает частный сектор (США, Великобритания, Корея, Малайзия, в других доля государственных превышает 70%, доходя иногда до 100% (Япония, Канада, Бельгия, Бразилия, Мексика, Турция, Индия, Польша, Венгрия).<sup>56</sup>

С целью анализа государственного заимствования и его влияния на экономику рассмотрим процессы, происходящие в США и Японии.

***Государственные долговые обязательства США.*** В США находится самый крупный в мире рынок государственных облигаций. Он состоит из трех частей. Краткосрочная секция рынка представлена казначейскими векселями (treasury bills) - это те инструменты, которые выпускаются с дисконтом к номинальной стоимости и, следовательно, не имеют никакого купона. Инструменты среднесрочной секции рынка называются казначейскими нотами (treasury notes), которые выпускаются на период от двух до десяти лет, и по ним выплачиваются купонные проценты. К долгосрочной секции рынка относятся инструменты, которые называются казначейскими облигациями (treasury bonds), по которым, как и по нотам, выплачивается купон, но выпускаются они на сроки более десяти лет<sup>57</sup>.

Полномочия выпускать долговые ценные бумаги делегированы Конгрессом казначейству (министерству финансов) США.

Континентальный конгресс впервые выпустил облигационный займ в 1776 году для финансирования войны за независимость. Относительный и

---

<sup>56</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-с.69

<sup>57</sup> Фондовые рынки США: основные понятия, механизмы, терминология. ООН.-М.:Церих-ПЭЛ,1992.-с.23

абсолютный размер задолженности оставался умеренным в первой половине XIX в. и резко вырос в годы гражданской войны, а затем в период Первой мировой войны.<sup>58</sup>

Для финансирования военных расходов американское правительство в течении двух лет выпустило облигаций на 21,5 млрд. долларов, в то время как за предыдущие 10 лет объем эмиссии корпоративных облигаций составил 16, 6 млрд. долл. Для того чтобы продать такое огромное количество бумаг, коммерческие и инвестиционные банки должны были охватить людей, которые ранее никогда не покупали ценные бумаги. И это им вполне удалось: за 1917 -1919 гг. количество инвесторов в казначейские облигации выросло с 300 тыс. до 21 млн.<sup>59</sup>

После незначительного снижения в период Великой депрессии относительный размер государственного долга вырос в три раза и затем достиг максимальной относительной величины в 1940 годы (120% ВВП).<sup>60</sup>

Перевод экономики на мирное русло, сопровождался относительным снижением федерального долга по государственным ценным бумагам.

В течении почти 30 лет начиная с 1969 г. одной из наиболее значительных проблем национальной экономики в США считался хронический дефицит (отрицательное сальдо) федерального бюджета, приводивший к наращиванию государственного долга, который к концу XX века достиг 5,6 трлн. долл., что на тот момент составило более 60% ВВП страны.<sup>61</sup>

Хотя такой объем долга, по мнению большинства американских экономистов, не нес непосредственной опасности для американской экономики, он все же сковывал хозяйственное развитие, например, уменьшая возможности использования частными предпринимателями внутреннего рынка капиталов. Ежегодные выплаты процентов по государственному долгу

---

<sup>58</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-с.134-135

<sup>59</sup> Raghuram R., Zingales L., Banks and markets: The Changing Character of European Finance/ National Bureau of Economic Research Working Paper 9595/ March, 2003. p. 35

<sup>60</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-с.135

<sup>61</sup> Экономика США / под ред. В.Б. Супяна. – СПб.: Питер, 2003. – с.182

превысили 15% расходной части бюджета, и это дополнительно отягощала государственную финансовую систему.

В 1979 году соотношение государственного долга и ВВП достигло минимальной величины в послевоенный период- 35% ВВП. В 1980-е годы, с приходом к власти республиканской администрации Р. Рейгана, относительная величина государственного долга снова начинает расти, достигнув максимума уже при демократе Б. Клинтоне к середине 1990-х годов- 70% ВВП.<sup>62</sup>

В 1990–х годах в США наметилась благоприятная экономическая конъюнктура и небывалый продолжительный период экономического роста, что позволило снизить бюджетный дефицит, а затем и достигнуть его профицита в конце 90х годов. Федеральный долг начал уменьшаться и в 2000 году достиг отметки 57% ВВП.

Однако наступление экономического спада, а также различные военные и прочие акции (в частности в Ираке и в Афганистане) в рамках программы борьбы с терроризмом вновь привели к росту государственного долга до 62% в 2003-2004 гг., и 60% в 2005 году.

Ситуация еще более усугубилась с разразившимся мировым финансовым кризисом. На начало 2010 года общий объем национального долга США превысил 13 трлн. долларов. Примечательно отметить, что каждый день сумма долга возрастает примерно на 4,13 млрд., или на 47,8 тыс. в секунду. Объем долга составляет 83,16% ВВП США.<sup>63</sup>

Примечателен тот факт, что самыми большими кредиторами по государственным займам США являются Китай на 800,5 млрд. долл.(23,35%) и Япония на 724, 5 млрд. долл. (21,13%).<sup>64</sup>

Американский рынок ценных бумаг, в том числе государственных долговых обязательств, является наиболее развитым в мире. Он выделяется не только по объемам, но и по разнообразию государственных облигаций.

---

<sup>62</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-с.135

<sup>63</sup> MONTHLY STATEMENT OF THE PUBLIC DEBT OF THE UNITED STATES OCTOBER 31, 2009

<sup>64</sup> [http://ru.wikipedia.org/wiki/Major\\_foreign\\_holders\\_of\\_treasury\\_securities](http://ru.wikipedia.org/wiki/Major_foreign_holders_of_treasury_securities)

Основным эмитентом государственных долговых обязательств выступает федеральное правительство в лице министерства финансов, которое выпускает как рыночные, так и нерыночные ценные бумаги, причем первые преобладают.

Облигации казначейства США представлены рыночными облигациями (4,7 трлн.долл. в начале 2007 г.) и нерыночными (не имеющими вторичного рынка) сберегательными облигациями (savings bonds - 0,2 трлн.долл.) федерального правительства<sup>65</sup>.

Последние предназначены для физических лиц и, несмотря на отсутствие рынка, пользуются у населения большой популярностью.

**Таблица 1. Годовая доходность акций, казначейских векселей и 10-летних облигаций в США, в %<sup>66</sup>**

Годы	Акции	Казначейские векселя	Казначейские облигации
1980-1989	17,6	9,1	13
1990-1999	18,2	5,0	8,0
2000-2006	1,1	3,1	6,8
2001	-11,9	3,3	5,5
2002	-22,1	1,6	15,2
2003	28,7	1,0	0,5
2004	10,9	1,4	4,6
2005	4,9	3,3	3,2
2006	15,8	5,0	2,4

Основные разновидности рыночных казначейских бумаг отличаются прежде всего сроками: краткосрочные (до года) – векселя (bills), среднесрочные (до 10 лет) (notes) и долгосрочные (более 10 лет) (bonds). Кроме того, выделяются индексированные облигации (в зависимости от срока могут быть notes или bonds) – TIPS.

*T-bills* – дисконтные облигации, их прямым аналогом выступают кыргызские ГКВ. Прочие – классические процентные инструменты с выплатой процентного дохода 2 раза в год. Выпускаются только в бездокументарной форме. Средне и долгосрочные – только именные.

<sup>65</sup> Кроме этих бумаг есть еще нерыночные (целевые) облигации, предназначенные для государственных пенсионных фондов, общая задолженность по которым превышает 3 трлн.долл..

<sup>66</sup> U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of the United States: 2008, p.739



Индексированные облигации (Treasury Inflation Protected Securities) привязаны к индексу розничных цен.

**Таблица 2. Анализ динамики и структуры задолженности по государственным долговым ценным бумагам США <sup>67</sup>**

Долговые ценные бумаги	1990	1995	2000	2004	2005	2006	2006 в % к 1990
Рыночные облигации федерального правительства (казначейские обязательства) (млрд. долл.)	2093	3260	2993	3944	4266	4659	222,60%
Облигации федеральных агентств (включая бюджетные) (млрд. долл.)	435	835	1853	2718	2599	2661	611,72%
Муниципальные облигации (млрд. долл.)	1184	1268	1481	2029	2232	2403	202,96%
<b>Всего по государственным заимствованиям (млрд. долл.)</b>	<b>3712</b>	<b>5363</b>	<b>6327</b>	<b>8691</b>	<b>9097</b>	<b>9723</b>	<b>261,93%</b>
Всего по государственным заимствованиям (в %)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Рыночные облигации федерального правительства (КО) (в %)	56%	60%	48%	46%	46%	48%	86%
Облигации федеральных агентств (в %)	12%	16%	29%	31%	29%	27%	225%
Муниципальные облигации (в %)	32%	24%	23%	23%	25%	25%	78%

Около 60% всех казначейских облигаций приходится на T-notes, около четверти – на T-bills, 12% - на T-bonds, около 8% - на TIPS.

44% всех выпущенных казначейских облигаций принадлежит иностранным инвесторам (2006 г.), прежде всего центральным банкам. Это объясняется, опять же, высокой надежностью этих бумаг, которые лишены риска банкротства эмитента. Кроме того, это самый ликвидный рынок в мире. Ежедневно в США с казначейскими облигациями совершается операций на сумму 500-600 млрд. долл. (на внебиржевом рынке), что многократно превышает оборот торговли акциями и корпоративными

<sup>67</sup> Составлено по: Bond Market Association ([www.bondmarkets.com](http://www.bondmarkets.com)); Financial Flow Accounts of the United States. Annual Flows and Outstandings за разные годы стр. 76-82

облигациями<sup>68</sup>. Спред (разница между ценами покупки и продажи) - наименьший среди долговых бумаг какой-либо иной страны мира.

Общий долг федерального правительства США (на рыночные облигации приходится немного более половины) равен примерно 9,7 трлн. долл., что составляет 65-66% ВВП. Безусловно, это много, но не настолько, чтобы говорить о серьезной угрозе национальной экономике и о подрыве финансовой стабильности страны. Тем более что в 1990-х годах относительный уровень федерального долга был даже немного выше – максимальный 67,3% в 1996 г. В Японии относительный государственный долг в два раза выше, чем в США, в Италии – в полтора, в Германии и Франции – сопоставим с США<sup>69</sup>.

Еще одной отличительной чертой США является наличие колоссального рынка муниципальных бумаг – 2,6 трлн.долл. в сентябре 2007 г.<sup>70</sup>

В США насчитывается более 40 тыс. эмитентов облигаций, именуемых муниципальными, но основной объем приходится на правительства штатов и администрации крупных городов. Спецификой муниципальных облигаций в США является то, что доходы от них не облагаются федеральными налогами, поэтому номинальная процентная ставка по ним (как и доходность) могут быть ниже доходности по федеральным облигациям.

*Муниципальные ценные бумаги в США* выпускаются в виде:

- казначейских ценных бумаг, которые покрываются за счет налоговых и внебюджетных источников погашения;
- инвестиционных ценных бумаг, которые обеспечены ассигнованием из бюджета;
- гибридные ценные бумаги, которые являются «морально защищенными» ценными бумагами;

К муниципальным ценным бумагам в США относятся облигации, выпускаемые штатами, территориями, городами округами и специальными

---

<sup>68</sup> ([www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)); Treasury Bulletin. ([www.ustreas.gov](http://www.ustreas.gov)); U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of the United States ([www.census.gov](http://www.census.gov));

<sup>69</sup> Рубцов Б.Б. Фондовый рынок США // «Портфельный инвестор» №3, 2008 стр.9

<sup>70</sup> данные с официального сайта SIFMA ([www.sifma.org](http://www.sifma.org))

территориальными образованиями (например, школьными округами). Общее количество этих облигаций достигает 40-50 тыс. Задолженность по муниципальным облигациям в конце 2005 года превысила 2,2 трлн. долларов.<sup>71</sup>

Доходы от облигаций штатов не подлежат обложению федеральными налогами, а также, как правило, не облагаются налогами штата, в котором они выпущены. Выпуск муниципальных облигаций в США осуществляется через андеррайтеров, объединяющихся в синдикаты.

Таким образом, муниципальные облигации США получили широкое распространение и характеризуются большим разнообразием (например, муниципальные ноты, специальные налоговые облигации). Долгосрочные и краткосрочные муниципальные облигации выпускаются местными органами власти, как для финансирования бюджета, так и для развития социально-культурной сферы (здравоохранения, образования, жилищного строительства, коммунального хозяйства и др.). В зависимости от целей выпуска они находятся в обращении от 30 дней до нескольких десятков лет. Кроме того, существуют ценные бумаги, гарантированные федеральным правительством. Их эмитентами являются организации, пользующиеся поддержкой правительства. К этим ценным бумагам относятся: облигации Азиатского банка развития, облигации Системы фермерского кредита, облигации федеральных банков жилищного кредита и т.д.

Основными инвесторами в муниципальные ценные бумаги являются физические лица, а также взаимные фонды, страховые компании и банки.

***Государственные ценные бумаги Японии.*** Выпуск государственных ценных бумаг для финансирования дефицита государственного бюджета Японии активизировался с конца 60-х гг. Эмитентами ценных бумаг являются центральное правительство, местные органы власти и организации, связанные с правительством .

---

<sup>71</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-с.149

С 1999 года по размерам рынка государственных долговых обязательств Япония занимает первое место в мире, опередив рынок американских казначейских обязательств, и достигла 7,3 трлн. долларов.<sup>72</sup>

На долю государственных облигаций приходится свыше 60%, корпоративных 10%, муниципальных и банковских по 7%, банковских сертификатов -5%.

В Японии Закон о ценных бумагах и фондовых биржах, принятый в 1948 году во многом повторял положения аналогичных правовых актов США 1933—1934 гг. и распространял свое влияние как на первичный, так и вторичный фондовый рынок. Для исполнения предписаний этого законодательного акта при Министерстве финансов была учреждена независимая правительственная Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам. Однако вскоре она была преобразована в Бюро по управлению финансами Министерства финансов страны. Лишь в 1964 г. был вновь создан специализированный орган регулирования фондового рынка — Бюро по ценным бумагам, которое состоит из нескольких отделов. При нем был сформирован также ряд относительно самостоятельных подразделений, в частности, Совет по фондовому рынку. Бюро регулярно собирает и анализирует обширную информацию, в том числе по рынку государственных ценных бумаг, и публикует соответствующие отчеты.

Очередные корректировки Закона были произведены в 80-е гг. по инициативе Совета по фондовому рынку Японии. Они усиливали регулирование фьючерсного рынка облигаций, повышали степень защиты от недобросовестного использования конфиденциальной информации, предусматривали ряд других мер по совершенствованию фондового рынка, в частности, рынка облигаций национального правительства и облигаций органов местного самоуправления.<sup>73</sup>

К государственным долговым обязательствам, выпускаемым центральным правительством, относятся казначейские векселя и облигации.

---

<sup>72</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-с.376

<sup>73</sup> Рынок ценных бумаг Японии. М.: Дайва Секьюритиз -2000 –с.48

Премьер-министр Японии Юкио Хатояма обнародовал проект бюджета на 2010 финансовый год (начинается с 1 апреля), сообщает Bloomberg. Бюджет станет рекордным по расходам, которые достигнут 92,3 триллиона иен (более триллиона долларов). Гигантский дефицит бюджета придется покрывать за счет заимствований, объем которых составит 44,3 триллиона иен (более 480 миллиардов долларов, или 10 процентов от ВВП). Для сравнения, дефицит бюджета США в 2009 финансовом году составил 1,4 триллиона долларов, также оказавшись у отметки в 10 процентов от ВВП.

Ростом бюджетных расходов государство пытается вновь поставить на ноги экономику, которая в этом году, вероятно, сократится на 6 процентов. Спад ВВП будет большим, чем в любом другом крупном развитом государстве. Тем не менее, Хатояме пришлось сократить расходы на три триллиона иен по просьбе министерств. В ведомствах заявляют, что не хотят терять контроль над государственными финансами.

Общий объем государственного долга Японии сейчас превышает 200 процентов от ВВП, что является максимальным показателем среди всех стран мира. Несмотря на это, процентные ставки по японским государственным облигациям находились на более низком уровне, чем у других стран G7. Это позволяло Японии занимать средства под небольшие проценты на внутреннем рынке (внешний госдолг Японии сравнительно невелик).

Однако в последнее время ставки стали расти. Спрэд (разница) между ставками долгосрочных 30-летних и двухлетних обязательств достиг 2,11 процентного пункта, что является максимумом за четыре года. Такая разница показывает опасения рынка по поводу управления госдолгом.

Муниципальные облигации, составляющие небольшой удельный вес в общем объеме государственных долговых обязательств, эмитируются префектурами, городскими и сельскими органами власти. Размещение их осуществляется по двум каналам: путем открытой продажи и частным образом. Облигации организаций, связанных с правительством, как и муниципальные, имеют небольшой удельный вес. Их эмитентами являются

государственные предприятия, государственные финансовые корпорации и межправительственные финансовые корпорации.

Для погашения государственных облигаций в Японии имеется выкупной фонд. Он создается за счет как бюджетных поступлений, так и части доходов от новых выпусков долговых обязательств. Выпуск нерыночных ценных бумаг носит в Японии ограниченный характер.

По своему объему рынок долговых ценных бумаг Японии уступает только США. Совокупный объем задолженности по ценным бумагам в 2007 г. превышал 9 трлн долл. На долю государственных облигаций приходится около 70% всех долговых инструментов (табл.3).

**Таблица 3. Анализ задолженности по государственным  
долговым инструментам Японии<sup>74</sup>**

Долговые инструменты	1985	1990	1995	2000	2004	2007	2007 в % к 1985
Государственные долгоср., среднесрочные и краткосрочные облигации (трлн. йен)	134,4	166,3	225,2	367,6	620,6	675,5	502,60%
в т.ч. казначейские векселя (трлн. йен)	0	7,6	12,8	33,4	46,3	27,5	275%
Облигации с правительственной гарантией (трлн. йен)	16,4	19,6	21,8	26,4	4	38	231,71%
Муниципальные облигации <sup>75</sup> (трлн. йен)	6,1	7,3	10,3	16,5	27,2	36,7	601,64%
<b>Всего по государственным заимствованиям (трлн. йен)</b>	<b>156,9</b>	<b>200,8</b>	<b>270,1</b>	<b>443,9</b>	<b>698,1</b>	<b>777,7</b>	<b>495,67%</b>
Всего по государственным заимствованиям (в %)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Государственные долгоср., среднесрочные и краткосрочные облигации	86%	82%	83%	82%	88%	86%	100%
в т.ч. казначейские векселя	0	4%	5%	8%	7%	4%	400%
Облигации с правительственной гарантией	10%	10%	8%	6%	1%	5%	50%
Муниципальные облигации (в	4%	4%	4%	4%	4%	5%	125%

<sup>74</sup> Источник: база данных банка Японии (Bank of Japan Statistics (<http://www.boj.or.jp>)); Japan Statistical Yearbook ([www.stat.go.jp](http://www.stat.go.jp)); Tokyo Stock Exchange Fact Book.

<sup>75</sup> Размещенные по открытой подписке. Это менее трети общей задолженности по муниципальным облигациям Японии

С 1999 г. по размерам рынка государственных долговых обязательств Япония заняла первое место в мире, опередив рынок американских казначейских обязательств (treasuries). В пересчете на доллары задолженность по прямым обязательствам правительства Японии в конце 2007 г. составляла 7 трлн долл (примерно 700 трлн иен). Большая часть облигаций представлена 10-летними бумагами<sup>76</sup>. Вторичный рынок государственных облигаций практически полностью внебиржевой, хотя долгосрочные облигации имеют котировку на Токийской фондовой бирже.

Ликвидность рынка государственных облигаций (спред, т.е. разница между ценой покупки и продажи, соотношение между оборотом и величиной задолженности) по-прежнему - одна из самых низких среди стран «Группы 7». Еще в 1997 г. спред был в два-три раза выше, чем в США. В результате проводимых реформ ликвидность несколько повысилась, но все равно уступает другим рынкам.

В Японии более половины всех выпущенных государственных обязательств находится в государственных учреждениях правительственных агентствах и центральном банке. В то же время доля иностранцев на рынке государственного долга (6% в марте 2007 г.) в несколько раз ниже, чем в других крупных странах. Вероятно, причиной этого является низкая доходность японских инструментов (см. ниже).

В 90-е годы, столкнувшись с небывало длительным экономическим спадом, японское правительство в целях стимулирования спроса развернуло программы государственного заимствования, а в конце 90-х – и для прямой помощи попавшим в тяжелое положение банкам. По относительному уровню консолидированного дефицита бюджета (6-8% ВВП в 1999-2007 гг.) Япония вышла на первое место среди развитых стран.

---

<sup>76</sup> Рубцов Б.Б. Фондовый рынок США // «Портфельный инвестор» №5, 2008 стр.10

**Таблица 4. Процентные ставки и нормы доходности в Японии (% годовых)<sup>77</sup>.**

Годы	Офиц. учетная ставка Банка Японии	Ставка овернайт, без обеспечения	Казначейские векселя	Гос. облигации для подписчиков (10 лет)	%ные банковские облигации (5 лет)
1985	5,0	7,86		6,58	6,69
1990	6,0	8,25		6,8	6,85
1995	0,5	0,4	0,35	2,91	1,85
1996	0,5	0,38	0,3	2,75	1,72
1997	0,5	0,44	0,34	1,99	1,63
1998	0,5	0,34	0,38	0,97	1,93
1999	0,5	0,01	0,1	1,84	1,27
2000	0,5	0,22	0,45	1,66	1,26
2001	0,1	0,001	0,007	1,31	1,09
2002	0,1	0,001	0,003	1,01	0,4
2003	0,1	0,001		1,38	0,66
2004	0,1	0,002	0,002	1,45	0,64
2005	0,1	0,004	0,026	1,49	0,94
2006	0,4	0,125	0,42	1,73	
2007	0,75	0,5	0,59	1,47	

Стремясь стимулировать спрос, Банк Японии несколько раз снижал краткосрочные процентные ставки по своим кредитам, а начиная с 1999 г. основной процентный ориентир Японии - ставка рефинансирования Банка Японии - официально неоднократно устанавливалась на нулевом уровне. На протяжении ряда лет центральный банк проводил де-факто политику нулевых ставок. Все другие краткосрочные процентные ставки по инструментам денежного рынка (казначейские векселя, векселя управления наличностью, депозитные сертификаты, коммерческие бумаги) также продавались фактически с нулевой доходностью. Доходность по долгосрочным облигациям снизилась за тот же период до 0,7-1,7% (в три-четыре раза ниже, чем в других развитых странах (см.табл.4). Лишь в 2006-2007 гг. произошло некоторое повышение краткосрочных ставок.

До середины 80-х годов выпуск облигаций без обеспечения осуществлялся только с одобрения специального государственного Комитета

<sup>77</sup> Источник: база данных банка Японии (Bank of Japan Statistics) (<http://www.boj.or.jp>; 2006-2007 - International Financial Statistics).



по облигациям, контролируемого банками. Тем самым последние пытались оградить себя от конкуренции, ограничивая возможности прямого финансирования на рынке ценных бумаг.

Рост евторынка и отмена валютных ограничений позволили японским корпорациям получать средства на международном рынке капиталов. Если доля финансирования на евторынке не превышала в начале 1970-х годов 2%, то к середине 1980-х она приближалась к 40%. Комитет по облигациям был распущен. За прошлое десятилетие объем рынка внутренних корпоративных облигаций вырос более чем в четыре раза. Тем не менее ежегодный объем финансирования японских корпораций с помощью выпуска облигаций на внутреннем рынке относительно невелик – от 6 до 13 трлн.иен (1997-2006 гг.)<sup>78</sup>.

Таким образом, рынок государственных ценных бумаг в Японии и США представлен различными долговыми инструментами, которые используются, как для финансирования дефицита бюджета, так и для финансирования национальных стратегических проектов. В обеих странах доля государственного долга превышает допустимый уровень, но тем не менее это не является дестабилизирующим фактором.

---

<sup>78</sup> FACT BOOK 2007 Japan Securities Dealers Association., p. 20

## **Глава 2. Современное состояние рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике.**

### **2.1. Экономические предпосылки эмиссии государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике.**

*«В основе предположения, что старый долг оплачен, лежит то обстоятельство, что мы заключили заем на гораздо большую сумму....»*

*Д. Риккардо*

В условиях рыночной экономики степень финансового здоровья государства и его перспективы определяются, прежде всего, состоянием государственного бюджета, величиной его дефицита, а также величиной государственного долга - агрегированной характеристикой этого дефицита.

В мировой практике накоплен большой опыт в управлении государственным долгом рыночными методами, связанными с использованием различных финансовых инструментов, призванных обеспечивать воздействие на величину государственного долга и его структуру. Одним из таких распространенных инструментов являются государственные ценные бумаги, выпускаемые в виде срочных долговых обязательств.

Рынок государственных ценных бумаг является, с одной стороны, одним из индикаторов состояния всей экономики, а с другой - инструментом, воздействие на который может замедлить или ускорить процессы рыночных преобразований.

Государственные заимствования играют важную роль в обеспечении экономического роста практически в любой стране, что доказано и теоретически, и эмпирически. Это ставит задачу построения оптимальной системы организации государственного заимствования в разряд

первоочередных. При этом особое внимание следует уделить такому важному аспекту, как выработка механизма для рационального использования ресурсов, мобилизованных посредством государственных заимствований. Это предполагает необходимость экономического обоснования государственной долговой политики и выработки организационно-правового механизма её реализации.

В этой связи, на наш взгляд, следует последовательно рассмотреть макроэкономические предпосылки эмиссии государственных ценных бумаг и их роль в системе регулирования бюджетного дефицита в Кыргызской Республике.

Государственные ценные бумаги являются неотъемлемой частью финансовой системы любого государства, развивающегося на принципах рыночной экономики, имеющей свою институциональную и организационно-правовую структуру.

Как и все страны постсоветского пространства, Кыргызская Республика после обретения суверенитета, наряду с другими социальными и экономическими проблемами, также столкнулась с такой проблемой, как хронический дефицит бюджета.

Обычно в пользу дефицита государственного бюджета приводится тот аргумент, что при сбалансированном государственном бюджете он может использоваться для регулирования экономики.<sup>79</sup> Однако в реальной действительности в Кыргызстане поступления в государственный бюджет практически всегда носили и носят больше фискальный и перераспределительный характер, нежели регулирующий.

Сегодня многие экономисты исходят из того что в период спадов вполне допустим значительный бюджетный дефицит, а небольшой недостаток не опасен и может существовать довольно длительное время. Международный Валютный Фонд признает допустимым дефицит в пределах 2-3% ВВП. Проблемой становится продолжительный значительный и возрастающий

---

<sup>79</sup> Макроэкономика /под ред. Хубиева К.А. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЭИС, 2004 – с.67

дефицит, следствием которого может стать неконтролируемая инфляция, присущая экономикам отсталых или развивающихся стран.

В первой главе уже говорилось, что бюджетный дефицит не всегда является негативным явлением. Бюджетная несбалансированность может быть и полезной с точки зрения стабилизации экономики. Бюджетный дефицит не может служить показателем, характеризующим состояние экономики страны, и бездефицитный бюджет ещё не означает экономического благополучия. Планируемое расхождение между доходами и расходами государственного бюджета может использоваться, как средство борьбы с инфляцией и спадом производства. И наоборот, твердый курс на сбалансированность бюджета потребовал бы повышения налогов и снижения государственных расходов в период спада экономики и в результате привел бы к дальнейшему сокращению совокупного спроса.

Как показывает практика развитых стран, в частности Японии, где в послевоенные годы была гиперинфляция и огромный дефицит бюджета, государственные заимствования использовались, не только как инструмент покрытия дефицита бюджета, но и как основной источник капиталовложений, которые способствовали развитию стратегически важных отраслей экономики. Это позволило за сравнительно короткий промежуток времени улучшить макроэкономические показатели страны и выйти на передовые позиции.

Кыргызские учёные, исследуя вопросы управления бюджетным дефицитом и долгом государства, также подчёркивают необходимость производительного использования средств, мобилизуемых на рынке ссудных капиталов.

По мнению профессора Бектеновой Д.Ч. «бюджетный дефицит – это финансовое явление, не обязательно относящееся к разряду чрезвычайных, исключительных событий. В современном мире нет государства, которое в те или иные периоды своей истории не сталкивалось бы с бюджетным

дефицитом»<sup>80</sup>. Она считает, что негативность бюджетного дефицита зависит от качества самого дефицита, а также от условий развивающейся экономики с устойчивыми и эффективными экономическими связями.

По мнению профессора Кумсковой Н.Х. «..бюджетный дефицит относится к отрицательным экономическим категориям типа инфляции, кризиса, безработицы и т.д. Однако все они являются неотъемлемым элементом рыночной экономической системы. Без них система утрачивает способность к развитию»<sup>81</sup>.

Но нельзя забывать, что вследствие хронического дефицита бюджета увеличивается государственный долг, который имеет ряд отрицательных последствий. Этот долг съедает возрастающую часть ВВП, что уменьшает долю дохода, идущую на потребление и накопление.

В бюджете выделяется все увеличивающаяся часть расходов для погашения внутреннего долга и процентов по ним. Широкая продажа государственных ценных бумаг неизбежно ведет к повышению процентных ставок и увеличению удельного веса государства на рынке ссудных капиталов. В итоге возникает так называемый «эффект вытеснения». С рынка ценных бумаг уходят те продавцы, которые не могут дать инвесторам более надежные финансовые инструменты.

Таким образом, можно сделать вывод, что решение проблемы дефицита бюджета (или хотя бы уменьшение его доли в бюджете государства) зависит от правильности подхода правительства к ее оценке и введение цивилизованных мер, направленных на сокращение бюджетного дефицита. Принятие продуманных законов, направленных на поддержание национального производителя и развитие производства в целом, а так же разработка механизма их выполнения, наиболее верный путь, ведущий к сбалансированному бюджету государства.

Основными причинами устойчивых бюджетных дефицитов и увеличения государственного долга являются:

---

<sup>80</sup> Бектенова Д.Ч. Финансы и кредит. КРСУ – Бишкек, 2009 –с. 240

<sup>81</sup> Экономическая теория./ Отв. редактор проф. Н. Х. Кумскова; КРСУ – Бишкек, 2002 –с.268

- увеличение государственных расходов в военное время, при различного рода стихийных бедствиях или в периоды других социальных конфликтов.
- циклические спады и «встроенные стабилизаторы» экономики;
- дефицит может быть связан с необходимостью осуществления крупных государственных вложений в развитие экономики.
- дефицит может отражать кризисные явления в экономике, ее развал, неэффективность ее финансово-кредитных связей, неспособность правительства держать под контролем финансовую ситуацию в стране. В этом случае дефицит – явление чрезвычайно тревожное, требующее принятия не только срочных и действенных экономических мер, но и соответствующих политических решений.
- сокращение налогов в целях стимулирования экономики;
- усиление влияния политического бизнес - цикла в последние годы, связанное с проведением «популярной» макроэкономической политики увеличения государственных расходов и снижения налогов перед очередными выборами;
- повышение долгосрочной напряженности в бюджетно-налоговой сфере в результате:
  - а) увеличения государственных расходов на социальное обеспечение и здравоохранение (преимущественно в тех странах, где возрастает доля пожилого населения)
  - б) увеличения государственных расходов на образование и создание новых рабочих мест (преимущественно в тех странах, где возрастает доля молодого населения).

Долговое финансирование бюджетного дефицита позволяет в краткосрочном периоде ослабить инфляционное напряжение, избежав увеличения денежной массы, и не прибегать к ужесточению налогообложения.

Но в долгосрочном периоде негативными последствиями долгового финансирования дефицита считаются снижение национальных сбережений, внутренних и иностранных инвестиций, замедление роста национального производства и уровня жизни населения.

Отсюда мы можем сделать вывод, что в условиях динамично развивающейся экономики бюджетный дефицит, в допустимых пределах не только не опасен, но и имеет стимулирующие эффекты для государства, поскольку в долг жили и продолжают жить многие экономически развитые государства. Правда, при этом количество не должно переходить в отрицательное качество, т.е. сумма полученных государством в долг финансовых ресурсов не должна ложиться тяжким грузом на экономику страны, на плечи налогоплательщиков, сопровождаться сокращением социальных программ.

Последствия бюджетного дефицита находят свое выражение в росте объема сбережений, используемых для финансирования государственных расходов, и уменьшении величины средств, направляемых на финансирование инвестиций. В дальнейшем рост дефицита ведет к снижению уровня жизни населения страны.

В связи с этим правительства предпринимают различные методы регулирования бюджета, направленные на минимизацию дефицита и контроль над ним, среди которых можно выделить: кредитование Центральным (Национальным) банком государства в лице Министерства финансов, кредитование небанковским сектором, привлечение внешних источников финансирования, денежную эмиссию и т.д..

При оценке социальных последствий дефицита государственного бюджета нередко обращается внимание на то, что он позволяет перекладывать часть налогов на будущие поколения: государственные займы сегодня уменьшают текущие налоги, но необходимость возвращать долги потребует от государства увеличить налоги в будущем.<sup>82</sup>

---

<sup>82</sup> Макроэкономика / под ред. Хубиева К.А. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЭИС, 2004 – с.67

Вместе с тем, профессор Хубиев К.А. отмечает, что в рыночных условиях и при наличии устойчивой долгосрочной государственной политики, будущие поколения не только проигрывают, платя большие налоги для оплаты государственных долгов, но и выигрывают, так как их предки, больше сберегая, обеспечивают возможность накопления и наращивания экономического потенциала страны и оставляют наследство в виде ценных бумаг по государственным займам, которые при погашении приносят доход и обеспечивают возврат ранее сбереженных средств.

Однако данная аргументация не приемлема для наших условий, так как значительная часть государственного долга Кыргызской Республики - внешний долг, который в десятки раз больше, чем внутренний долг, что ставит страну в экономическую зависимость от стран - кредиторов.

В Кыргызской Республике данная структура начала формироваться в начале 1990-х годов параллельно с обретением суверенитета страны и осуществлением глубокого реформирования всей экономической системы государства. Период трансформации экономики в это время характеризовался глубоким кризисом государственных финансов, который неизбежно сказался на состоянии экономической системы в целом.

Недостаточность финансовых ресурсов в бюджете для финансирования социальных и экономических программ обусловила необходимость привлечения средств на внутреннем и внешнем рынках. Однако недостаточная степень разработки основ организации государственных заимствований привели к бессистемному использованию заёмных ресурсов, которые направлялись на финансирование текущих расходов или рефинансирование государственного долга и усугубляли бремя его обслуживания.

В результате отсутствия глубокого научного обоснования и единой концепции организации государственных заимствований в республике возникла реальная угроза нарастания долгового кризиса. Несмотря на постепенное устранение отдельных недостатков в процессе развития системы



государственных заимствований, особую актуальность приобретают вопросы определения оптимальной структуры долга, позволяющей сбалансировать платежи по его обслуживанию и погашению.

В Кыргызстане до обретения независимости и появления рыночных отношений практически рынка государственных ценных бумаг не было, поскольку бюджет республики в составе СССР составлялся без дефицита. С получением суверенитета из-за инфляции и экономического кризиса в стране, расходы государства стремительно росли и стали хронически превышать доходы, что повлекло за собой систематический дефицит бюджета.

Основными причинами резкого скачка бюджетного дефицита в Кыргызской Республике в 90х годах явились:

- низкая эффективность общественного производства, усугубленной малой результативностью внешнеэкономических связей;
- нерациональная структура бюджетных расходов, усиленная стремлением жить не по средствам;
- неэффективный бюджетный механизм, не позволяющий государству использовать его в качестве стимула развития экономики и социальной сферы.<sup>83</sup>

Важным фактором дестабилизации финансового состояния хозяйства страны, снижения государственных доходов и роста бюджетного дефицита явилась неразвитость финансовой системы страны.

Резкое увеличение бюджетного дефицита привело к нарастанию инфляционных процессов, поскольку для покрытия дефицита правительство систематически использовало денежно-кредитную эмиссию. Нарастание инфляционных процессов выразилось в росте цен на товары и услуги и резком повышении уровня неудовлетворенного платежеспособного спроса. Нарастание инфляционных процессов существенно снижало жизненный

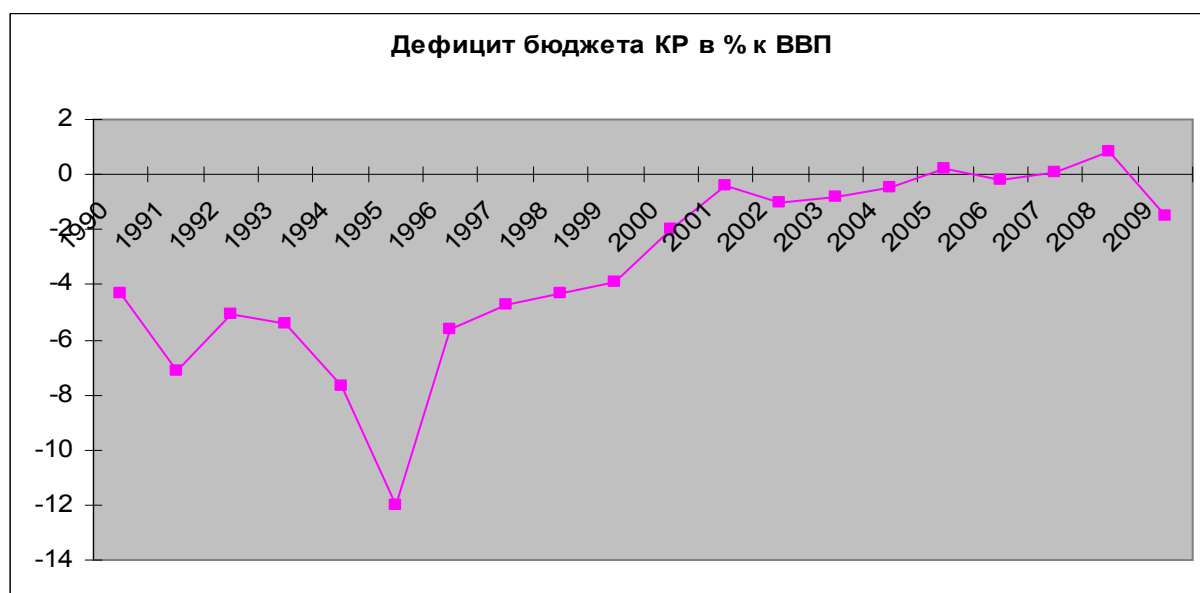
---

<sup>83</sup> Бектенова Д.Ч. Финансы и кредит. КРСУ – Бишкек, 2009 –с. 240

уровень населения, и стало причиной обострения социальной напряженности в стране.

Проблема растущего бюджетного дефицита в Кыргызстане в первой половине 90-х годов стала одной из основных и потребовала формирования новых источников финансирования дефицита государственного бюджета.

Дефицит бюджета Кыргызской Республики находился на критическом уровне с 1990 по 1999 год, и в этот промежуток времени, начиная с 1993 года НБКР и Минфин КР стали интенсивно выпускать различные государственные ценные бумаги с разной срочностью для покрытия дефицита бюджета и сдерживания инфляции.



**Рис.1. Дефицит бюджета в % к ВВП<sup>84</sup>**

В 1990 году дефицит бюджета составлял 4,3 % от уровня ВВП, а в 1995 году достиг максимального уровня в 12%, несмотря на то, что были предприняты все меры для сокращения бюджетного разрыва. С 1995 года началось сокращение расходов государственного бюджета – с 29% ВВП в 1995 до 20% в 2004. При уровне налоговых поступлений в бюджет 15% к ВВП, уровень расходов государственного уровня составлял 29,6% к ВВП.

Такой резкий скачок дефицита бюджета был связан с сокращением производства товаров и услуг, которое достигло в Кыргызстане небывалых

<sup>84</sup> График составлен автором на основе данных Нацстаткома КР 1990-2009 гг.

размеров, не имеющих аналогов в мире: за 1991-1995 гг. объем производства снизился до 50,6%, достигнув пика падения в 1994 г. (20,1% за год)<sup>85</sup>.

Эти годы были особенно «критическими», когда ВВП ежегодно падал. Академик Койчуев Т.К. дает следующую оценку проводимых реформ в данный период. «В результате к 1996 г. экономика страны по основным показателям (ВВП, национальному доходу) оказалась на уровне начала 1970 г., т.е. откат на 25 лет назад. 1991-1995 гг. по существу стали годами не столько экономической реформы, сколько отчаянной и, к сожалению, не очень успешной борьбы с экономическим кризисом. Меры нейтрализации последствий кризиса, его смягчения, предотвращения новых кризисных явлений практически все время запаздывали. Кризис опережал. Реформа шла болезненно. Попытка в условиях кризиса ускорить реформу, во что бы то ни стало, оказалась не совсем правильной политикой. Поэтому «преуспели» не столько в осуществлении экономической реформы, сколько в разрушении реальной экономики»<sup>86</sup>.

Когда экономика входит в фазу спада, сумма собранных налогов, снижается автоматически, так как их величина непосредственно зависит от результатов экономической деятельности.

В 1995 году произошло падение ВВП на 5,4%, вместе с тем на конец года появились заметные признаки оздоровления. Уже в 1996 году, по оценкам Европейского Банка Реконструкции и Развития, Кыргызская Республика имела устойчивый рост внутреннего валового продукта и по этому показателю фактически вышла среди стран СНГ на первое место.

Если взять за основу уровень показателей ВВП 1991 года (по различным странам бывшего СССР), когда начались процессы суверенизации и последовавшая за этим реформа, которая привела к резкому сокращению объемов производства и проследить процесс восстановления экономики, то в

---

<sup>85</sup> Бектенова Д.Ч. Финансовые механизмы экономического роста в Кыргызстане.// Вестник КРСУ.- 2006. - №6. – с.35

<sup>86</sup> Койчуев Т. Современное состояние и перспективы развития экономики Кыргызстана. Сборник. Экономика Кыргызстана: реалии и перспективы.: Научно-практический семинар (июнь 2000 г. – апрель 2001г.) – Б.:2001., стр.5.

2003 году показатель ВВП (в сопоставимых ценах) составил в Кыргызстане – 81,2%<sup>87</sup>.

Так как в период рецессии все доходы, заработки и доходы снижаются, налоговые поступления правительства неизбежно сокращаются. Автоматическое сокращение налоговых изъятий стимулирует совокупный спрос и таким образом уменьшает величину экономических колебаний.<sup>88</sup>

Анализ макроэкономических показателей с 1993 года до 2009 года показывает парадоксальную картину. С одной стороны налоговое бремя в отличие от многих развивающихся стран было достаточно умеренным (12,5 – 19 % ВВП), с другой стороны с 1994 года имело место сокращение темпов инфляции. По законам рыночной экономики эти факторы должны были способствовать экономическому росту и сокращению бюджетного дефицита.

Действительно, уровень дефицита бюджета удалось снизить, и даже впервые добиться «иллюзорного» профицита в 2001 на 0,4% к ВВП. Однако действие одних стимулирующих факторов экономического роста тормозили просчеты экономической политики в сфере управления государственными расходами, которые привели к потере их эффективности.

Поскольку дефицит бюджета был устойчивым и на критическом уровне, а также учитывая высокие темпы инфляции, была необходимость эмиссии государственных ценных бумаг с целью сглаживания бюджетных разрывов и уменьшения инфляции.

Таким образом, возникла объективная необходимость покрытия бюджетного дефицита неинфляционным способом, то есть посредством государственного заимствования. С этой целью одновременно с введением национальной валюты (10 мая 1993 года), была начата эмиссия краткосрочных казначейских ценных бумаг и положено начало развитию государственных ценных бумаг Кыргызской Республики.

---

<sup>87</sup> Содружество независимых государств в 2003 году. Статистический ежегодник. - М.: Статкомитет СНГ, 2004, стр.758.

<sup>88</sup> Мэнкью Н.Г. Принципы экономикс. 2-е изд., сокращ. – СПб: Питер, 2001. – с. 451

Ежегодно, учитывая размер дефицита бюджета, объем поступлений средств от ГКВ закладывается в проект Закона Кыргызской Республики "О республиканском бюджете на предстоящий год". После официального вступления данного закона, заложенный объем поступлений средств от ГКВ считается плановым показателем к обязательному исполнению. Порядок размещения и обращения государственных ценных бумаг и взаимодействия участников рынка ценных бумаг установлен нормативно-правовыми актами Национального банка Кыргызской Республики (НБКР), Министерства финансов Кыргызской Республики (далее Минфин) и договорными отношениями.

Согласно бюджетной классификации Министерства Финансов Кыргызской Республики, выделяют внутренние и внешние источники финансирования дефицита бюджета.

*Внутреннее финансирование дефицита включает:*

- Источники, получаемые от органов денежно-кредитного регулирования, в основном представленные кредитами Национального банка и ценными бумагами, приобретенными им непосредственно у правительства.
- Источники, получаемые от коммерческих банков и иных юридических и физических лиц (государственные краткосрочные и долгосрочные операции, прочие государственные ценные бумаги).
- Источники, получаемые из других секторов государственного управления: заемные средства, полученные из государственных внебюджетных фондов, операции по средствам в иностранной валюте и др.
- Прочие источники внутреннего финансирования.

*Внешнее финансирование дефицита включает:*

- Чистые кредиты международных финансовых организаций.
- Кредиты правительств иностранных государств.
- Прочие источники внешнего финансирования.

Принимая решение о выборе того или иного источника для финансирования дефицита бюджета, необходимо всегда учитывать то, что во время кризиса поступление налогов сокращается из-за производственного спада, что на нынешнем этапе очень актуально для КР. Увеличение налогов может окончательно подорвать стимулы развития производства, что еще больше усилит процессы стагнации. Попытка решить вопрос за счет повышения косвенных налогов усугубит социальную напряженность в обществе. Альтернатива покрытия дефицита бюджета посредством эмиссии денег – *прямой путь к дестабилизации денежного обращения и всей финансовой системы через рост инфляции*. Прямой кредит центрального банка правительству также имеет негативные последствия и *ведет к усилению инфляционных процессов*, поскольку это кредитная эмиссия по существу казначейская эмиссия, которая идет на покрытие дефицита бюджета.

Внешнее финансирование не всегда удастся получить в нужном объеме и в необходимое время. Нередко платой за эти заимствования является *ограничение собственной независимости в принятии экономических решений*.

Поэтому *государственные заимствования на отечественном рынке являются одним из целесообразных способов покрытия дефицита бюджета*, а операции на открытом рынке являются одним из эффективных инструментов денежно-кредитной политики Национального банка КР.

В целях стимулирования небанковского финансирования дефицита бюджета и обеспечения возможности осуществлять открытые рыночные операции Национальный банк КР организовал 16 мая 1993г. первый аукцион казначейских векселей. Это событие положило начало к образованию рынка государственных ценных бумаг в Кыргызстане.

*Министерство финансов Кыргызской Республики (далее Минфин)* - выступает эмитентом на рынке государственных ценных бумаг. Минфин, как единственный агент Правительства Кыргызской Республики в управлении

государственным долгом, выступает эмитентом ГКВ. Ежедневно Минфин определяет объем, структуру эмиссии ГКВ и дает поручение НБКР на размещение ГКВ. По предварительным результатам аукционов ГКВ, Минфин вправе изменить объемы эмиссии в разрезе срочности без изменения его общего объема в целях оптимизации доходности ГКВ.

*Национальный банк Кыргызской Республики (далее НБКР)* – является агентом на рынке государственных ценных бумаг. Для размещения и обращения ГКВ, НБКР бесплатно оказывает Минфину услуги по размещению, депозитарному учёту государственных казначейских векселей и по организации торгов на вторичном рынке. По поручению Минфина, НБКР ежедневно проводит аукционы по размещению ГКВ, ведёт депозитарный учёт этих ценных бумаг, регистрируя заключаемые с ГКВ сделки, как на первичном, так и на вторичном рынках, и выступает расчётным агентом при эмиссии и погашении ГКВ. Также, НБКР исходя из уровня текущей ликвидности, даёт эмитенту рекомендации по объёмам эмиссий.

*Коммерческие банки – первичные дилеры*, участники рынка ГКВ подключены к электронной торговой системе, которая позволяет проводить как аукционы по размещению ГКВ, так и сделки на вторичном рынке.

На основании соглашения между Министерством финансов и Национального банка Кыргызской Республики в 1993-1994 гг. стали эмитироваться казначейские 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).

Несмотря на ограниченные размеры средств, полученных от продажи казначейских векселей в эти первые годы выпуска, они все же в некоторой степени позволили НБКР проводить денежно-кредитную политику, а аукционы казначейских векселей стали инструментом регулирования

количества денег в обращении. Доступ к участию в аукционах в этот период имели только коммерческие банки. С 1994г. право участия в аукционах ГКВ получили через коммерческие банки и небанковские инвесторы.

Формирование и развитие рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике происходило постепенно: росли объёмы сделок, появлялись новые финансовые инструменты, совершенствовалось законодательство, развивалась институциональная инфраструктура. Этапы развития рынка государственных ценных бумаг связаны с наиболее значительными событиями, которые определяли дальнейший ход его развития.

Правовая база функционирования рынка ценных бумаг представлена пакетом документов, регулирующих весь спектр правовых отношений участников, порядок размещения государственных ценных бумаг, погашения и проведения расчётов. В числе основных законодательных и нормативных актов следует назвать Гражданский кодекс Кыргызской Республике, Закон Кыргызской Республике «О рынке ценных бумаг», Закон Кыргызской Республике «О государственном и не государственном долге Кыргызской Республики» и т.д.

В период до 1999 года низкие показатели эмиссии государственных ценных бумаг свидетельствовали: о высокой доле в финансировании дефицита бюджета внешних источников на льготных условиях и низком объеме внутреннего заимствования при высокой доходности данных бумаг. При этом нельзя забывать, что эти годы характеризовались, как период с высоким инфляционным ожиданием.<sup>89</sup>

В связи с тем, что в это время львиная доля дефицита бюджета покрывалась за счет иностранных займов и кредита НБКР, то государственные заимствования по большей части осуществлялись с целью изъятия излишней ликвидности с обращения.

---

<sup>89</sup> Абдынасыров У.Т. – Стратегия и перспективы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике, - Б.: Академия, 2005. – с.219



Принимая во внимание вышеизложенное, мы можем выделить три этапа становления и развития рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике (таблица 5).

**Таблица 5. Этапы становления рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике**

Этапы развития рынка ГЦБ	Годы	Характеристика этапа
<b>I этап – зарождение рынка</b>	<b>До 1994</b>	Отсутствие концептуальных подходов к государственному заимствованию; Покрытие бюджетного дефицита за счёт кредитов Национального Банка Кыргызской Республики; С 1990 г. выпуск 5%ного займа С 1993 выпуск государственных облигаций 15%ного внутреннего выигрышный займ на 20 лет; Выпуск 3-х месячных ГКВ с целью покрытия дефицита бюджета;
<b>II этап – становление</b>	<b>1995 – 1998</b>	Совершенствование законодательной базы и инфраструктуры рынка, появлением новых видов государственных ценных бумаг. Начиная с 1995г. помимо 3 месячных ГКВ, НБКР начал проводить аукционы по продаже ГКВ со сроком обращения 6 и 12 месяцев, а также Минфин стал выпускать ГКО различной серии разной срочности; В период с 1995-1998г.г. была проведена работа по формированию основных нормативных документов, определяющих работу коммерческих банков на рынке государственных ценных бумаг. Начальные попытки формирования вторичного рынка государственных ценных бумаг В начале 1998 переоформление долга правительства КР перед НБКР в ОГРЗ и передача их центральному банку
<b>III этап – развитие</b>	<b>1999 – по настоящее время</b>	Дальнейшее совершенствование правовой базы, появление новых инвесторов, расширение видов государственных ценных бумаг, удлинение сроков обращения и видов государственных ценных бумаг. Начиная с 1999 года НБКР начал проводить РЕПО – операции с ОГРЗ и с ГКВ; С 2000 года с целью регулирования ликвидности коммерческих банков и в качестве инструмента денежно-кредитной политики стали выпускаться Ноты НБКР; В 2002 году МФКР в пользу НБКР были выпущены возобновляемые государственные казначейские векселя (урегулирования) (ГКВу); В 2007 году успешное размещение 9-мес. ГКВ на Кыргызской Фондовой Бирже в качестве пилотного проекта; В 2008 году Мэрия г. Бишкек выпустила первые муниципальные ценные бумаги в КР;
Примечание - Составлено автором		

*Первый этап охватывает период до 1994 года* и характеризуется отсутствием концептуальных подходов к государственному заимствованию. Эмиссия ценных бумаг осуществлялась на основе Временных правил, практически в условиях правового вакуума. Покрытие бюджетного дефицита осуществлялось за счёт прямого кредитования Национальным Банком Правительства КР, что, по сути, означало использование эмиссионных механизмов, использование инфляционных источников.

На начальной стадии эмиссии государственных ценных бумаг размещение шло в небольших объемах, но начиная со второго квартала 1994 года, положение кардинально изменилось и коммерческие банки стали покупать ГКВ в больших объемах, что было связано с надежностью этих инструментов и отсутствием альтернативных безрисковых вложений.

На значительных временных отрезках ставка ГКВ превышала ставку рефинансирования НБКР, что вызвало естественное желание коммерческих банков при покупке кредитов в НБКР, вкладывать их в более доходные ГКВ. Следствием этого явилось резкое удорожание обслуживания долга.

Так, за 1994 г. почти четверть объема эмиссии направлялась на погашение процентов. Чистое финансирование приняло отрицательное значение и составило минус 25,7 млн. сом. Процентные ставки ГКВ колебались от 52,6% до 222,5%.<sup>90</sup> Такая высокая доходность во многом объяснялась ажиотажным совокупным спросом на ГКВ.

Начальные попытки формирования вторичного рынка начались с 1994г., этот период характеризуется незначительным объемом оборота. Активизации вторичного рынка, в первые годы становления препятствовали проблемы с ликвидностью коммерческих банков, отсутствие инфраструктуры финансового рынка. На деле практического увеличения объема сделок на вторичном рынке ГКВ не наблюдалось, вследствие отсутствия широкого интереса со стороны институциональных инвесторов и населения.

---

<sup>90</sup> Токтосунова Ч.Т. Государственные ценные бумаги Кыргызской Республики. Центр экономических стратегий при МЭРТ КР – Бишкек, 2007, стр.50

Кроме того, наличие в активах коммерческого банка государственных ценных бумаг повышало ликвидность баланса и служило надежным залогом при осуществлении межбанковских операций.

*Второй этап включает 1995 – 1998 годы.* Данный период отличается совершенствованием законодательной базы и инфраструктуры рынка, появлением новых видов государственных ценных бумаг.

С начала 1995г. поступления от реализации казначейских векселей направлялись в Министерство финансов, которому было передано также обслуживание этих обязательств. Национальный банк, выполнял роль депозитария: хранил информацию о закупленных векселях (казначейские векселя имеют немонетарную форму и существуют в виде записей на счетах участников рынка), а также осуществлял расчеты между дилерами на первичном рынке. Начиная с 1995г. помимо 3 месячных ГКВ, НБКР начал проводить аукционы по продаже ГКВ со сроком обращения 6 и 12 месяцев.

Позитивным тенденциям на рынке ГКВ в 1995-1997 гг. способствовали стабилизации курса национальной валюты, снижение темпов инфляции. Укрепления доверия к национальной валюте, снижение инфляционных ожиданий в экономике.

Немаловажным фактором увеличения спроса на ГКВ в данном периоде явилось отсутствие альтернативных безопасных и высокодоходных объектов вложения средств инвесторов, в основном представленных коммерческими банками республики, доля которых превышала 60% от всех держателей ГКВ.

В период с 1995-1998г.г. была проведена работа по формированию основных нормативных документов, определяющих работу коммерческих банков на рынке государственных ценных бумаг.

В 1998 году ухудшилась конъюнктура первичного рынка ГКВ, в результате его роль в финансировании дефицита бюджета ослабла. Средневзвешенная доходность всех видов ГКВ находилась в пределах 21-35%. В апреле 1998 года объем спроса на ГКВ, ранее имевший устойчивую

тенденцию роста, начал сокращаться с 50% до 23%, что привело к тому, что Минфин сократил объем продаж до 19 млн. сом в месяц.<sup>91</sup>

Наряду с инфляционными ожиданиями в период с августа по ноябрь 1998 года определяющим фактором в увеличении доходности ГКВ сыграли негативные ожидания рынка вследствие российского дефолта.

*Третий этап начинается в 1999 году* и продолжается по сегодняшний день. Он характеризуется появлением новых финансовых инструментов – нот НБКР, муниципальных облигаций, различных государственных ценных бумаг с разной срочностью и доходностью.

Основными держателями ГКВ в течении 1998-2000 гг. по-прежнему были коммерческие банки, доля которых в начале 2000 года составила 69,8%. Доля нерезидентов в структуре держателей ГКВ к началу 1998 года составляла 30,3%, но вследствие оттока капитала за рубеж к началу 1999 года была сведена к нулю.

Таким образом, к 2000 году рынок государственных ценных бумаг был сформирован, а инструменты государственного заимствования являлись инструментами осуществления государственной бюджетной политики, регулирования государственного внутреннего долга, а также одним из важных механизмов управления банковской ликвидности.

Необходимость государственных заимствований повлекла за собой повышение процентных ставок, что явилось причиной снижения возможности использования сбережений для текущих инвестиций, препятствуя оживлению реального сектора экономики страны

Недостаточность финансовых ресурсов в бюджете для финансирования социальных и экономических программ обусловила необходимость привлечения средств на внутреннем и внешнем рынках. Однако недостаточная степень разработки основ организации государственных заимствований привела к бессистемному использованию заёмных ресурсов,

---

<sup>91</sup> Токтосунова Ч.Т. Государственные ценные бумаги Кыргызской Республики. Центр экономических стратегий при МЭРТ КР – Бишкек, 2007, стр.52

которые направлялись на финансирование текущих расходов или рефинансирование государственного долга и усугубляли бремя его обслуживания.

Таким образом, анализируя процесс формирования рынка государственных ценных бумаг в Кыргызстане, нами отмечены наиболее значимые события того или иного периода. В целом это позволяет нам сделать следующие выводы.

Формирование рынка государственных ценных бумаг в Кыргызстане осуществляется в соответствии с закономерностями становления и развития рыночных отношений, общими тенденциями развития экономической и финансовой систем.

Выпуск основных государственных ценных бумаг в Кыргызстане непосредственно связано с дефицитом бюджета и обслуживанием по этим займам. В связи с этим, необходимо рассмотреть взаимосвязь бюджетного дефицита и эмиссии государственных ценных бумаг.

Расходная часть государственного бюджета непосредственно связана с его доходной частью, которая выражается в количественном соответствии и влиянии доходов с расходами. С одной стороны объемы расходов бюджета ограничиваются рамками поступающих доходов, которые зависят от экономических возможностей государства. С другой стороны, расходы при рациональном использовании бюджетных средств могут оказывать позитивное влияние на доходы.

Как было сказано выше, для покрытия бюджетного дефицита могут использоваться различные формы государственного кредита (как внутреннего, так и внешнего).

Динамика и структура расходов, доходов бюджета, а также источники финансирования дефицита бюджета представлены в таблице 6.

**Таблица 6. Финансирование дефицита государственного бюджета КР<sup>92</sup>**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 г. в % к 2003
<b>Номинальный ВВП</b>	94350,7	100115,5	113175,6	139749,4	187991,9	196423,1	234,2%
<b>Доходы</b>	18335,7	20367,3	25078,5	35988,4	46597,6	55634,4	343,2%
<b>Расходы</b>	18841,5	20143,2	25296,6	35859,4	45032,0	58557,7	346,7%
<b>Дефицит (-), профицит денежных средств</b>	-505,8	224,1	-218,1	129,1	1565,6	-2923,3	428,9%
<b>Источники финансирования дефицита:</b>							
<b>Общее финансирование</b>	718,3	200,9	936,2	825,6	159,7	4326,3	725,7%
<b>Внутреннее финансирование</b>	416,5	-35,2	961,1	1309,1	885,7	-10732,5	5910,4%
<b>Государственные ценные бумаги.</b>	176,3	-251,5	-405,1	242,9	139,2	1064,3	-209,9%
<b>Ссуды п/п, фин. учреждениям и населению, ссуды полученные из респ. бюджета, остатки средств</b>	240,2	216,3	1366,2	506,8	304,7	-13264,5	-4074,8%
<b>Внешнее финансирование</b>	301,8	236,2	-24,9	-483,5	-726,0	15058,8	1936,1%
<b>Дефицит бюджета в % к ВВП</b>	-0,5	0,2	-0,2	0,1	0,8	-1,5	
<b>Дефицит бюджета в % к доходу</b>	-2,8	1,1	-0,9	0,4	3,4	-5,3	

Исходя из данных таблицы 6. в 2004 году дефицит бюджета КР составил 505,8 млн. сом в основном погашался за счет внутренних источников, 25% за счет государственных ценных бумаг в сумме 176,3 млн.сом, 33% за счет других внутренних источников, и соответственно 42% – за счёт внешних заимствований в сумме 301,8 млн.сом.

В течение 2004 года Минфин наращивал объемы ГКВ в обращении, при этом следуя политике заимствования более «длинных» денег и учитывая предпочтения рынка, преимущественно стали выпускать 12 мес. ГКВ, доля которых в структуре продаж возросла до 64,2%. В результате общий объем продаж ГКВ увеличился за год на 32% и составил 1217, 6 млн. сом

<sup>92</sup> Данные Национального статистического комитета с 2003-2008 гг.

За счет проведения государственной программы структурных реформ впервые в 2005 году был достигнут незначительный профицит бюджета в размере 224,1 млн. сом при плановом показателе дефицита бюджета в -1033,5 млн. сом.

Внутреннее финансирование за счет выпуска государственных ценных бумаг за счет ГКВ составило 203,8 млн. сом. За счет реализации ГКВ в 2005 году было получено 1647,4 млн. сом, из них на погашение краткосрочных ценных бумаг было направлено 1443,6 млн. сом, а на долгосрочные 455,3 млн. сом. В итоге было произведено рефинансирование государственного долга по государственным ценным бумагам на 251,5 млн. сом больше, чем их было выпущено.

Общий объем расходов сократился с 20,2% ВВП в 2003 году до 19,4% в 2005 году, что было обеспечено благодаря упорядочению общегосударственных расходов и поступлению средств от приватизации в размере 161 млн. сом.

Расходы бюджета на обслуживание государственного долга в 2005 году составили 3067,6 млн.сом (15,2% к общим расходам), из которых на погашение внешнего и внутреннего долга Правительства направлено 762,0 млн. сом и 2305,6 млн. сом соответственно.<sup>93</sup>

В 2006 году дефицит бюджета снизился до 0,9% к ВВП и составлял 218,1 млн. сом, при плановом показателе дефицита бюджета в 428,8 млн. сом. Дефицит государственного бюджета был покрыт внешними и внутренними источниками финансирования в сумме 936,2 млн. сом.

Внутренне финансирование дефицита бюджета составило 961,1 млн. сом, в том числе за счет реализации краткосрочных ГКВ в сумме 1190,8 млн. сом, из которых на погашение краткосрочных ГКВ было направлено 1165,7 млн. сом, а на рефинансирование долга по долгосрочным государственным ценным бумагам было направлено 430,3 млн. сом. Таким образом, рефинансирование государственного долга по государственным ценным

---

<sup>93</sup> Данные с годового отчета НБКР за 2005 год

бумагам в 2006 году составило на 405,1 млн. сом больше, чем их было выпущено.

В 2007 в результате корректировки государственных расходов, был достигнут бюджетный профицит, который составил 129,1 млн. сом при плановом дефиците 502,5 млн. сом.

Профицит был частично связан с тем, что неналоговые доходы бюджета за период 2006-2008 годы увеличились с 4,6 млрд. сом (4,1% ВВП) до 8,2 млрд. сом (4,4% ВВП), или на 3,6 млрд. сом.

Внушительный рост сбора неналоговых доходов за 2007-2008 гг. по сравнению с 2006 годом главным образом связан поступлением разового платежа от Талдыбулак Левобережный в 2007 году, средств от авиабазы Ганси в 2007-2008 гг., и увеличением поступлений прибыли Национального Банка в 2008 году.

В объеме ВВП доля неналоговых доходов в 2007 году по сравнению с 2006 годом выросло на 1,0 процентных пункта, затем снизившись в 2008 году на 0,7 процентных пункта. Увеличение уровня роста неналоговых доходов в 2007 году связано в основном, как отмечено выше, поступлением разового платежа от Талдык Левобережный.

Источниками покрытия дефицита с учетом внутренних источников финансирования, за счет эмиссии государственных ценных бумаг составили 1562,8 млн. сом, из которых на погашение ГКВ было направлено 1356,7 млн. сом, а на рефинансирование долга по другим заимствованиям истрачено 36,2 млн. сом.

Таким образом, общая сумма покрытия дефицита бюджета за счет государственных заимствований в 2007 году составило 242,9 млн. сом.

В 2008 году профицит возрос в несколько раз и составил 1565, 6 млн. сом, что составило 0,8% к ВВП. Общее финансирование дефицита бюджета составило 159,7 млн. сом, в том числе за счет внутренних источников финансирования в сумме 885,7 млн. сом. За счет государственных заимствований было профинансировано 139,2 млн. сом.



Опережающий рост доходной части государственного бюджета по сравнению с ростом расходной части привел к сокращению дефицита бюджета по сравнению с 2007 годом. В результате воздействия внешних факторов положительное сальдо платежного баланса сократилось по сравнению с предыдущим годом в 2,8 раза.<sup>94</sup>

В 2008 году, несмотря на то, что темпы экономического роста в Кыргызстане по-прежнему превышали темпы роста мировой экономики, в целом наблюдалось замедление деловой активности в стране: реальный прирост ВВП составил 7,6 процента, тогда как в 2007 году – 8,5 процента.

Основная доля в доходах государственного бюджета 79,0% приходилась на налоговые поступления, объем которых по сравнению с предыдущим годом увеличился на 35,3%. Общая сумма налоговых поступлений составила 35,9 млрд. сомов, из них таможенными и налоговыми органами обеспечено 52% и 48% от общего объема налоговых доходов, соответственно.

Расходы на обслуживание государственного долга составили 2,7 процента к ВВП, увеличившись на 0,6 процентных пункта по сравнению с 2007 годом, в том числе процентные выплаты составили 0,7 процента к ВВП.

Общий объем ГКВ в обращении за 2008 год увеличился на 62,0 процента, составив 2,7 млрд. сомов на конец декабря, а объем чистого финансирования бюджета за счет ГКВ был отрицательным и составил минус 68,8 млн. сомов, в то время как в 2007 году этот показатель составил 425,5 млн. сомов. При этом дюрация векселей, находящихся в обращении на конец года, сократилась до 214 с 233 дней на начало года.

На вторичном рынке коммерческие банки использовали ГКВ, главным образом, в качестве залога при заключении кредитных сделок на условиях РЕПО. Однако объем межбанковских операций на условиях РЕПО по сравнению с 2007 годом сократился на 1,8 процента. Тем не менее, объем операций по покупке/продаже ГКВ до погашения в отчетном году увеличился более чем в 15 раз, до 435,4 млн. сомов, что в основном было

---

<sup>94</sup> Данные с годового отчета НБКР за 2008 год

связано с недостатком ликвидности в отдельных коммерческих банках, для покрытия которого банки продавали имеющиеся в их портфеле ценные бумаги. Средневзвешенный срок до погашения ГКВ в данных сделках составил 213 дней, а среднегодовая ставка составила 11,9 процента.

В то же время в 2008 году Министерством финансов проводилось погашение ГКО и ГКО (у), выпущенных ранее в целях реоформления задолженности Правительства Кыргызской Республики перед коммерческими банками, небанковскими учреждениями и Национальным банком, в результате их удельные веса сократились до 15,2 и 19,5 процента, соответственно. Объем ГКВ(у), эмитированных в процессе урегулирования задолженности Правительства перед НБКР, не изменился, а их удельный вес в структуре ГЦБ снизился до 6,8 процента. Объем простых и переводных векселей в обращении, выпущенных Министерством финансов в процессе реоформления задолженности банков и других финансовых учреждений перед вкладчиками, в отчетном году несколько увеличился, тем не менее, доля их осталась незначительной (0,5 процента).

В 2008 доходы государственного бюджета и полученные официальные трансферты увеличились на 16,4% и составили 55,3 млрд. сомов или 28,2% к ВВП. При этом положительные темпы прироста были обеспечены, в основном, поступлением официальных трансфертов от зарубежных организаций и государств в размере 10,2 млрд. сомов, в частности транша по кредиту от Российской Федерации – 6,4 млрд. сомов.

Общие расходы государственного бюджета составили 58,2 млрд. сомов, что на 22,2% больше соответствующего показателя за 2008 год. По отношению к ВВП расходы увеличились с 25,4 % до 29,7% к ВВП.

С января по май 2008 года Министерство финансов проводило аукционы по размещению 9-месячных ГКВ на торговой площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» в рамках пилотного проекта по торговле ГКВ на фондовом рынке. По итогам состоявшихся торгов общий объем продаж этих ГКВ

составил 43,2 млн. сомов, а средневзвешенная доходность на последнем состоявшемся аукционе составила 13,9 процента.

В июле 2008 года мэрией г. Бишкек были выпущены и размещены муниципальные ценные бумаги на сумму 200,0 млн. сомов, их доля в общем объеме ГЦБ составила 2,5 процента. Впервые в истории на фондовом рынке Кыргызской Республики были проведены торги с муниципальными ценными бумагами. Как известно, через торговую площадку ЗАО «Фондовая биржа Кыргызстана - БТС» были размещены муниципальные ценные бумаги мэрии г. Бишкек.

Бюджетная политика в 2009 году была направлена на обеспечение долгосрочной устойчивости бюджета, повышение эффективности бюджетных расходов и своевременное финансирование социальных гарантий и обязательств. Однако ее реализация осуществлялась в сложных условиях, поскольку потребность в дополнительных бюджетных расходах в период мирового финансового кризиса столкнулась с существенными ограничениями со стороны налоговых доходов в результате общего снижения деловой активности в стране, сокращения объемов импорта и изменений в налоговом законодательстве.



**Рис. 2. Основные параметры государственного бюджета КР**

По данным Минфина дефицит государственного бюджета в 2009 году составил - 1,5 % к ВВП, и составил 2923,3 млн. сом против профицита в 0,8% к ВВП в 2008 году.

В 2009 году налоговые доходы поступили в сумме 36,1 млрд. сомов, увеличившись на 0,5 процента по сравнению с аналогичным показателем 2008 года. Доля налоговых поступлений в общем объеме доходов бюджета составила 65,3 процента, что на 13,7 процентных пункта ниже, чем в 2008 году. Таможенными и налоговыми органами было обеспечено 39,3 и 60,7 процента от общего объема налоговых доходов соответственно.

Расходы на обслуживание государственного долга составили 7,1 млрд. сомов или 3,6 процента к ВВП, увеличившись на 1,0 процентных пункта по сравнению с аналогичным показателем 2008 года, в том числе, процентные выплаты составили 0,8 процента к ВВП.

Для финансирования расходов, превышающих реальные доходы, необходимо изыскивать дополнительные финансовые ресурсы. В этой связи встает вопрос об источниках финансирования бюджетного дефицита.

Так как дефицит бюджета предусматривает его финансирование, то непосредственное влияние на уровень инфляции оказывает не величина бюджетного дефицита, а источники, используемые для его покрытия.

В свете последних событий, которые произошли в апреле в Бишкеке и в июне на юге республики, дефицит бюджета в 2010 году Минфин прогнозирует на уровне 10,3% к ВВП, что составляет внушительный размер и в ближайшем будущем сложно будет достичь равновесия бюджетных расходов и доходов.

Таким образом, исходя из вышеописанного анализа мы можем увидеть, что государственные заимствования были эволюционно необходимыми мобильными инструментами для покрытия «кассовых разрывов» в бюджете КР.

Правовое регламентирование системы государственных заимствований представлено пакетом законодательных актов, регулирующих отношения

участников рынка государственных ценных бумаг, а также механизмы государственного регулирования и контроля. Законодательство в целом соответствует объективным требованиям каждого этапа развития рынка государственных обязательств.

Развитие инструментальной структуры рынка государственных ценных бумаг осуществляется постепенно, от простых форм к более сложным и характеризуется увеличением видов государственных ценных бумаг и удлинением сроков их обращения.

Институциональная составляющая также совершенствуется. Чётко определена роль государства в регулировании финансового рынка.

Для определения этапов развития рынка государственных ценных бумаг нами принималось во внимание следующее: взаимосвязь и взаимообусловленность трёх составляющих: правовой основы, инструментальной структуры и системы учреждений и организаций, объединённых под понятием инфраструктуры финансового рынка.

Таким образом, мы можем выделить наиболее значимые события, определяющие дальнейший ход развития рынка государственных ценных бумаг.

- Сформирован механизм программы регулярного выпуска ГКВ со сроками погашения 3, 6, 12 месяцев;
- Урегулирован вопрос о погашении задолженности Правительства КР перед НБКР (методом секьюритизации – переоформление задолженности по кредитам и начисленным процентам в ценные бумаги);
- Урегулирован вопрос о погашении задолженности Правительства КР перед физическими лицами (методом секьюритизации – переоформление задолженности по кредитам и начисленным процентам в ценные бумаги);

- В целях дальнейшего развития рынка капитала Кыргызской Республики с 16.11.2007г. стартовал пилотный проект по организации торговли 9- месячных ГКВ на фондовой бирже;
- Утверждено новое Положение по государственным ценным бумагам КР и внедрены новые регистрационные номера для государственных ценных бумаг и нот НБКР;
- Отменены аукционы по 18 и 24 месячным ГКВ с намерением охватить эту срочность за счет выпуска купонных облигаций;
- Пересмотрены календари эмиссий ГКВ (регулярная публикация; сокращение количества аукционов и увеличение объема предложения ГКВ).
- Приведены в соответствие содержания каждого этапа развития рынка государственных ценных бумаг объективным требованиям общеэкономического развития Кыргызстана.

Для рассмотрения роли государственных ценных бумаг в экономике Кыргызской Республики в следующем параграфе проведем анализ состояния рынка государственных ценных бумаг в КР.

## **2.2. Анализ современного состояния рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике.**

Структура рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике в настоящий момент включает 3 основных компонента: государственные, муниципальные, корпоративные и коммерческие ценные бумаги. Ипотечные и производные ценные бумаги еще не созданы.

Для анализа степени развития финансовых инструментов в Кыргызской Республике рассмотрим перечисленные виды, обращающиеся на рынке, кроме коммерческих бумаг.

Причиной появления и роста фондового рынка Кыргызской Республики, как и во многих других странах, в 1995 – 1998 гг. стала реализация программ приватизации. Целью приватизации в странах с рыночной экономикой было повышение эффективности компаний с государственной долей собственности и поступление денежных средств в государственный бюджет.

Всего десять лет назад среди ученых и большей части населения существовали различные мнения по поводу необходимости развития рынка ценных бумаг. Так, академик В.В. Ивантер обращает внимание на то, что «экономика никакого фондового рынка не требовала, мы его создавали из тех соображений, что он есть в других странах, а там очень благополучная экономика».<sup>95</sup>

Примерно такой подход был характерен и для нашей республики в июле 1994 года, когда 11 компаний подписали учредительный договор, создав Кыргызскую фондовую биржу. Н.Б. Элебаев, председатель совета директоров КФБ не раз говорил, что в тот период вообще мало кто понимал, что создали, чем будут заниматься и куда двигаться дальше.<sup>96</sup>

Характерным заблуждением теоретиков являлось предположение, что с началом либерализации основных сторон экономики, осуществлением приватизации государственной собственности, рынок возникнет сам по себе.

Применение пакета шаблонных мер в рамках «Вашингтонского консенсуса», подготовленные международными донорскими организациями USAID и TASIC, были рассчитаны для преодоления структурного кризиса в Латинской Америке в 80-е годы XX века. И поскольку принципы Консенсуса предназначены для развивающихся стран, уже имеющих рыночную экономику, то не могли найти эффективного применения в постсоциалистических странах. Это стало также причиной того, что рынки ценных бумаг многих стран с переходной экономикой стали

---

<sup>95</sup> Индикатор, 2000, №6, стр. 13

<sup>96</sup> Романтика капитала: История о рынке ценных бумаг Кыргызстана. – Б.: 2007 стр. 27

«декоративными», мало связанными с реальным сектором и частными инвесторами<sup>97</sup>.

Таким образом, в Кыргызстане возник не эволюционный, а «искусственно привитый» фондовый рынок со всеми элементами и механизмами функционирования.

На данном этапе в Кыргызстане функционируют все элементы инфраструктуры развитого рынка ценных бумаг – фондовые биржи, брокерские компании, депозитарии, регистраторы, инвестиционные фонды и т.д. Нет только главного – инвесторов и финансовых инструментов, находящихся в свободном обращении. Это влечет за собой непостоянство индикаторов рынка, нереальность прогнозов, и низкую ликвидность обращающихся ценных бумаг.

Основной характеристикой фондовых рынков практически всех постсоветских стран является тот факт, что они не выполняют своей главной функции – финансирование инвестиций в реальный сектор экономики, привлечение дополнительных средств для этой цели. Этот рынок существует в основном как бы сам для себя и не является органической частью финансовой системы, призванной обеспечить эффективное использование капитала в интересах экономики в целом. Его роль, как фактора роста экономики, пока не может проявиться из-за относительной экономической отсталости и неразвитости финансового рынка в целом и фондового рынка в частности.<sup>98</sup>

При определении роли фондового рынка в экономике важная роль принадлежит показателю уровня монетизации, поскольку деньги являются одним из определяющих факторов хозяйственной активности. С уровнем обеспеченности экономики деньгами прямо связаны проблемы ликвидности, наличия кредитных ресурсов и финансирования инвестиций.

---

<sup>97</sup> Н.Б. Козлов в своей книге «Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах» дает анализ и критику различных теоретических подходов к реформам, которые были проведены в разных странах с переходной экономикой, к числу которых относится и Кыргызская Республика.

<sup>98</sup> Абдынасыров У.Т. Стратегия и перспективы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике, - Б.: Академия, 2005, стр. 29



Я.М. Миркин в своей книге «Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития» провел глубокое исследование экономической взаимозависимости между такими показателями как «финансовая глубина» экономики и капитализации рынка акций. Суть схемы успешного формирования фондового рынка в стране заключается в следующем. Чем в большей степени ресурсы в обществе принадлежат государству или отдельным крупным собственникам, тем меньше потребность в институте ценных бумаг и, соответственно, тем меньше развит фондовый рынок. С другой стороны, чем ниже степень централизации ресурсов в обществе, а экономика является либеральной, тем рынок ценных бумаг более развит и тем успешнее он выполняет свою главную функцию – механизма трансформации сбережений в инвестиции. Вокруг этой универсальной зависимости и строятся основные концепции формирующихся рынков.

Для стран с формирующимися рынками, в том числе и Кыргызстана, характерна относительно малая капитализация по отношению к ВВП, низкий уровень ликвидности в силу неразвитости экономики и общей бедности населения.

На сегодняшний день основными институтами рынка ценных бумаг Кыргызской Республики, обеспечивающими необходимый уровень его технической инфраструктуры, являются три фондовые биржи – ЗАО «Кыргызская фондовая биржа», ЗАО «Фондовая биржа Кыргызстана - БТС», ЗАО «Central Asian Stock Exchange», ЗАО «Центральный депозитарий», а также профессиональные участники рынка ценных бумаг, такие как брокеры и дилеры, регистраторы, инвестиционные фонды доверительные управляющие ценными бумагами и т. д.

На фондовом рынке КР небольшое количество профессиональных участников, сделки на торговых площадках носят больше разовый характер. Сами же фондовые биржи Кыргызстана, пока не стали площадками, где

компании могут мобилизовать капитал, а инвесторы эффективно и свободно инвестировать.

Тенденции в развитии фондового рынка страны можно выявить посредством анализа количества сделок и торгов на данных фондовых биржах.

За последние несколько лет, за исключением 2009 года наметилась и стала укрепляться тенденция к росту такого важного показателя фондового рынка, как объем торгов на фондовых биржах, что больше связано с приватизацией государственных объектов стратегического значения.

Следует отметить, что львиная доля в структуре объема торгов принадлежит ЗАО «КФБ», на торговой площадке которого проведено 57 % от общего объема торгов. На торговой площадке ЗАО «Central Asian Stock Exchange» - 34 %, ЗАО «Фондовая биржа Кыргызстана - БТС» всего 9 % от общего объема торгов.



**Рис. 3. Объем торгов и сделок с корпоративными ценными бумагами за 2005-2009 гг.<sup>99</sup>**

<sup>99</sup> Данные из годовых отчетов Госфиннадзора за 2006-2009 гг.

По данным рис.3 видно, что до 2008 году прослеживается тенденция к увеличению объема торгов и сделок с корпоративными ценными бумагами на биржевых площадках. В частности увеличение объема сделок в 2008 году связано с тем, что впервые в истории на фондовом рынке Кыргызской Республики были проведены торги с муниципальными ценными бумагами. Через торговую площадку ЗАО «Фондовая биржа Кыргызстана - БТС» были размещены муниципальные ценные бумаги мэрии г. Бишкек на сумму 200 млн. сомов.

Объем торгов на фондовых биржах Кыргызстана за период январь – декабрь 2009 года по сравнению с соответствующим периодом прошлого года сократился на 44 % с 9,25 млрд.сомов до 5,17 млрд. сомов.

На ЗАО «Central Asian Stock Exchange» проведена самая крупнейшая аффилированная сделка за всю историю фондового рынка КР, был размещен второй выпуск 20 млрд. акций ОАО "Ermen-Too Resources" ("Эрмен - Тоо Ресурсы") на сумму 2 млрд. сомов.

Падение объемов торгов за 2009 год зафиксировано во всех трех биржах. Объемы торгов с ценными бумагами на ЗАО «Фондовая биржа Кыргызстана - БТС» составило 82 %, КФБ - 71 %, CASE - 39 % от объемов торгов за аналогичный период прошлого года.

Основные причины снижения объема торгов на фондовом рынке:

*Снижение объема инвестиций в корпоративные ценные бумаги.* Анализ показывает, что иностранных инвестиций в 2009 году было привлечено 1 670 млн. сомов, тогда как в 2008 году было привлечено 3 479 млн. сомов. Объем иностранных инвестиций сократился на 51 %. При этом следует отметить, что в 2009 году объем инвестиций в корпоративные ценные бумаги составил 6 861 млн. сомов, что на 931 млн. сом больше по сравнению с показателем 2008 года, однако из этой суммы 4 204 млн. сомов составляют учредительный выпуск ОАО «Камбар-Ата ГЭС-2», который не повлиял на объемы торгов фондовых бирж.

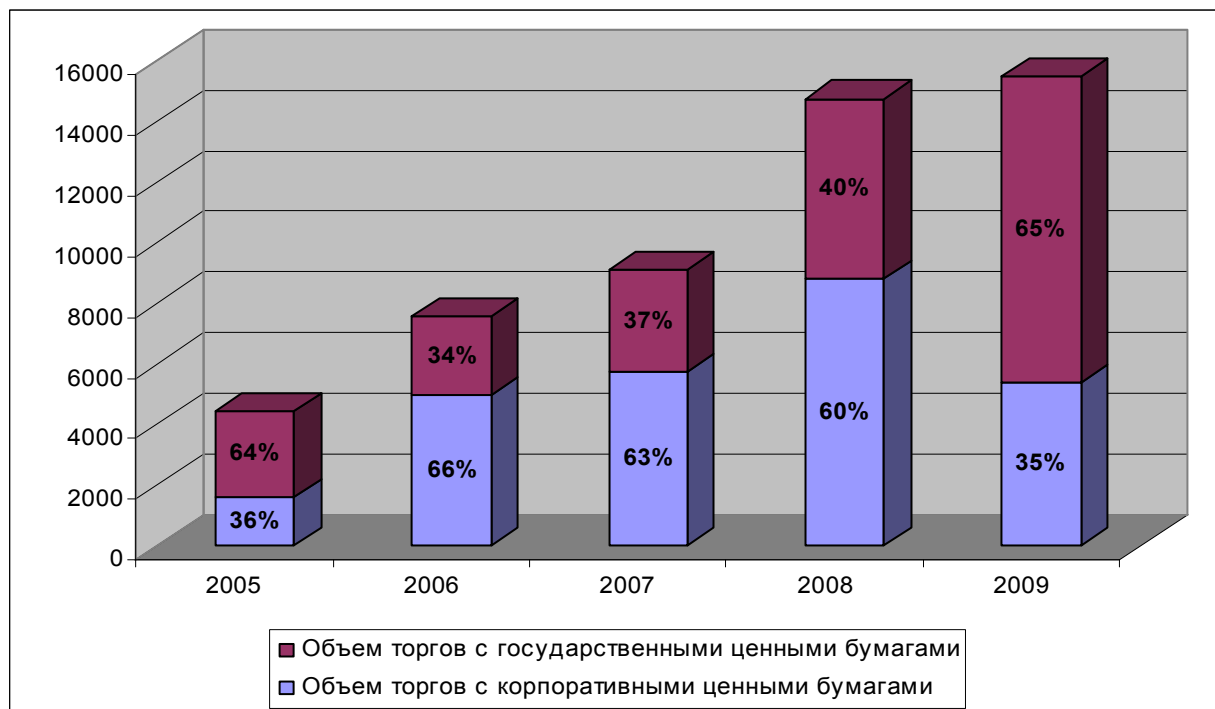
*Снижение активности на фондовом рынке.* Об этом свидетельствует снижение объема торгов на вторичном рынке. В 2008 году составлял 5 088 млн. сомов, а в 2009 году объем вторичного рынка составил всего 2 437 млн. сомов, т.е. сократился на 52 %. Данное снижение активности вызвано отсутствием спроса на ценные бумаги вследствие снижения доверия инвесторов к ценным бумагам и соответственно несформированной цены.

Однако если вдаваться в подробности заключенных сделок, то большинство из них – это аффилированные сделки, результат передела собственности, который проходит в Кыргызстане.

На наш взгляд, главной особенностью фондового рынка КР в переходной экономике на данном этапе является частичное выполнение *перераспределительной функции*, т.е. рынок не выполняет своей основной функции – инструмента трансформации сбережений в инвестиции, которые они традиционно выполняют на развитых и развивающихся рынках. Практика переходного периода показала, что государственное влияние на рынок ценных бумаг и создание «искусственных» сегментов финансового рынка не всегда дают положительный эффект.

Переход Кыргызстана к рыночной экономике, сокращение государственной собственности в результате приватизации, высокий уровень инфляции и хронический дефицит бюджета сделали неизбежным выпуск государственных долговых бумаг. В предыдущем параграфе мы подробно описывали экономические предпосылки эмиссии государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике.

Далее рассмотрим соотношение структуры объема торгов государственных и корпоративных ценных бумаг в КР.



**Рис. 4. Объем торгов с государственными и корпоративными ценными бумагами в КР за 2005-2009 гг.<sup>100</sup> (в %)**

Из графика видно, что объем рынка государственных ценных бумаг соизмерим с рынком корпоративных ценных бумаг, а в 2009 году сделки с ГЦБ были больше чем в 2 раза, по сравнению со сделками на всех трех биржевых площадках.

Рынок государственных ценных бумаг построен на аукционной системе. Любой из инвесторов может принять участие на аукционе. «Оптовым» инвесторам, т.е. *первичным дилерам* представлена возможность прямого участия, при этом к ним предъявляются определенные требования, связанные с достаточностью их капиталов, устойчивостью, надежностью и безопасностью их деятельности. Участники аукционов могут подавать только собственные заявки, которые могут быть как конкурентными, так и неконкурентными. Розничные инвесторы для участия на аукционе осуществляют подачу своих заявок, как конкурентных, так и неконкурентных, через первичных дилеров. Инвесторы из регионов страны для участия на аукционе могут подать свои заявки через широкую сеть

<sup>100</sup> График построен на основе данных с годовых отчетов НБКР и Госфиннадзора за 2006-2009 гг.

филиалов первичных дилеров, а инвесторы - физические лица могут также подать неконкурентные заявки через областные управления НБКР.

Особенностью отечественной практики является то, что практически существует только первичный рынок государственных ценных бумаг, а вторичный рынок развит очень слабо, что наглядно демонстрируют данные таблице 7.

**Таблица 7. Вторичный рынок государственных ценных бумаг в КР.<sup>101</sup>**

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Ноты НБКР</b>					
Объем (млн. сомов)	-	-	-	503,2	32,6
Количество сделок	-	-	-	9	2
Средневз.ставка (% за период)	-	-	-	7,04	13,78
Средневзвешенный срок (дней)	-	-	-	15	30
<b>ГКВ</b>					
Объем (млн. сомов)	10,5	40,1	28,5	594,1	192,0
Количество сделок	3	9	10	28	20
Средневз.ставка (% за период)	5,75	7,34	8,84	14,70	18,13
Средневзвешенный срок (дней)	271	115	261	163	109
<b>ГКО</b>					
Объем (млн. сомов)	-	-	-	-	496,6
Количество сделок	-	-	-	-	4
Средневз.ставка (% за период)	-	-	-	-	8,66
Средневзвешенный срок (дней)	-	-	-	-	727

Исходя из данных таблицы 7. можно увидеть, что вторичный рынок банковских нот начал формироваться с 2008 года, максимальный объем сделок составил 503,2 млн. сом. Вторичный рынок ГКВ развит относительно лучше, но максимальное количество заключенных сделок 28 на общую сумму 594,1 млн. сом свидетельствует о том, что вследствие низкой ликвидности и краткосрочности ГКВ, а также других негативных факторов вторичный рынок является очень низкоемким.

На практике уровень развития вторичного рынка, его активность, мобильность отражают уровень конкретного рынка ценных бумаг. Без

<sup>101</sup> Бюллетень НБКР 2010/ Вторичный рынок государственных ценных бумаг

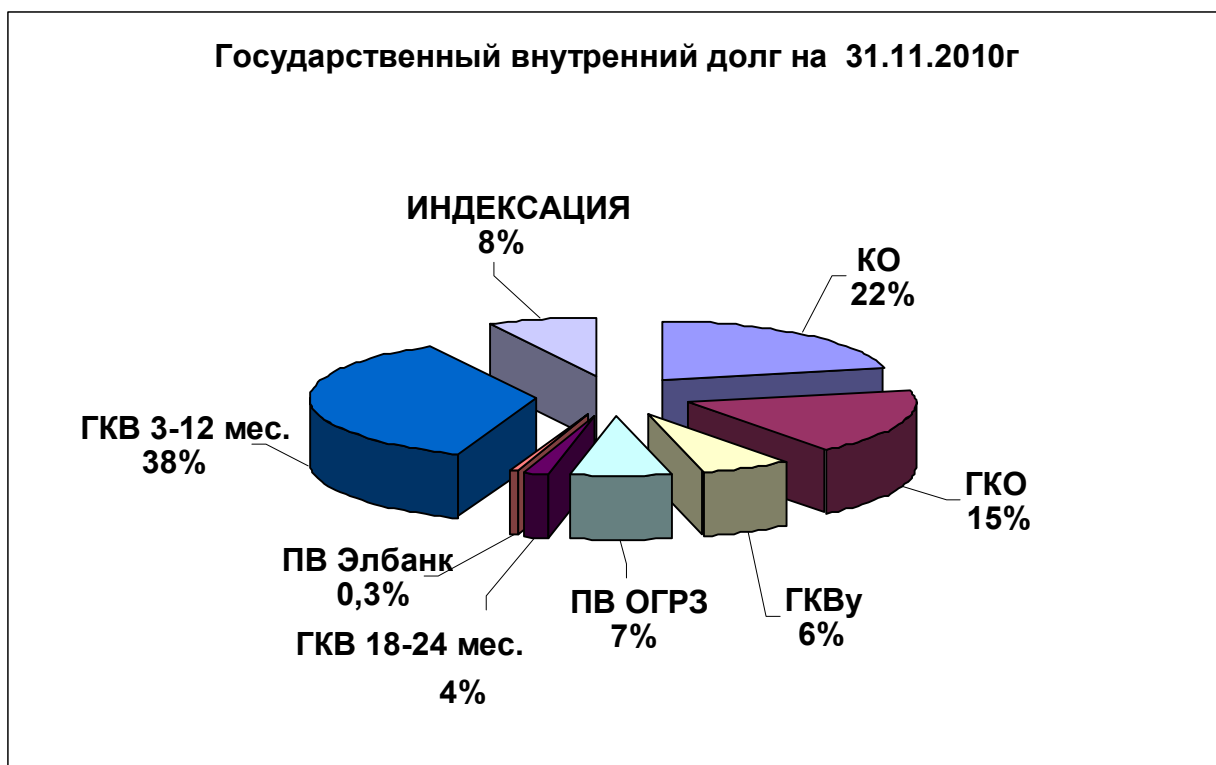
активного вторичного рынка и первичный рынок обычно бывает вялым, узким и неразвитым.

Целевая направленность потенциала государственных ценных бумаг Кыргызстана, помимо финансирования дефицита бюджета, охватывает следующие моменты:

- достижение обеспечения ликвидности активов коммерческого банка и других финансово-кредитных институтов;
- рефинансирование долга по государственным заимствованиям;
- реструктуризация задолженностей обанкротившихся финансово-кредитных учреждений;
- индексация сбережений населения;

На сегодняшний день рынок государственных ценных бумаг Кыргызской Республики представлен следующими видами ценных бумаг:

- **ГКВ** - Государственные казначейские векселя
- **КО** - Казначейские обязательства
- **ГСКО** - Государственные среднесрочные купонные облигации
- **ГКВу** - Государственные ценные бумаги (урегулирования)
- **Переводной вексель** (задолженность Кыргыз Элбанка перед вкладчиками)
- **ПВ ОГРЗ** - простой вексель
- **Индексация сбережений населения**



**Рис. 5. Соотношение государственных ценных бумаг в КР**

По данным рис. 5. можно констатировать, что львиную долю в структуре государственных ценных бумаг занимает ГКВ (3-12 мес.) - 38%, что вызвано повышенным спросом со стороны первичных дилеров. Казначейские обязательства составляют 22%, а государственные казначейские облигации 15%.

В Кыргызской Республике, как и в других странах государственные ценные бумаги являются одним из главных источников формирования и реализации внутренней задолженности.

Для анализа структуры государственной задолженности по государственным заимствованиям рассмотрим объем и соотношение государственных ценных бумаг в КР.



**Таблица 8. Государственный внутренний долг Кыргызской Республики за 2005-2010\*гг. (млн. сом)<sup>102</sup>**

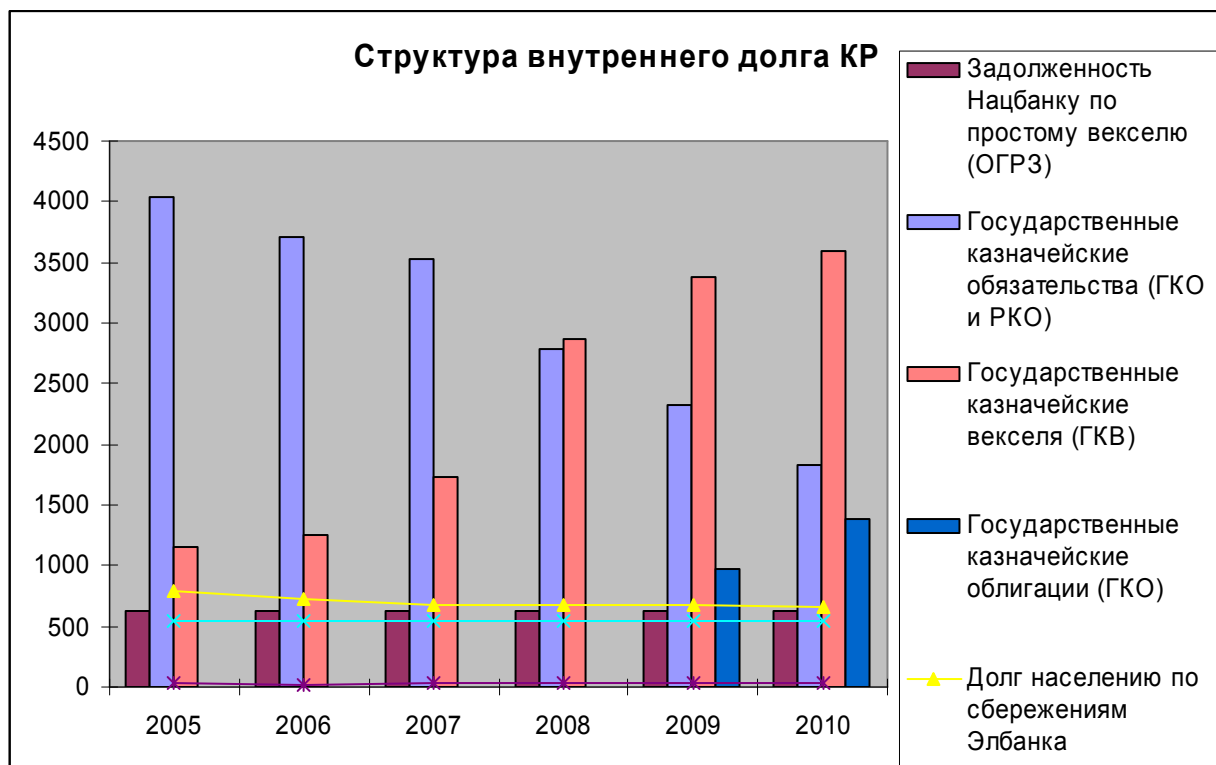
<b>Наименование</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010*</b>
<b>Задолженность Нацбанку по простому векселю (ОГРЗ)</b>	619,00	619,00	619,00	619,00	619,00	619,00
<b>Государственные казначейские обязательства (ГКО и РКО)</b>	4 045,40	3 713,73	3 523,15	2 792,95	2 327,73	1 827,73
<b>Государственные казначейские векселя (ГКВ)</b>	1 157,90	1 259,76	1 735,99	2 869,53	3 376,12	3 589,94
<b>Государственные казначейские облигации (ГКО)</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	974,84	1 377,19
<b>Долг населению по сбережениям Элбанка</b>	787,00	725,10	683,67	669,64	669,38	665,14
<b>Глобальные сертификаты 2002</b>	550,00	550,00	550,00	550,00	550,00	550,00
<b>Переводной вексель (задолженность Элбанка, комбанков и др. перед вкладчиками)</b>	29,50	17,96	29,37	37,24	34,53	35,57
<b>Итого:</b>	<b>7 188,80</b>	<b>6 885,55</b>	<b>7 141,18</b>	<b>7 538,36</b>	<b>8 551,60</b>	<b>8 664,57</b>

\* учитывается 11 месяцев 2010 года

Из данных таблицы, видно, что основную долю внутреннего долга КР составляют ГКО и ГКВ. Прослеживается две динамики по изменению объемов этих инструментов, в частности ГКВ укрепляют свои позиции, а ГКО имеет тенденцию планомерного снижения (рис. 2.7.).

Это свидетельствует о целенаправленной политике Минфина КР в увеличении объема ГКВ для покрытия дефицита бюджета, хотя большая доля средств от выпуска идет на рефинансирование долга по долгосрочным и краткосрочным государственным ценным бумагам.

<sup>102</sup> Данные с отчетности Мифина КР по внутреннему долгу



**Рис. 6. Структура объема внутреннего долга КР за 2005-2010 гг.<sup>103</sup>**

Начиная с 2007 года Минфин стал выпускать более долгосрочные 18 мес., и 24 мес. ГКВ с целью заимствования более «длинных» денег и повышения ликвидности данных инструментов на рынке.

Для подробного анализа эмиссии и обращения каждого вида государственных ценных бумаг, проведем анализ по каждому виду ценных бумаг в отдельности.

Первая эмиссия государственных займов КР началась с 1990 года, а государственных ценных бумаг в 1993 г., первые казначейские обязательства были выпущены в 1995 г. С начала этого года поступления от реализации казначейских векселей направляются в Министерство финансов, которому передано также обслуживание этих обязательств.

В начале 90х годов в связи с острой нехваткой финансовых средств, Правительство КР было вынуждено привлекать дополнительные средства путем выпуска государственных займов. Впервые в 1990 году были

<sup>103</sup> График построен на основе данных Минфина КР за 2005-2010гг.

выпущены 5%ные займы, а в 1993 году облигации 15%ного внутреннего выигрышного займа.

**5%-ный государственный займ** был выпущен для кредитных учреждений и привлечения дополнительных средств в бюджет на общую сумму 30 млн. руб., номиналом 10 тыс. руб. Эмитентом этих ценных бумаг выступало Министерство Финансов КР, а агентом по размещению – НБКР.

В структуре внутреннего долга эти займы стали отражаться с 1999 г. и сумма задолженности по ним составляла 0,2 млн. сом. Сумма была не очень обременительной, по сравнению с другими государственными заимствованиями и в начале 2004 году задолженность по данным ценным бумагам полностью была погашена.

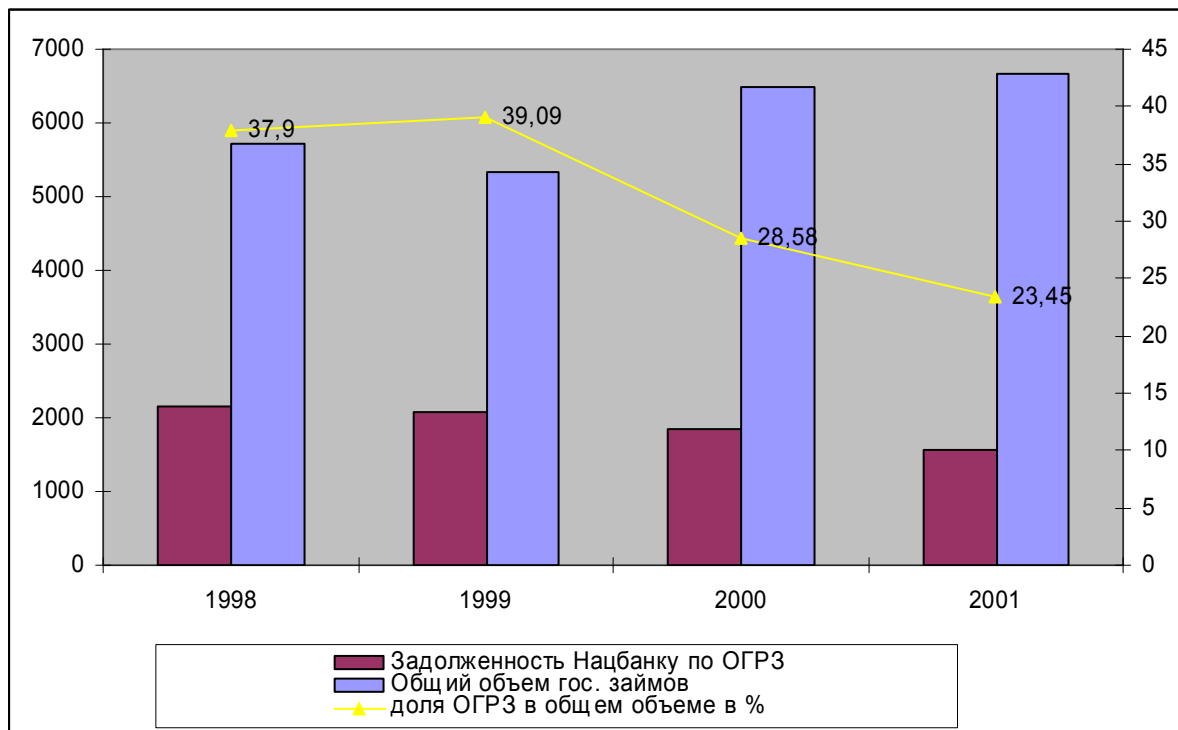
**Облигации государственного 15%-ного выигрышного займа** стали выпускаться с 1993 года, по Постановлению №475 Правительства КР от 8 октября 1993 года. Этот займ был выпущен сроком на 20 лет – с 1 ноября 1993г. по 1 ноября 2013г. денежными достоинствами 5 и 10 сом. Это были первые государственные заимствования, которые были инструментами покрытия дефицита бюджета страны.

В настоящее время эти займы индексируются согласно Закону «Об индексации сбережений» и именуется как долг населению по сбережениям, которые погашаются по требованию и в определенные сроки через ОАО «РСК-Банк». По данным Министерства финансов КР, задолженность по индексации сбережения составляет 669, 39 млн. сом, и в общем объеме внутреннего долга составляют 9%.

В 1998г. было принято положение, регулирующее выпуск среднесрочных ценных бумаг – **государственных среднесрочных купонных облигаций (ГСКО)**. Однако пошатнувшийся после кризиса в России рынок государственных ценных бумаг показал неприемлемость выпуска в этот период среднесрочных ценных бумаг.

**Облигации государственного реструктуризованного займа (ОГРЗ)**. Начиная с 90х годов кредиты Национального Банка использовались как

инструмент покрытия дефицита бюджета, но начиная с 1 января 1998 года НБКР прекратил кредитовать Правительство КР. Оставшиеся долги были переоформлены в облигации государственного реструктуризированного займа (ОГРЗ) и были переданы НБКР.



**Рис. 7 Доля ОГРЗ во внутреннем государственном долге<sup>104</sup>**

Реструктуризация задолженности Правительства КР по начисленным процентам была произведена путем эмиссии двух простых векселей Правительства КР на 70 и 30% суммы начисленных процентов и передачи их НБКР. Национальный банк в порядке перевода 70% прибыли в бюджет передал Правительству КР для погашения простой вексель на сумму 1445,8 млн. сом.

За весь период обращения ОГРЗ, основными держателями, купивших их на условиях РЕПО были 80% коммерческие банки и физические лица. С июля 2000 года физические лица перестали покупать ОГРЗ и единственными держателями стали только коммерческие банки. Самая высокая процентная ставка по операциям РЕПО с ОГРЗ составил 5 дней в мае 2001 года и наибольшая доходность составила 93,61% в декабре 1998 года. Таким

<sup>104</sup> Источник: официальный сайт МФКР

образом 2002 год был последним годом обращения для ОГРЗ, как инструмента государственного заимствования в структуре государственных ценных бумаг КР.

*Государственные казначейские векселя (ГКВ)*<sup>105</sup> - краткосрочные (3, 6, 12, 18, 24 мес.) дисконтные государственные ценные бумаги Правительства Кыргызской Республики. В настоящее время зарегистрировано 19 первичных дилеров, которыми являются коммерческие банки. Размещение коммерческими банками свободных средств в форме казначейских векселей представляет собой инвестицию с нулевым риском. Кроме того, наличие векселей в банковских активах повышает ликвидность баланса. В соответствии с принципом оптимального портфеля спрос на векселя возрастает по мере роста их доходности, и снижается с ростом доходности других видов размещения финансовых средств, и связанных с ними рисков.

На значительных временных отрезках ГКВ превышала ставку рефинансирования, что вызвало естественное желание коммерческих банков при покупке кредитов в НБКР, вкладывать их в более доходные ГКВ. Следствием этого явилось резкое удорожание обслуживания долга.

Так как дефицит бюджета КР покрывался в основном за счет иностранных займов и кредита НБКР, то выпускаемые ГКВ на ранних этапах стали средством изъятия денег с обращения. Но начиная со второго квартала 1994 года ситуация изменилась, возрос спрос на ГКВ со стороны коммерческих банков не только из-за надежности, но и за счет высокой степени риска размещения в другие активы.

Кроме того, наличие в активах коммерческого банка государственных ценных бумаг повышало ликвидность баланса и служило надежным залогом при осуществлении межбанковских операций. Далее рассмотрим поступления и погашения по ГКВ в таблице 9.

---

<sup>105</sup> Положение о ГКВ НБКР. Утверждено пост. Правления НБКР №42/4 от 19 сент. 2007г.

**Таблица 9. Поступления и погашения ГКВ за период  
с 1995 по 2009 гг. (млн.сом)<sup>106</sup>**

Годы	Проценты	Основная сумма	Объём эмиссии (млн. сом)	Поступления (млн. сом)	Чистое финансирование <sup>1</sup>	Чистое сальдо <sup>2</sup>
1995	9,57	106,47	185,24	170,02	63,55	53,98
1996	23,34	242,95	375,05	324,56	81,62	58,28
1997	87,7	468,62	729,71	607,01	138,39	50,69
1998	113,85	733,45	914,27	760,59	27,14	-86,71
1999	131,8	486,38	364,79	312,31	-174,07	-305,87
2000	60	458,34	607,09	531,35	73	13
2001	79,49	766,77	1 035,81	962,72	195,94	116,45
2002	51,11	642,39	823,94	740,19	97,80	46,69
2003	80,70	795,91	966,99	901,99	106,08	25,38
2004	61,51	855,8	1 208,16	1 123,57	267,76	206,26
2005	82,94	1 133,64	1 419,52	1 337,41	203,76	120,83
2006	58,31	1 135,66	1 295,87	1 160,82	25,15	-33,14
2007	78,19	1 135,94	1 687,2	1 561,50	425,56	347,37
2008	164,34	1 761,74	3 005,94	2 642,23	880,48	716,15
2009	357,27	3 588,90	4 507,76	4 161,34	572,44	215,17

<sup>1</sup> Чистое финансирование – разница между фактическими поступлениями и основной суммой

<sup>2</sup> Чистое сальдо – фактически полученные дополнительные поступления от продажи ГКВ (дополнительные ресурсы бюджета) минус процентные выплаты и основная сумма ГКВ

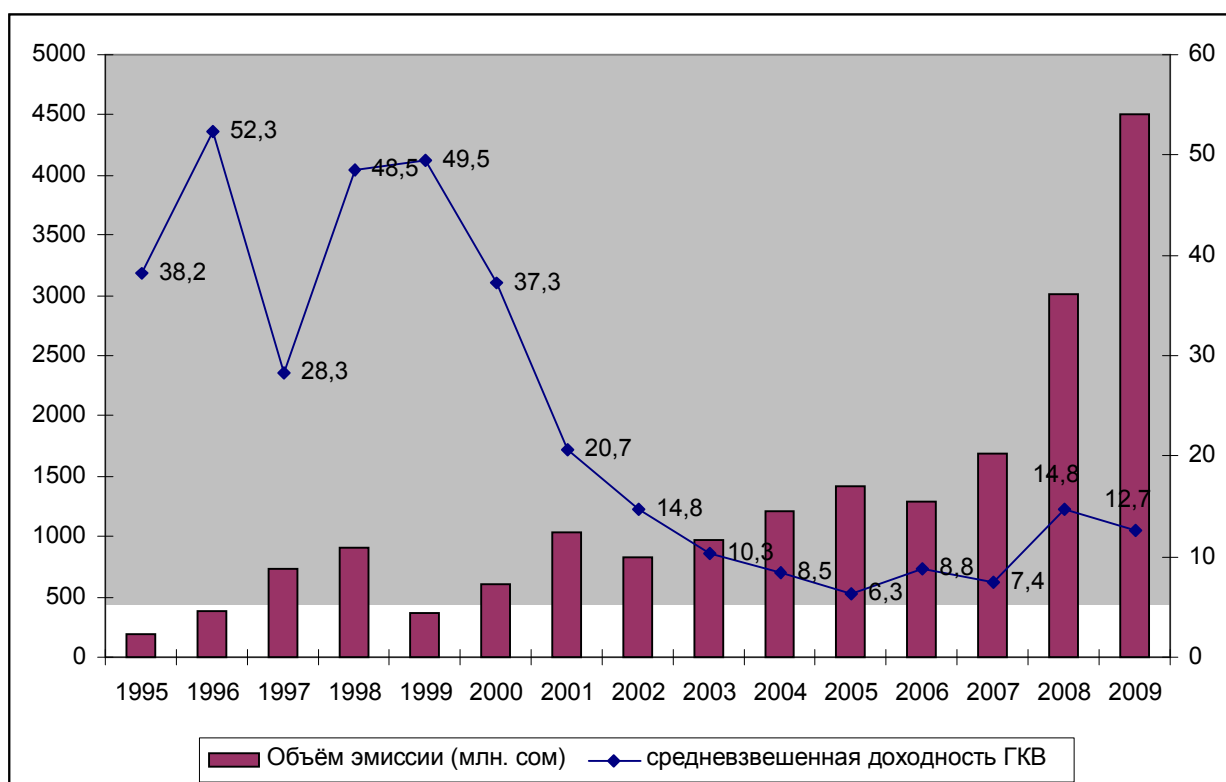
Начиная с момента выпуска ГКВ до 1998 года была тенденция увеличения объема эмиссии преимущественно по 3-мес. ГКВ. Доходность данных инструментов составила 75,9% в начале 1995 года и снизилась до 29,2 к концу 1997 года. В этот период выпускались также 6- мес. и 12-мес. ГКВ.

Средневзвешенная доходность по всем видам ГКВ варьировалась от 38,2%. в 1995 году до максимального значения в 1999 году 49,5%, что было связано с высокими инфляционными ожиданиями, в связи российским дефолтом в 1998 г. Вследствие влияния, которого ухудшилась конъюнктура рынка ГКВ. Объем заявок по ГКВ разной срочности упал с 50% до 23%, что привело к сокращению объема продаж в среднем до 19 млн. сом. В результате его роль в финансировании бюджета дефицита свелась до минимума и еле покрывала предыдущие выпуски.

<sup>106</sup> Данные с сайта [www.minfin.kg/](http://www.minfin.kg/) информация по внутреннему долгу КР

С 2000 по 2005гг. характеризуются снижением средневзвешенной доходности ГКВ по всем видам срочности с 37,3% до 6,3 % и увеличением объема выпуска ГКВ с 607,09 млн. сом до 1419,52 млн. сом.

Основным фактором определяющим динамику доходности ГКВ явилось усиление конкуренции на рынке ГКВ, обусловленное повышенным спросом со стороны коммерческих банков. В результате заметно снизились уровень и волатильность процентных ставок во всех сегментах рынка ГКВ. Тенденции изменения объема эмиссии и средневзвешенной доходности ГКВ наглядно продемонстрированы в рис. 7.



**Рис. 8. Объемы эмиссии ГКВ и их средневзвешенная доходность за 1995-2009 гг.<sup>107</sup>**

В 2006 году для обеспечения привлекательности более «длинных» ГКВ (18,24 мес. ГКВ), доля которых возросла с 10,25 в 2005 г. до 49,4 % в 2006 г., была предложена более высокая процентная ставка по сравнению с другими ГКВ. В результате объем продаж ГКВ упал на 8,6% и составил 1247,7 млн. сом, при этом общий объем ГКВ в обращении за год увеличился на 8,8% и

<sup>107</sup> График построен на основе данных с годовых отчетов НБКР и Минфина за 1995-2009гг.

составил 1259,8 млн. сом, а объем чистого финансирования бюджета в 2006 году за счет ГКВ составило 25,2 млн. сом. Значительное увеличение доли долгосрочных векселей привело к росту дюрации всего портфеля ГКВ, значение которой повысилось с 199 дней до 294 дней к концу 2006 года.

В 2007 году Минфин продолжил политику заимствования более «длинных» денег, а также учитывая предпочтения рынка, изменилась структура эмиссии ГКВ в пользу более долгосрочных 12-мес. и 18-мес. ГКВ. Среднегодовая доходность по всем видам ГКВ снизилась на 1,5 % по сравнению с 2006 годом и составила 7,3%.

За 2008 год общий объем продаж государственных казначейских векселей составил 3,0 млрд. сомов, увеличившись по сравнению с 2007 годом на 78,3 процента. При этом значительно увеличился объем продаж векселей сроком до года (3-месячных - в 3 раза, 6-месячных - на 73,7 процента и 12-месячных - на 63,7 процента), объем продаж 18- и 24-месячных ГКВ также вырос, но в меньшей степени (на 32,8 и 45,6 процента, соответственно). В результате доля краткосрочных векселей в структуре продаж выросла с 41,0 процента в 2007 году до 50,4 процента. Средневзвешенная доходность государственных казначейских векселей за 2008 год выросла на 7,3 процентных пункта, до 14,8 процента.

Общий объем ГКВ в обращении в 2009 году составил 3,4 млрд. сомов, увеличившись на 21,2 процента по сравнению с их объемом в 2008 году, объем чистого финансирования бюджета за счет ГКВ снизился на 296,7 млн. сомов и за отчетный год составил 578,8 млн. сомов. Дюрация векселей, находящихся в обращении на конец года, сократилась с 223 до 175 дней.

Среди держателей ГКВ в отчетном году коммерческие банки владели портфелем ГКВ на сумму 3,0 млрд. сомов, с удельным весом 90,3 процента, институциональные инвесторы – 262,4 млн. сомов или 7,8 процента, юридические лица-резиденты – 42,1 млн. сомов или 1,2 процента и физические лица-резиденты – 22,9 млн. сомов или 0,7 процента.



**Государственные казначейские обязательства (ГКО)** – это высоконадежные государственные ценные бумаги эмитированные Министерством финансов КР, с целью привлечения сбережений населения и институциональных инвесторов. ГКО начали выпускать с 1995 года со сроком погашения от 6 месяцев до 25 лет, с реализацией на сумму от 10 тыс. сом до 7 млн. сом в зависимости от суммы эмиссии. Разновидностью ГКО являются следующие ценные бумаги:

- **Государственные среднесрочные купонные облигации ГСКО** являются обращаемыми государственными ценными бумагами сроком обращения 2, 3 года и 5 лет с начислением и выплатой процентов (купонов) каждые 6 и 12 месяцев.

Эмитентом ГСКО от имени Правительства Кыргызской Республики является Министерство финансов Кыргызской Республики. Размещение выпусков ГСКО осуществляется через аукционы. Все операции по размещению, обращению (купля/продажа на вторичном рынке) и ведению реестров владельцев производятся Национальным банком и уполномоченными им банками (Первичными дилерами). Владельцами ГСКО могут быть физические и юридические лица.

- **Государственные ценные бумаги (урегулирования)**

В результате реоформления задолженности Правительства Кыргызской Республики перед НБКР, МФКР 23 декабря 2002г. были выпущены:

- Возобновляемые государственные казначейские векселя (урегулирования);
- Государственные казначейские обязательства серии «NBKR» (урегулирования);
- Государственное казначейское обязательство серии «Jibek-Jolu».

**Возобновляемые государственные казначейские векселя (урегулирования) (ГКВу)** являются государственными ценными бумагами, в основном аналогичными государственным казначейским векселям (ГКВ),

выпускаемым МФКР на регулярной основе. ГКВу выпускаются МФКР в пользу НБКР. Возобновляемость данных ценных бумаг заключается в следующем: в даты погашения находящихся в портфеле НБКР ГКВу. МФКР одновременно с погашением выпускает в пользу НБКР новую серию ГКВу в количестве, равном количеству погашаемых ценных бумаг. Возобновление ГКВу будет осуществляться в течение периода существования государственных казначейских обязательств (урегулирования). НБКР имеет право использовать ГКВу для проведения РЕПО-операций в целях денежно-кредитной политики.

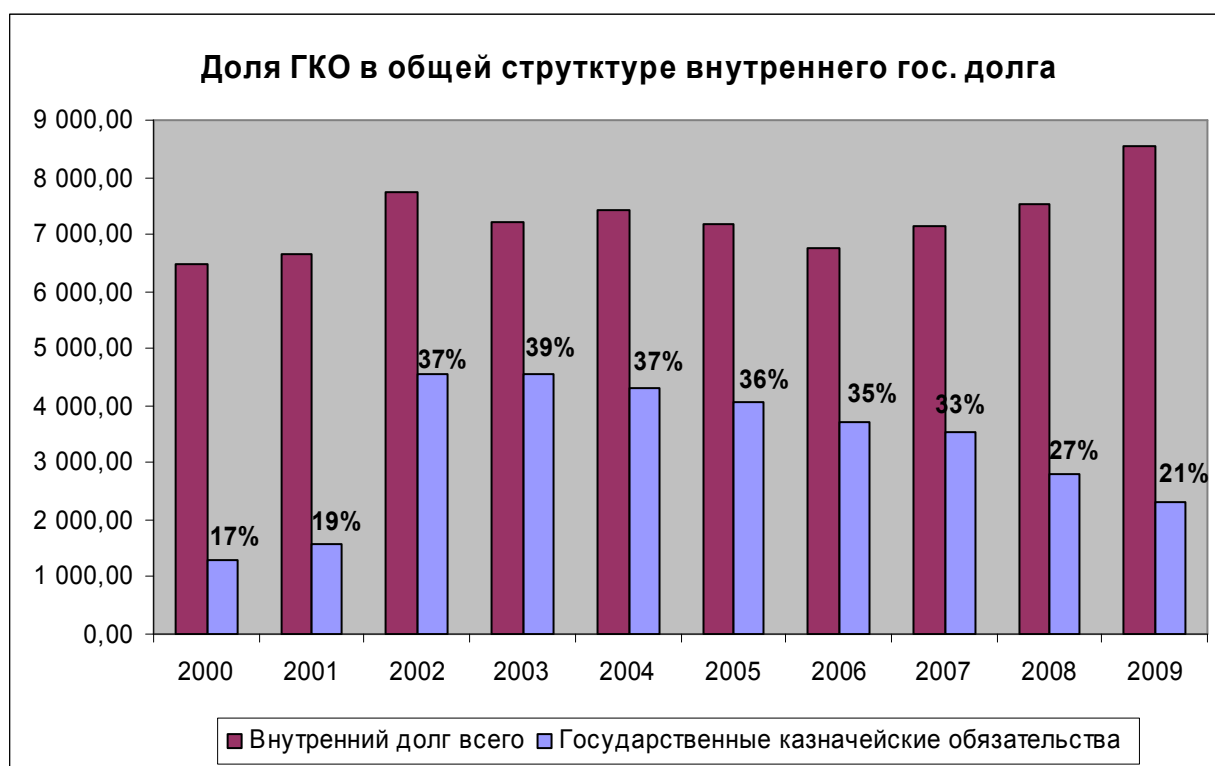
*Государственные казначейские обязательства серии «NBKR» (урегулирования) (ГКОу)* являются среднесрочными купонными ценными бумагами, выпускаемыми в бумажной форме, с плавающей купонной ставкой, равной значению годовой инфляции плюс 2%. В случае, если инфляция будет определена как отрицательное значение, то купонная ставка принимается равной двум процентам годовых. Купонные платежи производятся на ежегодной основе 23 апреля. ГКОу выпускаются сериями раз в три года. Каждая серия состоит из трёх ценных бумаг срочностью один, два и три года соответственно, при этом срочность ценных бумаг первой серии удлиняется на четыре месяца.

*Государственное казначейское обязательство серии «Jibek Jolu» (ГКО «Jibek Jolu»)* является среднесрочной купонной ценной бумагой, выпускаемой в бумажной форме, с плавающей купонной ставкой, равной значению годовой инфляции плюс 3%. В случае, если инфляция будет определена как отрицательное значение, то купонная ставка принимается равной трём процентам годовых. Купонные платежи производятся на ежегодной основе 23 апреля.

За период 1995-1997 гг. ГКО эмитировались в основном в целях реализации программ реструктуризации предприятий и реформы финансового сектора.

1997-1998 гг. выпуск этих ценных бумаг был осуществлен непосредственно для покрытия дефицита бюджета, преимущественно на краткосрочные периоды времени (около 6 месяцев). Задолженность предприятий по централизованным кредитам Правительства коммерческим банкам (АК "Кыргызпромстройбанк", АКБ "Кыргызстан" и др.) была переоформлена в государственный внутренний долг путем выпуска государственных казначейских обязательств на сумму 1151,9 млн.сом.

Анализируя структуру внутреннего государственного долга по составу ценных бумаг, можно увидеть, что до 2006 года государственные заимствования по ГКО занимает лидирующее положение.



**Рис.9 Доля ГКО в общей структуре внутреннего долга  
за 2000-2009 гг.<sup>108</sup>**

Из графика видно, что начиная с 2002 года объем эмиссии ГКО резко увеличилась до 37% от общей суммы внутреннего долга КР. Это было связано с тем, что в конце 2002 г. в соответствии с соглашением между Правительством КР и НБКР об урегулировании финансовых отношений сумма долга ОГРЗ и просроченная задолженность по КО и РКО, а также

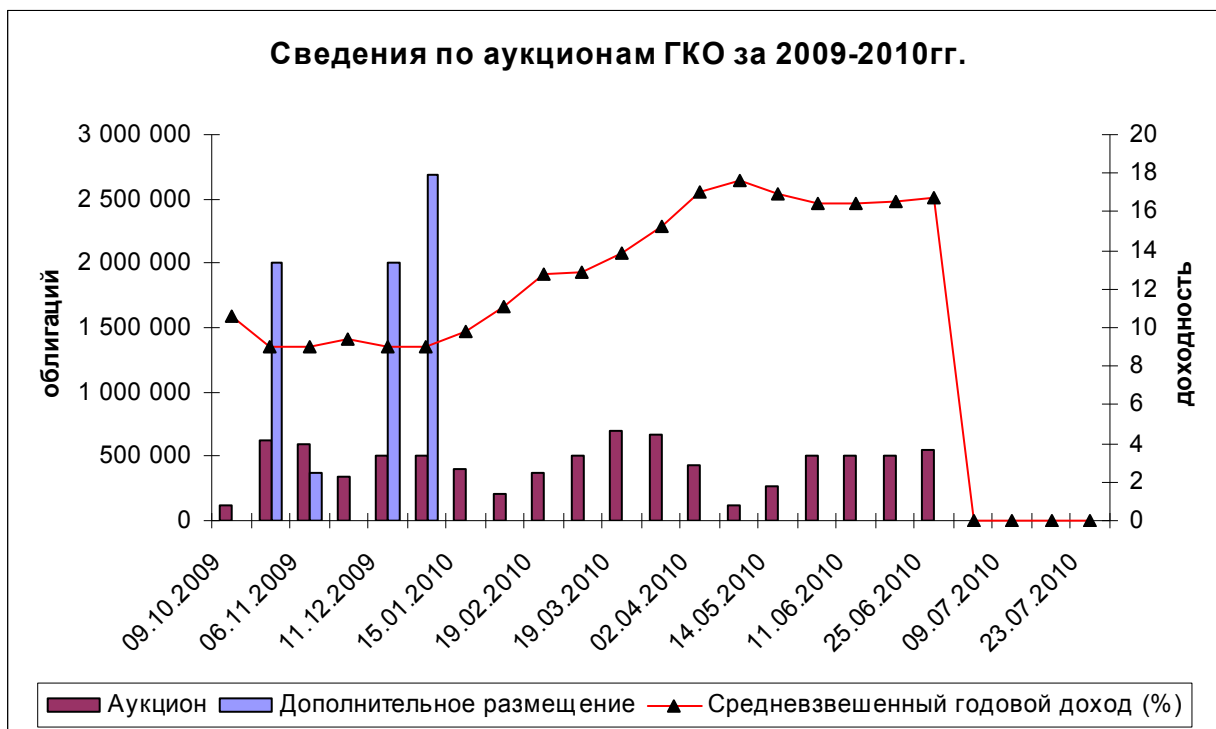
<sup>108</sup> График построен на основе данных с годовых отчетов НБКР и Минфина за 2000-2009гг

другая задолженность МФКР перед НБКР, была переоформлена в государственные ценные бумаги (урегулирования) общей номинальной стоимостью 3,9 млрд.сом.

На 1.01.2003 г. общий объем государственных КО в обращении составил 5413,3 млн.сом, при этом основная доля этих бумаг (95,8 %) находилась в портфеле НБКР. В 2005 г. С 2006 по 2009 гг. идет тенденция снижения объема ГКО на рынке до 21% в общей структуре внутреннего долга, это связано с тем, что часть ГКО(у) была погашена до 2331,1 млн. сом.

Таким образом, ГКО является инструментом переоформления финансовых задолженностей и урегулирования финансовых отношений, а также относительно дешевым средством привлечения денежных средств.

**Государственные казначейские облигации (ГКО)** – долгосрочные ценные бумаги Министерства финансов Кыргызской Республики, со сроками обращения свыше одного года выпускаемые с процентным доходом (купоном), с целью финансирования дефицита государственного бюджета и рефинансирования государственного долга.



**Рис. 10. Сведения по выпуску и доходности ГКО за 2009-2010 гг.**<sup>109</sup>

<sup>109</sup> Данные с сайта [www.minfin.kg/](http://www.minfin.kg/) информация по внутреннему долгу КР

В октябре 2009 года Министерство финансов с целью расширения спектра инструментов финансирования дефицита бюджета впервые начало размещение государственных казначейских облигации со сроком обращения 2 года. В отчетном году было проведено шесть аукционов и четыре дополнительных размещения по данным ценным бумагам на еженедельных торгах на общую сумму 974,8 млн. сомов со средневзвешенной доходностью 9,1 процента. Среди держателей государственных казначейских облигации значительную долю занимали институциональные инвесторы – 51,4 процента, коммерческие банки – 48,4 процента и юридические лица резиденты – 0,2 процента.

Таким образом, на основе вышеизложенного материала мы можем констатировать, что формирование и развитие рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике происходило эволюционно и постепенно: росли объёмы сделок, появлялись новые финансовые инструменты, совершенствовалось законодательство, развивалась институциональная инфраструктура. Этапы развития рынка государственных ценных бумаг КР были связаны с наиболее значительными событиями, которые определяли дальнейший ход его становления и развития.

Долг Правительства КР по внутренним государственным займам был небольшим по отношению к ВВП в последние годы составлял около 4%. Хотя до 1997 года размер внутреннего долга был относительно высок - выше 20%, но такой объем долга был исключительно из-за долга Правительства КР перед НБКР по ОГРЗ.

На текущий момент основным инструментом является ГКВ, доля которого составляет около 40% от всего внутреннего долга в последние годы, причем их удельный вес в общей структуре внутреннего долга растет из года в год. Это наиболее привлекательные инструменты для первичных дилеров, спрос на которые растет с повышением его средневзвешенной доходности.

В предыдущих параграфах мы уже отмечали, что переход Кыргызстана к рыночной экономике потребовал от правительства пересмотра основных принципов финансирования бюджетных расходов и постепенного перехода к широко используемым в мировой практике безинфляционным методам покрытия дефицитов бюджета. Постепенно роль источника денежных поступлений в бюджет для оперативного покрытия кассовых разрывов стали выполнять ГКВ, объемы выпуска которых в условиях экономического спада в стране и кризиса бюджетно-налоговой системы постоянно растут.

В связи с тем, что государственный внутренний долг — явление достаточно сложное и обусловленное рядом причин, действующих в специфической обстановке конкретного государства, его воздействие на экономику Кыргызстана имеет свои специфические особенности, присущие больше постсоветским странам.

Поэтому непосредственное применение практического и теоретического опыта развитых рыночных государств в области регулирования внутреннего долга на кыргызскую действительность, представляется невозможным прежде всего по той причине, что источники формирования и роста государственной внутренней задолженности имеют различные основы. В отличие от практики развитых рыночных стран, где государственный внутренний долг выступает в качестве дополнительного источника бюджетных доходов, формирование и рост государственной внутренней задолженности преимущественно является результатом резкого сокращения налогооблагаемой базы в связи с сильнейшим падением объемов производства в стране и нарастанием напряженности в бюджетной сфере. Систематический рост государственной внешней и внутренней задолженности и расходной бюджетной статьи по их обслуживанию, в свою очередь, оказывает серьезное негативное влияние на экономику Кыргызстана.

Недостаточная теоретическая разработка проблем финансирования государственного внутреннего долга в период переходной экономики

представляет собой серьезное препятствие для выработки стратегической политики правительства в области регулирования государственной внутренней задолженности.

Одним из основных факторов, усложняющих понимание процессов, происходящих в финансовой сфере экономики, в особенности в Кыргызстане следует назвать неопределенность последствий принимаемых решений, нестандартность экономических процессов, систематические политические риски, слишком частые отставки правительства и текучесть кадров и как следствие непоследовательность принимаемых решений, множественность целей управления экономикой, а также огромное число хозяйствующих субъектов, с разными интересами и целями.

Моделируя разные экономические процессы, мы абстрагируемся от переходных процессов, которые играют существенную роль в экономике и, в теоретическом плане, означают просто движение к некоторому никогда не достигаемому равновесному состоянию (возможно, переменному во времени).

В динамических моделях такие процессы накладываются на общие тенденции развития экономики. Именно изучению качественных особенностей таких долгосрочных тенденций и должна служить предлагаемая модель. Рисковые аспекты экономики находят в модели только опосредованное отражение.

Возможно, следовало бы рассмотреть сначала дискретную по времени модель, а затем, исходя из нее, перейти к непрерывной схеме, для которой проще записываются формулы и которая позволяет легче интерпретировать результаты и вводить в систему новых агентов. Однако, мы сразу начнем с непрерывной модели, полагая, что ее понимание не вызовет затруднений, которая была предложена российским ученым экономистом Г.А. Агасандяном.

Рассматривается динамическая модель финансовых потоков в экономической системе, основными звеньями которой являются НБКР,

правительство в лице Минфина КР, коммерческие банки в качестве первичных лидеров и население.

В данной модели не учитываются переходные процессы, которые происходят в КР, а лишь осредненные долгосрочные тенденции развития. Рисковые аспекты экономики страны находят в модели только опосредованное отражение.

Обратимся к формальной стороне дела и рассмотрим сильно агрегированную динамическую модель финансовых потоков в общей финансовой системе государства, которая будет включать в себя лишь те потоки, которые непосредственно и главным образом ответственны за финансовую стабильность.

К агрегатам и параметрам модели, которые могут, вообще говоря, зависеть от времени  $t$ , для удобства предполагаемым непрерывным, следует отнести:

- *национальный доход  $y$*  в номинальном выражении, понимаемый здесь как мгновенный доход,
- *задолженность правительства перед населением* (включая и посредников в лице банков)  $A$ ,
- *дефицит государственного бюджета  $d$* ; при этом имеется в виду первичный дефицит (или профицит, если  $d < 0$ ), подсчитываемый без учета выплаты процентов по государственному долгу
- *темпы инфляции  $i$* ,
- *темпы роста национального дохода  $g$*  в реальном выражении,
- *процентная ставка  $r$*  (в варианте непрерывного начисления процентов), по которой обслуживается долг.

Предлагая модель финансовых потоков, связанных с операциями Правительства КР в лице Министерства финансов КР на рынке ГКВ, мы интересуемся лишь фундаментальными трендами, т.е. мы абстрагируемся от действия возможных случайных факторов и от переходных процессов в системе.



Суть влияния правительства на финансовые рынки состоит в организации и обслуживании государственного долга в целях регулярного заимствования денежных средств у населения для удовлетворения общественных потребностей. Привлекаемые правительством средства населения за счет размещения новых ценных бумаг обычно направляются как на покрытие дефицита бюджета, так и на обслуживание прежних долговых обязательств ( что составляет львиную долю средств).

Второе назначение государственных ценных бумаг и служит устоявшимся основанием для применения термина "финансовая пирамида" к конструкции долговых обязательств правительства.

Участие правительства в финансовой системе страны удобно описывать суммарной задолженностью правительства перед населением для произвольного момента времени  $t$ . Обозначим ее через  $A(t)$ .

Динамика этой задолженности может быть описана следующим образом. Если обозначить через  $a$  чистый денежный поток, направленный от населения к правительству, то имеет место соотношение

$$A' = rA + a \quad (1)$$

Первое слагаемое в правой части этого уравнения определяет изменение объема долга за счет начисления процентов, второе – за счет дополнительных заимствований. В каждый момент времени нужно было бы использовать несколько ставок  $r$ , поскольку обычно разные части долга обслуживаются по разным ставкам. Однако для простоты будем считать, что в соотношении (1) для каждого  $t$  уже проведено нужное осреднение по всем долговым обязательствам правительства, обслуживаемым в момент  $t$ .

Допустим, что нам известен начальный объем долга  $A(0) = A_0$  в некоторый начальный момент  $t = 0$ . Предположим также, что мы знаем динамику процентных ставок  $r(t)$  и заимствований  $a(t)$  при  $t > 0$ . Тогда интегрированием (1) можно определить объем долга для любого  $t > 0$ :

$$A(t) = A_0 \exp \left( \int_0^t r(u) du \right) + \int_0^t a(v) \exp \left( \int_v^t r(u) du \right) dv \quad (2)$$

Полученное соотношение позволяет оценить возможное значение государственного долга в будущем при том или ином сценарии развития событий в сфере экономики и финансов и, если необходимо, предотвратить нежелательные последствия каких-либо действий правительства.

Наша цель состоит в том, чтобы попытаться сформулировать условия, при которых объем государственного долга будет характеризоваться определенной устойчивостью. Под устойчивостью мы понимаем такую динамику экономики и финансовой системы страны, при которой все экономические и финансовые агрегаты, включая и объем внутреннего долга правительства, сохраняются в разумных пределах по отношению к национальному доходу. В этом случае подобная долговая конструкция могла бы существовать неограниченно долго.

Для простоты дальнейшего изложения все введенные нами макроэкономические параметры системы, т.е.  $i$ ,  $g$ , и  $r$ , предположим теперь независимыми от времени.

Фактически, речь пойдет о том, чтобы найти такие решения уравнения (1) (или (2)), для которых отношение объема государственного долга (и прочих агрегатов) к национальному доходу сохраняется на постоянном уровне.

Так, будем считать, что агрегат  $A(t)$  прямо пропорционален доходу  $y$  с постоянным (по времени) коэффициентом  $\alpha$ :  $A = \alpha y$ . Устойчивое решение уравнения (1) будем искать в предположении постоянного наличия первичного дефицита бюджета  $d > 0$ , также пропорционального  $y$ :  $d = \delta y$ . (Если первичный дефицит постоянно отсутствует или, более того, бюджет всегда профицитный, то в стабильной конструкции нет и государственного долга.) В этом случае естественно принять, что чистый объем заимствований направляется как раз на покрытие дефицита государственного бюджета, т.е.  $a = d = \delta y$ .

Таким образом,  $\delta$  – постоянный множитель, характеризующий величину дефицита (и объем заимствований) в единицу времени в долях

национального дохода. При этом динамика самого дохода  $y$  определяется темпом инфляции  $i$  и реальным темпом роста национального дохода  $g$  согласно уравнению

$$y' / y = i + g$$

Соотношение (1) после очевидных сокращений сведется к равенству

$$\alpha (i + g - r) = \delta \quad (3)$$

Отметим, что параметры  $\alpha$  и  $\delta$  являются предметом выбора правительства и определяются принятой концепцией развития страны. Однако если считать все прочие параметры внешними по отношению к нашему объекту исследования, то эти два параметра оказываются взаимосвязанными. Какие выводы можно сделать из полученного соотношения (3)? Поскольку  $\alpha$  всегда положительно, а при наличии дефицита бюджета и  $\delta > 0$ , то для устойчивости конструкции государственного долга должно выполняться неравенство

$$i + g - r > 0 \quad (4)$$

Для того, чтобы рассмотреть устойчивость конструкции государственного внутреннего долга в Кыргызской Республике мы решили, произвести расчеты, начиная с 1997 года, с момента уменьшения гиперинфляции.

**Таблица 10. Основные макроэкономические данные для репликации модели Агасандяна за 1997-2003 гг.**

Индикаторы	переменная	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Номинальный ВВП, млрд.сомов	$y$	30,7	34,2	48,7	65,4	73,9	75,4	83,9
Реальный рост ВВП, % к пред.году	$g$	9,9	2,1	3,7	5,4	5,3	0,0	7,0
Дефлятор ВВП, % к пред.году	$i$	19,3	9,1	37,6	27,2	7,3	2,0	4,0
Долг по ГКВ в % в ВВП	$A$	1,1	1,2	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8
Внутренний долг в % к ВВП	$A1$	25,0	16,7	10,9	9,9	9,0	10,3	8,6
Дефицит бюджета, в % к ВВП	$d$	7,3	9,2	8,7	7,4	4,2	3,3	3,2
Средневзвешенная доходность ГКВ, %, за период	$r$	28,3	48,5	49,5	37,3	20,7	14,8	10,2
Рост ВВП минус проц.ставки по ГКВ	$i+g-r$	0,9	-37,3	-8,3	-4,7	-8,0	-12,8	0,8

Неравенство  $i + g - r$  за 1998 -2002 гг. имеет отрицательное значение, это связано с очень высокой доходностью ГКВ в этот отрезок времени, что свидетельствует о неэффективной политике Минфина и неустойчивой конструкции государственного внутреннего долга.

Начиная с 2003 года этот показатель, стал положительным, что говорит о стабилизации экономики, в связи уменьшением инфляции и средневзвешенной доходности ГКВ до 10,2 %.

Эти показатели свидетельствуют о том, что при высокой доходности ГКВ устойчивость государственного внутреннего долга снижается и обслуживание долга становится непомерной ношей для государства. Но поскольку на рынке нет адекватной конкуренции первичным дилерам, создаются идеальные условия для манипулирования банками дисконтной доходности ГКВ. Далее рассмотрим основные показатели для модели за 2004-2011 гг. в таблице 11.

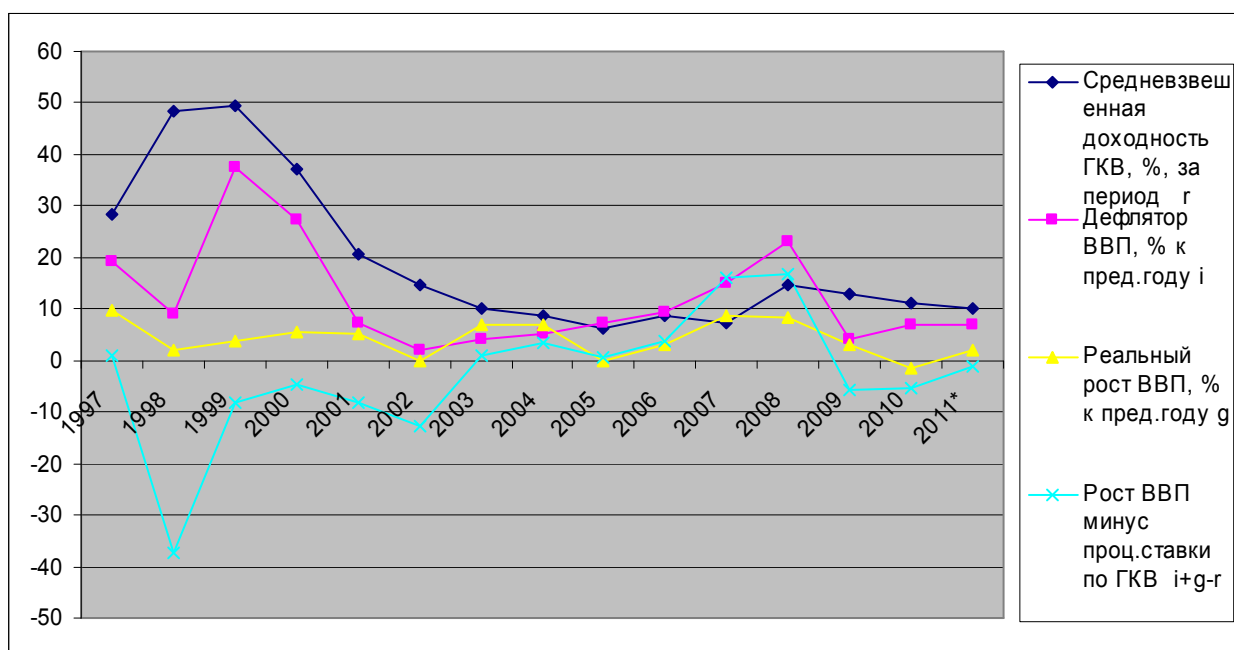
**Таблица 11. Основные макроэкономические данные для репликации модели Агасандяна за 2004-2011 гг.**

Индикаторы	переменная	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Номинальный ВВП, млрд.сомов	<b>y</b>	94,4	100,9	113,8	141,9	188,0	201,2	212,2	237,6
Реальный рост ВВП, % к пред.году	<b>g</b>	7,0	-0,2	3,1	8,5	8,4	2,9	-1,4	7,1
Дефлятор ВВП, % к пред.году	<b>i</b>	5,1	7,1	9,4	14,9	23,2	4,0	6,9	6,9
Долг по ГКВ в % к ВВП	<b>A</b>	1,0	1,1	1,1	1,2	1,5	1,7	1,7	1,5
Внутренний долг в % к ВВП	<b>A1</b>	7,9	7,1	6,1	5,0	4,0	4,2	4,1	3,6
Дефицит бюджета, в % к ВВП	<b>d</b>	-0,5	0,2	-0,2	-0,1	0,8	-1,5	0,0	0,0
Средневзвешенная доходность ГКВ, %, за период	<b>r</b>	8,7	6,3	8,8	7,4	14,8	12,7	11	10
Рост ВВП минус проц.ставки по ГКВ	<b>i+g-r</b>	3,4	0,6	3,7	16,0	16,8	-5,8	-5,5	4,0

\* прогнозы Правительства КР и МВФ

Неравенство  $(i+g-r)$  было положительным в 2003-08 годы.  $(i+g)$  превышал  $r$  в среднем на 5%. Это означает, (что мы и наблюдаем) снижение внутреннего долга по отношению к ВВП, и похвалу Минфину за трезвую политику. За 2009-2010 гг. индикатор является отрицательным, что

показывает тревожные симптомы, которые связаны с падением реального роста ВВП, а в 2010 году спада этого показателя до -1,4%



**Рис. 11 Макроэкономические показатели устойчивости конструкции государственного долга КР за 1997 – 2011 гг.**

Из рис. 11 можно сделать вывод, что все макроэкономические показатели сильно взаимосвязаны, и не смотря на целенаправленную политику снижения доходности ГКВ условия неравенства могут не соблюдаться вследствие ухудшения других показателей, как реальный рост и дефлятор ВВП. Если в дальнейшем правительство не сможет добиться роста ВВП, то устойчивость конструкции государственного долга также будет иметь отрицательное значение, что может повлечь за собой дефолт в экономике. Только в случае выполнения неравенства  $i+g-r>0$  можно обеспечить пропорциональность агрегата  $A(t)$  национальному доходу.

На протяжении всей истории существования ГКВ неравенство (4) выполнялось с 2003 по 2008 годы. Сегодня, когда предпринимается попытка совершенствования системы государственных заимствований денежных средств у населения, необходимо его постоянно просчитывать (это следует делать постоянно и в будущем).

Отметим, что разность  $\rho = r - i$  означает реальную ставку процента (в отличие от номинальной ставки  $r$ ). Поэтому можно утверждать, что

финансовая пирамида государственного долга будет устойчива лишь тогда, когда реальная ставка процента по обслуживанию долга меньше темпов реального экономического роста страны, т.е.  $\rho < g$ .

Под *финансовой пирамидой* понимается финансовая конструкция, которая представляет собой растущую во времени систему долговых обязательств, поддерживаемую все возрастающими во времени денежными поступлениями. Все финансовые пирамиды имеют общие закономерности, независимо от того, "частные" они или правительственные. Вовсе необязательно изначально вкладывать в термин "финансовая пирамида" отрицательный смысл. Можно сказать, что финансовые пирамиды существуют с тех пор, как возникли долговые обязательства. Плохими финансовые пирамиды становятся лишь тогда, когда они теряют устойчивость.<sup>110</sup> Для рассмотрения соответствия макроэкономических показателей неравенству  $\rho < g$  рассмотрим индикаторы в таблице 12.

**Таблица 12. Данные для репликации модели Агасандяна за 1997-2003 гг.**

Индикаторы	переменная	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Средневзвешенная доходность ГKB, %, за период	$r$	28,3	48,5	49,5	37,3	20,7	14,8	10,2
Дефлятор ВВП, % к пред.году	$i$	19,3	9,1	37,6	27,2	7,3	2,0	4,0
Реальная ставка процента $\rho$	$r - i$	9,0	39,4	11,9	10,1	13,4	12,8	6,2
Реальный рост ВВП, % к пред.году	$g$	9,9	2,1	3,7	5,4	5,3	0,0	7,0

По данным таблицы можно констатировать, что реальная ставка процента за 1997-2003 превышает реальный рост ВВП в % к предыдущему году, свидетельствует о неустойчивости финансовой пирамиды государственного долга КР. Нарушение равенства  $\rho < g$  будет означать, что финансовая пирамида находится в неравновесном состоянии – параметр  $\alpha$  (денежные потоки от населения к правительству, в нашем случае от первичных дилеров) не может оставаться постоянным. Если правая часть

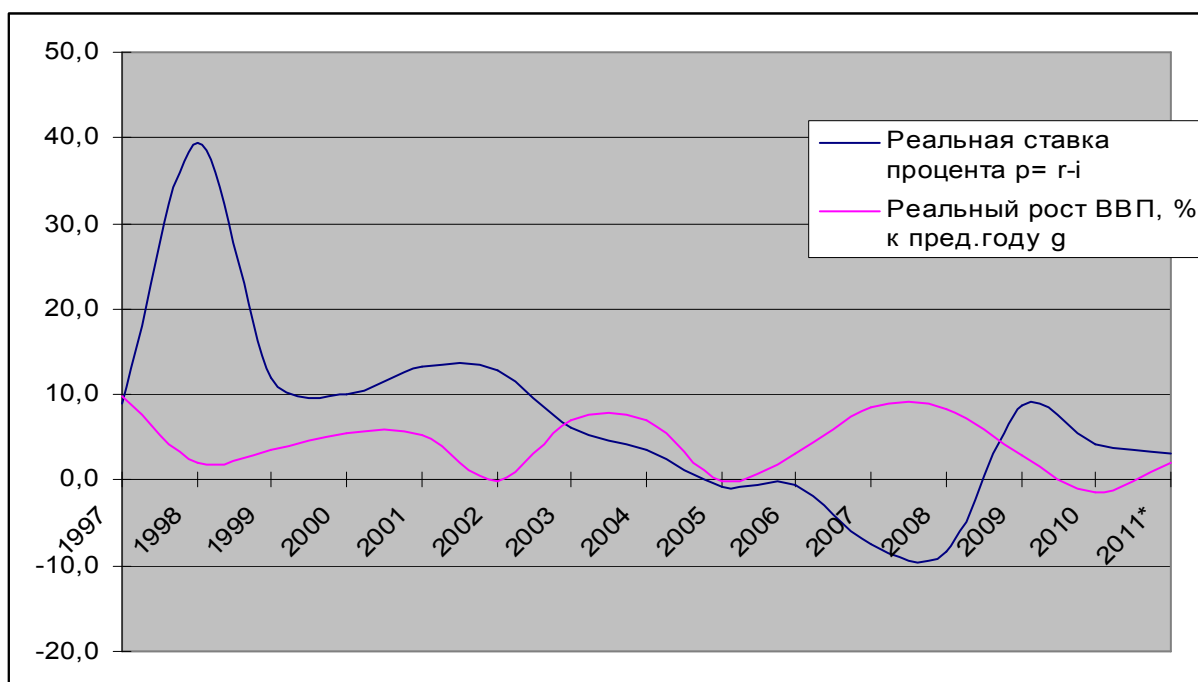
<sup>110</sup> Нам представляется, что нет смысла называть финансовыми пирамидами лишь неустойчивые финансовые конструкции долговых обязательств, поскольку их устойчивость или неустойчивость может проявиться лишь на длительных интервалах времени.

равенства  $\rho < g$  превышает левую, как в 1998-2002 гг., то параметр  $\alpha$  будет расти, что является свидетельством роста государственного долга в долях национального дохода, и наоборот. Далее рассмотрим, что будет с этими показателями в 2004-2011 гг. в таблице 13.

**Таблица 13. Данные для репликации модели Агасандяна за 2004-2011 гг.**

Индикаторы	переменная	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Средневзвешенная доходность ГКВ, %, за период	$r$	8,7	6,3	8,8	7,4	14,8	12,7	11	10
Дефлятор ВВП, % к пред.году	$i$	5,1	7,1	9,4	14,9	23,2	4,0	6,9	6,9
Реальная ставка процента $\rho$	$r - i$	3,6	-0,8	-0,6	-7,4	-8,4	8,7	4,1	3,1
Реальный рост ВВП, % к пред.году	$g$	7,0	-0,2	3,1	8,5	8,4	2,9	-1,4	7,1

Начиная с 2003 года по 2008 несмотря на мировой финансовый кризис, индикатор  $\rho$  был действительно ниже реального роста ВВП, и можно было говорить об определенной устойчивости. Но начиная с 2009 года ситуация резко изменилась из-за спада ВВП, реальная ставка процента стала превышать рост ВВП, что чревато для Минфина нежелательными последствиями, в виде большого дефицита бюджета и соответственно увеличения рефинансирования государственного долга.



**Рис.12 Устойчивость финансовой пирамиды государственных обязательств КР**

По данным рис. 12 мы можем сделать заключение, что финансовая пирамида государственного долга КР до 2003 года была неустойчивой, вследствие высоких процентных ставок, и только начиная с 2004 по 2008 годы, имеет достаточно стабильную устойчивость. Реальная ставка процента по обслуживанию долга за 2009, 2010 годы меньше темпов реального экономического роста страны, т.е. неравенство  $\rho < g$  выдерживалось лишь в 2003 - 2008 гг. Хотя мы под ставкой  $g$  на протяжении всего изложения понимали некоторую ставку, являющуюся усредненной по всем, обращающимся ГКВ, "конструкторы" конкретной финансовой пирамиды могут применять свои другие ставки. Проблема лишь в том, что чем больше эта ставка превышает преобладающую по рынку ставку (т.е. чем больше желание конструкторов пирамиды привлечь средства), тем быстрее пирамида прекратит свое существование, т.е экономика страны придет к дефолту.

Отметим еще, что применение полученного соотношения не может быть неограниченным. Даже при выполнении неравенства (4) *нельзя сколь угодно повышать дефицит бюджета*.

Дело в том, что максимально возможный объем государственного долга должен вписываться во всю систему взаимоотношений основных субъектов финансового рынка страны и определяться основными макроэкономическими параметрами, такими как  $i$ ,  $g$ ,  $r$ . Во всяком случае, он не может превышать суммарной склонности населения к сбережениям при заданных параметрах  $i$ ,  $g$ ,  $r$ , т.е. должно выполняться неравенство:  $\alpha \leq sc$ , где  $sc = sc(i, g, r)$  – параметр, характеризующий суммарную склонность к сбережению населения (в долях национального дохода).

Поэтому и дефицит бюджета должен быть ограничен:  $\delta \leq sc(i + g - r)$  (фактически, ограничение должно быть значительно более жестким, поскольку склонность к сбережению население обычно удовлетворяет различными финансовыми инструментами).

На текущий момент ключевым макроэкономическим параметрам финансовой системы КР на 2011 год (по прогнозам Минфина и МВФ) можно



(приближенно) приписать значения  $i = 6,9$ ,  $g = 2,1$ ,  $r = 10$  (хотя на наш взгляд прогнозное значение  $g$  неоправданно завышено в связи политической и экономической обстановкой в стране) в годовом исчислении, что говорит о наступлении пограничной для неравенства (4) ситуации.

Разумеется, начало процесса мало что может сказать. Важно не выпустить ситуацию из-под контроля и вовремя выйти на параметры устойчивой пирамиды. Как только возникает подозрение в том, что неравенство (4) может какое-то время не выполняться, необходимо использовать общее решение уравнения (1) в форме (2) для оценивания фактических темпов роста государственного долга для различных сценариев развития экономики и финансовой системы страны и предпринимать меры для предотвращения финансового кризиса в будущем.

Остается еще вопрос о влиянии на финансовые потоки в системе закупок ГКВ и КО коммерческими банками. Нетрудно видеть, что в рамках нашей модели такие операции банков эквивалентны приобретениям этих ценных бумаг населением. Фактически банки в этих операциях снова играют роль посредников, но на этот раз между населением и правительством, – заимствуя денежные средства у населения в форме депозитов, банки размещают их, приобретая ценные бумаги правительства.

В принципе аналогичный эффект может достигаться и увеличением ставки  $r$  с сохранением прежних темпов инфляции  $i$ . При этом также повышается склонность к сбережениям и снижается потребность в кредитах и денежной массе, что выравнивает обе части балансового соотношения.

Таким образом, мы можем сделать вывод, что участие правительства на рынке ценных бумаг приводит к изменению равновесных значений макроэкономических параметров системы, т.е. ставок процента, темпов роста, инфляции и пр., и наоборот изменение макроэкономических показателей.

### **2.3. Государственные ценные бумаги, как инструмент денежно-кредитной политики Национального Банка Кыргызской Республики**

Одним из необходимых условий устойчивого равновесного развития экономики страны в рамках смешанной экономики является формирование четкого механизма денежно-кредитного регулирования.

Государственные ценные бумаги, кроме функций покрытия дефицита бюджета, выступают так же, как инструмент денежно-кредитного регулирования Национального Банка.

*Денежно-кредитная (монетарная) политика государства* - очень демократичный инструмент воздействия на смешанную экономику, не нарушающий суверенитета большинства субъектов системы бизнеса.

В идеале денежно-кредитная политика должна обеспечивать стабильность цен, полную занятость и экономический рост - таковы ее высшие и конечные цели.

Практика показывает, что денежно-кредитная политика может быть успешной при здоровой фискальной политике, ограничении государственных расходов, преодолении дефицита государственного бюджета.<sup>111</sup>

В большинстве стран в целях управления и регулирования денежно-кредитной политикой, государство ориентируется в основном на использование экономических методов, работая, также и с административными инструментами. Согласно установкам официальной денежно-кредитной политики, разрабатываются основные мероприятия по денежно-кредитному регулированию в каждый конкретный период, определяются наиболее эффективные в данный момент методы управления и инструменты воздействия на деятельность банков.

В зависимости от состояния хозяйственной конъюнктуры Центральный банк делает выбор между двумя основными типами монетарной политики,

---

<sup>111</sup> Макроэкономика./ под ред. Хубиева К.А. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЭИС, 2004 – с.233

для каждого из которых характерен свой набор инструментов и определенное сочетание экономических и административных методов регулирования.

*Рестрикционная (рестриктивная) денежно-кредитная политика* (так называемая политика "дорогих денег") направлена на ужесточение условий и ограничение объема кредитных операций коммерческих банков и повышение уровня процентных ставок. Ее проведение обычно также предполагает и сопровождается увеличением налогов, сокращением государственных расходов, а также другими мероприятиями, направленными на преодоление инфляции.

Цель такой политики — сокращение покупательной способности населения, уменьшение бюджетного дефицита и снижение уровня инфляции. Одновременно это вызывает замедление экономического роста. Сокращение спроса приводит к трудностям сбыта и падению темпов прироста выпускаемой продукции. Сдерживание спроса предприятий путем проведения жесткой денежной политики не создает условий для прироста производства продукции, который может обеспечить снижение цен. При ограниченных возможностях привлечения ресурсов извне и «съеденных» инфляцией собственных средствах предприятий происходит естественное сокращение объемов производства и замедление темпов экономического роста<sup>112</sup>.

Рестрикционная денежно-кредитная политика может быть использована не только в целях борьбы с инфляцией, но и для сглаживания циклических колебаний деловой активности.

*Экспансионистская денежно-кредитная политика* сопровождается расширением масштабов кредитования, ослаблением контроля над приростом количества денег в обращении, понижением уровня процента. Иначе эту систему методов называют еще политикой «дешевых денег».

Денежно-кредитная политика как *экспансионистского*, так и *рестрикционного* типа может иметь тотальный либо селективный характер.

---

<sup>112</sup> Бабич А.М., Павлова Л.Н. Государственные и муниципальные финансы. — М.: ЮНИТИ, 2002. — с.52

При тотальной монетарной политике мероприятия Центрального банка распространяются на все учреждения банковской системы, при селективной - на отдельные кредитные институты либо их группы или же на определенные виды банковской деятельности.

*Селективная денежно-кредитная политика* позволяет Центральному банку оказывать выборочное воздействие в определенном направлении. При ее проведении практикуется использование следующих инструментов или их разнообразных сочетаний: лимитирование отдельных видов операций банков (или их групп, например по регионам), установление размеров вознаграждения коммерческих банков при проведении различных финансово-кредитных операций, регламентация условий выдачи отдельных видов ссуд различным категориям заемщиков, установление кредитных потолков<sup>113</sup>.

Денежно-кредитная политика приводит к изменению значений основных макроэкономических параметров: ВВП, инфляции, уровня безработицы. Это происходит потому, что посредством монетарных методов можно изменить предложение денег в экономической системе.

Выбор форм государственного регулирования финансов особенно сложен в кыргызской экономике при проведении структурных преобразований. Отсутствие достаточных накоплений в частном секторе означает невозможность быстрой переориентации финансирования с государственных источников на собственные средства предприятий. Применение мирового опыта без учета конкретных особенностей и состояния экономики Кыргызской Республики может способствовать усугублению кризисных процессов.

В качестве проводника денежно-кредитной политики выступает Центральный эмиссионный банк государства. Согласно Закону Кыргызской Республики «О Национальном банке Кыргызской Республики» целью деятельности Национального банка является достижение и поддержание

---

<sup>113</sup> Кэмпбелл К., Кэмпбелл Р., Доллан Э. /Деньги банковское дело и денежно-кредитная политика. С.-Пб. : «Литера плюс», 1994г. с.179

стабильности цен посредством проведения соответствующей денежно-кредитной политики.

Основной целью денежно-кредитной политики Национального банка Кыргызской Республики (НБКР) в среднесрочном периоде является сдерживание темпов прироста общего уровня цен, снижение инфляции при предложении денег на уровне, способствующем устойчивости финансовой системы и экономическому росту.

Регулирующая деятельность НБКР основана на анализе динамики макроэкономических показателей, в том числе валового национального продукта и национального дохода, индекса цен, дефицита государственного бюджета и т.д. Она также направлена на осуществление контроля за состоянием совокупной денежной массы в стране и имеет своей целью эффективное управление совокупным денежным оборотом, включая наличный и безналичный компоненты, путем установления границ прироста денежной массы.

Основными инструментами денежно-кредитной политики являются:

- операции на открытом рынке;
- изменение обязательных резервных требований;
- изменение учетной ставки;

Одним из самых важных средств регулирования денежного обращения являются *операции на открытом рынке*, которые заключаются в продаже или покупке центральным банком у коммерческих банков государственных ценных бумаг, банковских акцептов и других кредитных обязательств по рыночному или заранее объявленному курсу, с целью увеличения или снижения предложения денег в экономике.

В настоящее время в мировой практике именно операции на открытом рынке являются основным средством регулирования денежного предложения. Это вызвано, прежде всего, необыкновенно высокой гибкостью данного инструмента, позволяющего влиять на денежную конъюнктуру на краткосрочных временных отрезках, сглаживать

нежелательные колебания денежной массы в экономике, а также обеспечения ликвидности коммерческих банков.

Вопросы определения операций на открытом рынке неоднократно обсуждались учеными экономистами, но, поскольку, эта экономическая сфера относится к разряду всегда актуальных, мы постарались уяснить ее сущность.

Изучение научной литературы по проблемам операций на открытом рынке позволило сделать вывод, что согласно наиболее часто употребляемому определению «операциями на открытом рынке является купля - продажа центральным банком ценных бумаг федерального правительства, опосредованная через дилерскую сеть и преследующая цели контроля и управления сложившейся экономической ситуацией»<sup>114</sup>.

Операции центрального банка на открытом рынке оказывают прямое влияние на объем свободных ресурсов, имеющих у коммерческих банков, что стимулирует либо сокращение, либо расширение объема кредитных вложений в экономику, одновременно влияя на ликвидность банков, соответственно уменьшая или увеличивая ее<sup>115</sup>.

Операции на открытом рынке ценных бумаг (open securities market operation) включают приобретение и продажу ценных бумаг с целью увеличения или сокращения объемов средств, находящихся в распоряжении финансовых институтов. В первую очередь, операции на открытом рынке влияют на банковские резервы, а также через эффект мультипликатора воздействуют на предложение кредита и экономическую деятельность в целом.<sup>116</sup>

Другое определение операций на открытом рынке было дано известными экономистами К. Макконнеллом и С. Брю. В своей работе

---

<sup>114</sup> Эдвин Дж. Долан. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Москва-Ленинград. 1991. С. 206

<sup>115</sup> Деньги. Кредит. Банки. Экспресс-курс / кол. авт.; под ред. д. э. н., проф. О.И.Лаврушина. – 3е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2009 стр.289-290

<sup>116</sup> Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика.- М.: Экономистъ, 2005 с.331

"Экономикс" они определили, что операции на открытом рынке - это наиболее важное средство контроля денежного предложения<sup>117</sup>.

Специалисты Международного валютного фонда (МВФ) считают, что операции на открытом рынке - это купля-продажа государственных и иных ценных бумаг в операциях с посредниками в целях регулирования условий на рынке<sup>118</sup>.

Общей чертой каждой трактовки выступает контроль денежного предложения, поэтому все вышеуказанные определения, данные различными специалистами в различное время, в целом не противоречат друг другу, а лишь рассматривают разную степень влияния операций на открытом рынке на финансовый рынок, стоимость денежных средств и экономическую ситуацию в общем.

Изучение научной литературы позволило нам сделать вывод о том, что операциями на открытом рынке является купля-продажа государственных и иных ценных бумаг, осуществляемая центральным банком в целях регулирования ликвидности банковской системы, которая непосредственным образом влияет на стоимость денег на финансовом рынке, что в конечном счете оказывает прямое воздействие на развитие экономики страны.

Центральный банк, осуществляя покупку либо продажу ценных бумаг на открытом рынке, увеличивает либо уменьшает количество денежных средств в банковской системе и, в конце концов, влияет на предложение денег в стране. Когда центральный банк продает ценные бумаги, он изымает деньги из обращения. И наоборот, когда он покупает, он увеличивает количество денежных средств в обращении. Этот способ проведения центральным банком торговых операций с ценными бумагами на рынке с целью осуществления контроля за предложением денежных средств называется операциями на открытом рынке.

---

<sup>117</sup> К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю. Экономикс. М. 1993. С. 300.

<sup>118</sup> МВФ. Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике. 1995. Глава 6. С. 95.

Операции на открытом рынке являются главным инструментом денежно-кредитной политики в развитых странах и в настоящее время становятся все более важными для развивающихся стран и переходных экономик.<sup>119</sup>

Операции на открытом рынке позволяет центральному банку по их собственной инициативе заключать сделки, т.е. быть более гибкими в выборе времени и объемов денежно-кредитных операций.

Операции на открытом рынке воздействуют на предложение денег и кредита через влияние на резервную базу банковской системы. В качестве тактики денежно-кредитной политики при управлении банковскими резервами операции на открытом рынке могут проводиться одним из двух способов<sup>120</sup>:

- *активный*: фиксация объемов резервов и свободное определение цены ресурсов, т.е. процентной ставки;
- *пассивный*: фиксация процентной ставки при варьировании объема резервов;

Страны с хорошо развитыми денежными рынками обычно используют пассивный подход, хотя существуют и исключения. Пассивный подход также используются и в новых рынках, которые достигли определенного уровня развития, хотя для развивающихся стран имеются основания для использования активного подхода.

На наш взгляд, в Кыргызстане в силу отсутствия эффективного вторичного рынка и межбанковского денежного рынка, предназначенных для трансмиссии эффектов денежно-кредитной политики, необходимо использовать активный подход, который способствует Национальному Банку определять свою политику в русле транспарентности и открытости.

Когда центральный банк покупает или продает ценные бумаги на открытом рынке, то он оказывает на экономику тройной эффект:

1. Изменяется ликвидность банковской системы.

---

<sup>119</sup> Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика.- М.: Экономистъ, 2005 с.332

<sup>120</sup> Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика.- М.: Экономистъ, 2005 с.331-332



2. Меняется цена (и, следовательно, доходность) ценных бумаг.

3. Меняются ожидания в экономике.

*Изменение ликвидности.* Если НБКР покупает у коммерческого банка на 1 млн. сом государственных ценных бумаг (например, ГКВ), то ему придется заплатить увеличением остатка денежных средств на корсчете. Это означает, что коммерческий банк меняет структуру своих активов. Теперь у него на 1 млн. сом меньше ГКВ и на 1 млн. сом больше денежных средств. У НБКР происходит прирост активов ГКВ и пассивов (обязательств по корсчету коммерческого банка) на 1 млн. сом.

Остатки денежных средств коммерческого банка также возрастут, если НБКР купит на эту сумму ГКВ у физического лица в связи с тем, что физическое лицо должно прежде открыть счет в банке для проведения операций с ГКВ. Таким образом, у кого бы Национальный банк ни купил ГКВ, остатки на корсчетах кредитных организаций увеличатся ровно на эту сумму. Такой прирост денежной массы может, в конце концов, привести к росту экономической активности.

Соответственно, продажа центральным банком ГКВ коммерческому банку или физическому лицу уменьшает суммарные остатки денежных средств на корсчетах кредитных организаций и ведет к сокращению денежной массы. Это сокращение денежной массы со временем может привести к спаду деловой активности.

*Изменение процентных ставок.* При изменении цен на ГКВ происходит прямо противоположное изменение доходности. Таким образом, покупка центральным банком ГКВ приведет к росту их цены, что приводит к снижению доходности, и, соответственно, наоборот.

Поскольку Центральный банк обычно является крупнейшим продавцом/покупателем государственных ценных бумаг, то он может непосредственным образом воздействовать на их цену. Следовательно, центральный банк может влиять на процентные ставки.

*Изменение ожиданий.* Эффект объявления существует для операций на открытом рынке так же, как и для других денежно - кредитных инструментов. Специалисты по фондовому рынку: аналитики финансовых компаний, руководство коммерческих банков, инвесторы, финансовые директора корпораций и множество других лиц, включая профессоров университетов, - отслеживают операции на открытом рынке и предсказывают будущее воздействие этих операций на такие рыночные переменные, как процентные ставки и уровень инфляции. До сих пор нет полного согласия среди экономистов по поводу того, как именно меняются ожидания при определенных изменениях в проведении операций на открытом рынке.

С одной стороны, увеличение покупки центральным банком ценных бумаг можно трактовать как экспансионистскую денежно - кредитную политику, в результате которой процентные ставки уменьшатся, возрастут объемы производства и инвестиций, повысятся потребительские расходы. С другой стороны, такая политика может стать причиной ожидания дальнейшего увеличения денежной массы и инфляции. Инфляционные ожидания побудят кредиторов повышать процентные ставки. Более того, они могут уменьшить инвестиции и потребительские расходы.

*Операции на открытом рынке* являются основным инструментом денежно - кредитной политики в промышленно развитых странах. Однако, в последнее время они стали приобретать существенную значимость и в развивающихся странах, а также в странах с переходной экономикой. Основными причинами увеличения внимания к операциям на открытом рынке являются технические возможности их проведения. В связи с тем, что во время проведения указанных операций Центральный банк проводит операции как правило, на наиболее эффективном и развитом рынке - рынке государственных ценных бумаг (либо рынке собственных ценных бумаг), выступая при этом в роли обыкновенного участника рынка, он получает возможность пользоваться всеми преимуществами данного рынка:

- гибкость во времени проведения операций;

- гибкость в объеме осуществляемых операций;
- обезличенность участников рынка;
- высокая ликвидность рынка.

Проанализировав взаимосвязь операций на открытом рынке с другими финансовыми инструментами, мы пришли к выводу, что операции на открытом рынке оказывают непосредственное влияние на количество денежных средств в обращении, а также на другие подобные макроэкономические показатели путем воздействия на резервную базу банковской системы.

Таким образом, операции на открытом рынке могут быть использованы в качестве тактического инструмента при проведении денежно - кредитной политики. При этом существует два пути их использования: активный, когда в качестве цели ставится определенное количество резервов и позволяется ценам этих резервов (т.е. процентным ставкам) свободно колебаться; пассивный, когда целью является заданный уровень процентных ставок, но количество резервов может свободно варьироваться.

Существует определенный риск в связи с непредсказуемостью результатов денежно-кредитной политики в связи с тем, что *открытый рынок – это прежде всего финансовый рынок.*

На практике рост продаж на данном рынке может привести к увеличению предложения финансовых активов, следовательно, к росту процентных ставок. В свою очередь *рост процентных ставок может отразиться на увеличении мультипликатора*, что отчасти погасит эффект снижения денежной базы. И наоборот, операции покупки на открытом рынке могут привести к увеличению спроса на финансовые активы, снижению процентных ставок и мультипликатора.

Основными инструментами денежно-кредитной политики НБКР с использованием государственных ценных бумаг на открытом рынке являются:

- Операции с нотами НБКР и учетная ставка;

- Операции РЕПО;
- Аукционы ГКВ;
- Операции «овернайт»;

*Ноты НБКР* – это государственные ценные бумаги со сроком обращения 7, 14, 28, 91 и 182 дня, которые Национальный банк размещает на аукционной и внеаукционной основе, с целью регулирования ликвидности в банковской системе и определения величины учетной ставки. Данный инструмент денежно-кредитного регулирования был введен НБКР в 2000 году, которое было утверждено Постановлением Правления НБКР №10/1 от 9 марта 2000г. Номинальная стоимость нот НБКР составляет 10000 сом.

НБКР использует ноты в качестве структурного инструмента изъятия избыточной ликвидности в банках. На базе доходности 28-дневных нот НБКР формируется учетная ставка, которая является инструментом денежно-кредитной политики и служит ориентиром стоимости краткосрочных денежных ресурсов. С помощью учетной ставки Национальный банк определяет ставки по другим инструментам денежно-кредитной политики. Кроме того, учетная ставка используется при расчете пени и штрафов за просрочку различных платежей.

Для анализа эмиссии и обращения нот НБКР рассмотрим объем заявок, продаж нот, а также средневзвешенную доходность за 2005-2009 гг.

**Таблица 14. Объем нот НБКР за 2005-2009 гг.<sup>121</sup>**

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>объем заявок (млн.сомов, за период)</b>	451,1	637,8	7 269,4	25 386,8	31 666,6
<b>объем продаж (млн.сомов, за период)</b>	146,5	172,0	4 229,2	19 124,7	20 671,7
<b>% удовлетворения заявок</b>					
<b>объем нот в обращении (млн.сомов, на конец периода)</b>	16,0	64,0	1 433,3	1 657,7	1 060,0
<b>средневзвешенная доходность нот (% за период)</b>	4,35	3,89	5,26	10,38	6,68

Национальный банк в течение 2009 года разместил нот на сумму 20,7 млрд. сомов, увеличение по сравнению с этим показателем в 2008 году

<sup>121</sup> Данные с Бюллетеня НБКР 2010

произошло на 8,2 процента. Средний уровень доходности по всем видам нот понизился на 3,7 процентных пункта и составил 6,7 процента.

Объем нот НБКР в обращении на конец 2009 года составил 1,0 млрд. сомов, сократившись на 36,0 процента по сравнению с его объемом в начале года. В структуре держателей нот доля коммерческих банков составила 94,1 процента, институциональных инвесторов – 5,9 процента. Ноты НБКР находились в портфеле 10 банков.

В июне 2008 года вступила в силу новая редакция положения «О выпуске, размещении, обращении и погашении нот НБКР», разработанная в целях совершенствования данного инструмента. В соответствии с новым положением НБКР может изменять объем эмиссии нот, как в сторону уменьшения, так и увеличения, исходя из целей денежно-кредитной политики и сложившейся рыночной конъюнктуры. Данная норма была внесена в положение для снижения риска влияния спекулятивных заявок на уровень процентных ставок, а также с целью удовлетворения повышенного спроса на ноты НБКР.

*Операции РЕПО* представляют собой сделки по покупке или продаже государственных ценных бумаг с обязательством их обратной продажи или выкупа в оговоренный срок. Национальный банк проводит данные операции с целью регулирования уровня ликвидности в банковской системе, исходя из целей денежно-кредитной политики и ситуации на рынке.

Целью проведения аукционов *прямых РЕПО* является временное предоставление банковской системе ликвидности в национальной валюте посредством покупки ГЦБ с обязательством их обратной продажи в определённую дату в будущем и по заранее оговоренной цене.

Целью проведения аукционов *обратных РЕПО* является временное изъятие из банковской системы ликвидности в национальной валюте посредством продажи ГЦБ с обязательством их обратной покупки в определённую дату в будущем и по заранее оговоренной цене.

Предметом купли-продажи на аукционе РЕПО могут быть только те ГЦБ, погашение которых наступает после завершения РЕПО-операции. Указанные в заявке банка на участие в аукционе прямых РЕПО, количество и номинальная стоимость ГЦБ не должны превышать количество и номинальную стоимость ГЦБ, находящихся на счете “депо” банка.

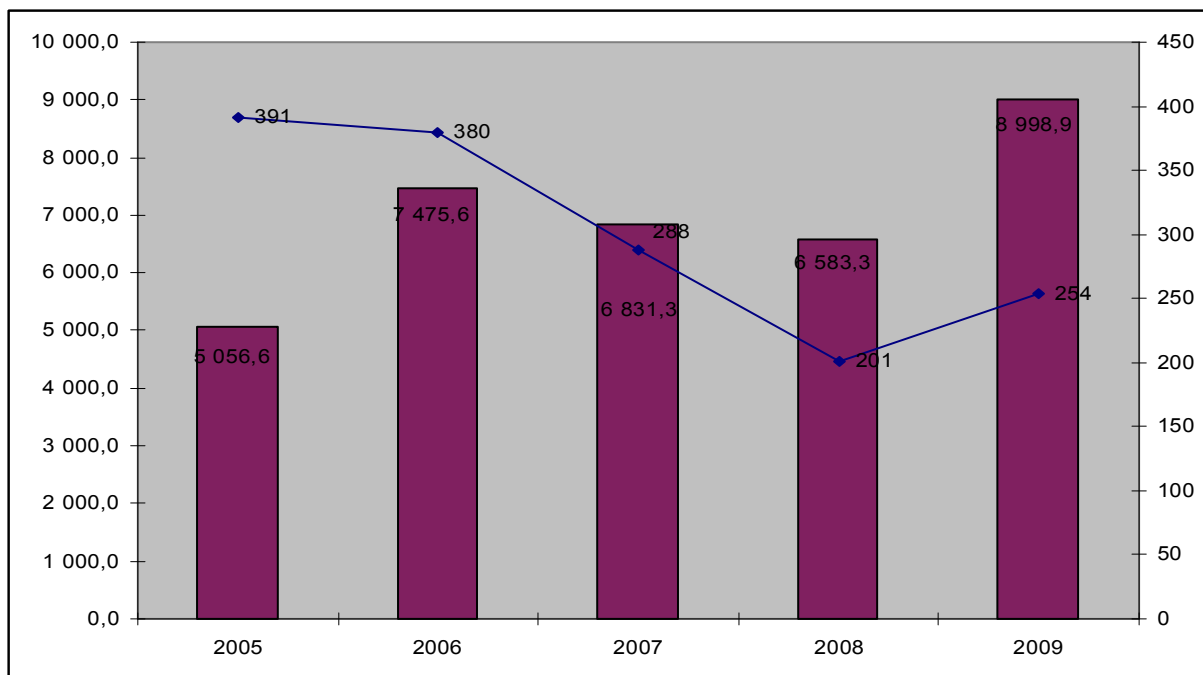
**Таблица 15. Операции РЕПО с ГКВ и нотами НБКР<sup>122</sup>**

<b>Операции репо</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Ноты НБКР</b>					
Объем (млн. сомов)	-	-	-	290,1	185,3
Количество сделок	-	-	-	14	5
Средневз.ставка (% за период)	-	-	-	8,28	8,00
Средневзвешенный срок (дней)	-	-	-	18	2
<b>ГКВ</b>					
Объем (млн. сомов)	5 056,6	7 475,6	6 831,3	6 583,3	8 998,9
Количество сделок	391	380	288	201	254
Средневз.ставка (% за период)	3,97	3,33	3,94	8,92	8,46
Средневзвешенный срок (дней)	8	5	7	13	10

На начальном этапе развития объем РЕПО операций был незначителен и составлял в 1998 году 636,1 млн. сом, а в 1999 году увеличился почти в 6 раз и составил 1229,2 млн. сом. При проведении РЕПО операций НБКР удалось в 1999 году значительно сгладить резкие колебания ликвидности банковской системы, а также снизить переток значительного объема свободных средств на валютный рынок.

В 2003 году НБКР использовал новый вид ценных бумаг – ГКВ(y), который стал привлекательным инструментом для коммерческих банков. Общий объем сделок РЕПО по продаже ценных бумаг в 2003 году по сравнению с 2002 годом возрос в 3,7 раз и составил 715,1 млн. сом.

<sup>122</sup> Данные с Бюллетеня НБКР 2010



**Рис. 12. Соотношение объема и количества сделок РЕПО с ГКВ<sup>123</sup>**

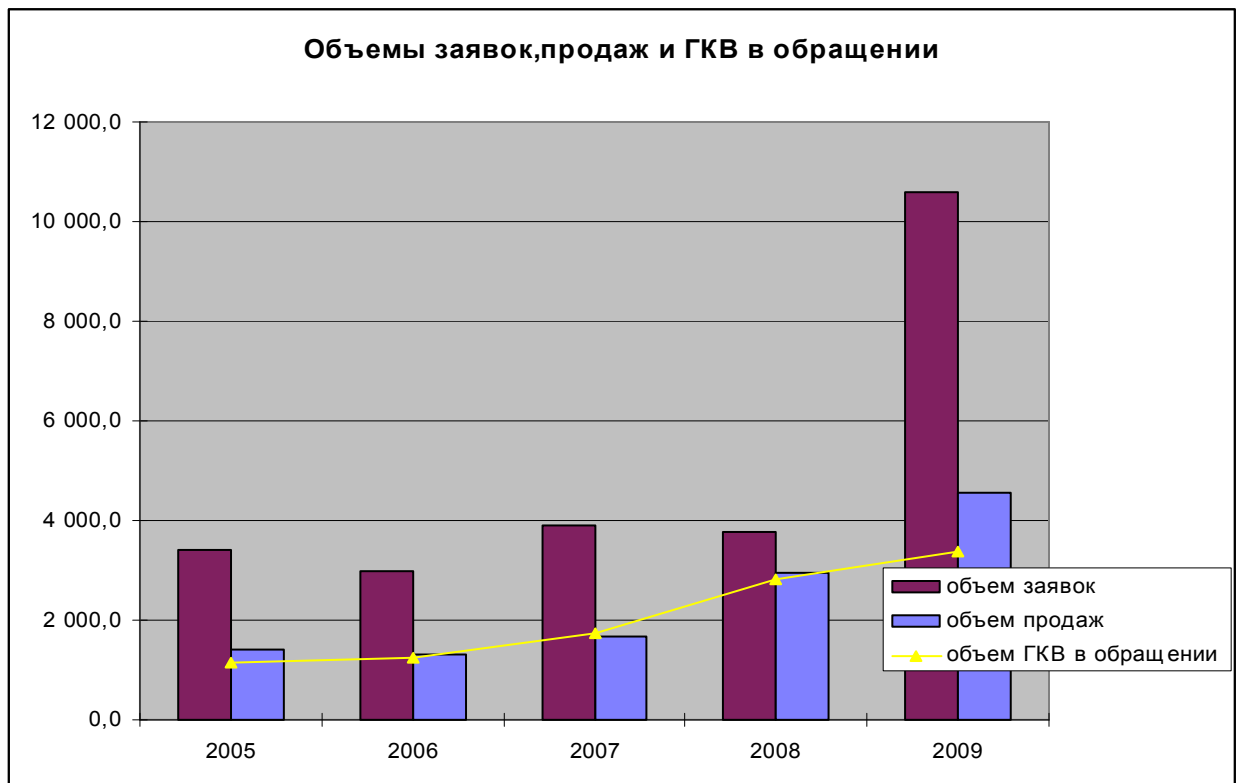
Общий объем сделок РЕПО в целом за 2008 год составил 1,8 млрд. сомов и по сравнению с предыдущим годом сократился в 2 раза. Средневзвешенный срок обратных операций РЕПО увеличился с 34 до 35 дней, а средняя доходность данных сделок возросла вдвое и составила 8,9 процента.

На фоне высокого уровня избыточных резервов в коммерческих банках операции Национального банка в 2008 году были направлены на изъятие кратко- и среднесрочной ликвидности, посредством продажи государственных ценных бумаг на условиях репо (обратные репо).

*Аукционы ГКВ.* На сегодняшний день владельцами ГКВ Кыргызской Республики могут быть как юридические, так и физические лица. Допуск иностранных инвесторов на рынок ГКВ не ограничен. Покупка ГКВ инвесторами осуществляется только через Первичных дилеров, на аукционе (при первичном их размещении), либо на вторичном рынке.

Анализируя объем заявок коммерческих банков по ГКВ и объем их реальных продаж, то можно сделать вывод, что на эти инструменты очень большой спрос (рис. 13).

<sup>123</sup> данные с сайта НБКР [www.nbkr.kg](http://www.nbkr.kg)



**Рис. 13. Соотношение объема заявок и объема продаж и ГКВ в обращении (млн. сом)<sup>124</sup>**

Государственные казначейские векселя 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.

Сделки на вторичном рынке ГКВ осуществляются через электронную торговую систему НБКР, которая позволяет Первичным дилерам и их клиентам проводить операции по покупке/продаже ГКВ со своих рабочих мест. Функции Центрального депозитария выполняет Национальный банк. Первичные дилеры выступают в роли субдепозитариев, выполняющих функции по хранению и учету прав собственности на ценные бумаги в разрезе инвесторов.

Несмотря на ряд позитивных изменений на рынке существует много проблем организационного и экономического характера.

<sup>124</sup> Данные с сайта НБКР [www.nbkr.kg](http://www.nbkr.kg)



Необходимость государственных заимствований влечет за собой повышение процентных ставок, что уменьшает возможности использования сбережений для текущих инвестиций, препятствуя оживлению в реальном секторе экономики за счет привлечения заемных средств.<sup>125</sup>

Вместо того, чтобы аккумулированные денежные средства, т.е. депозиты направлять на кредитование реального сектора экономики, коммерческие банки направляют их на покупку государственных ценных бумаг, поскольку они обеспечивают им стабильный доход и безрисковость вложений. Банки в качестве первичных дилеров и основных участников на открытом рынке играют главную роль и могут манипулировать доходностью ГКВ.

Поскольку на аукционах могут участвовать только первичные дилеры, создается ограниченный рынок и отсутствие возможности участия для других потенциальных участников- институциональных инвесторов. Из-за ограниченности покупателей на рынке создается такая ситуация, когда банки могут договориться между собой и искусственно повышать доходность ГКВ. А поскольку НБКР часто приходится размещать под любые условия, банки могут манипулировать стоимостью и соответственно доходностью ценных бумаг.

Отчасти такая ситуация сложилась по причине того, что на этом рынке не могут принимать участие другие институциональные инвесторы, такие как страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, инвестиционные компании, другие учреждения парабанковского сектора. Известный факт, что одной из причин неразвитости институциональных инвесторов в КР является отсутствие надежных и «длинных» финансовых инструментов на рынке. Элементарно эти потенциальные инвесторы не могут сформировать диверсифицированный портфель, по причине того, что нет достаточного предложения финансовых инструментов на рынке. Расширив круг покупателей ГКВ Правительство КР мог получить мультипликативный эффект по многим факторам.

---

<sup>125</sup> Макроэкономика./ под ред. Хубиева К.А. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЭИС, 2004 – с. 66

Надо отметить, что со стороны Министерства финансов предъявляются претензии к банкам - первичным дилерам. Сейчас существует 19 первичных дилеров на рынке государственных казначейских векселей, которые и являются ответственными за исполнение нормативных актов Национального банка при работе на вторичном рынке. Практически все коммерческие банки покупают ГКВ разной срочности и держат их до погашения. Такая позиция первичных дилеров в отсутствие интереса развивать вторичный рынок ГКВ понятна, доходность этих инструментов вполне удовлетворяет банки.

Несмотря на очень большой спрос на ГКВ, довольно часто возникает ситуация когда государственные казначейские векселя вовсе не удается реализовать и за половину накопленной стоимости, т.е. они просто являются неликвидными инструментами. Эти обстоятельства являются сильнейшим сдерживающим фактором для развития вторичного рынка государственных казначейских векселей.

Мировой опыт развитых стран показывает, что государство может получать на вторичном рынке государственных ценных бумаг доход, соизмеримый с эмиссионным доходом. Сдерживая, таким образом, развитие вторичного рынка государственных казначейских векселей, государство теряет значительные суммы, а участники рынка государственных казначейских векселей - свои доходы.

Этот факт и многие другие факторы тормозят развитие не только вторичного рынка государственных ценных бумаг, но и развитие рынка корпоративных ценных бумаг.

На сегодня рынок ГКВ является наиболее развитым среди остальных видов ценных бумаг, участвуя как при финансировании бюджетного дефицита, так и при регулировании банковской ликвидности. Задолженность по ранее выпущенным ГКВ покрывается за счет нового выпуска или за счет средств оплаты долга (СОД). До 2003 г. на долю ГКВ приходилась лишь небольшая часть внутреннего долга, но в 2003 году задолженность по ГКВ резко возросла и составила 41,44% от суммарной задолженности государства

по внутренним заимствованиям. На конец 2008 года задолженность по ГКВ составила 23,72% от совокупной внутренней государственного долга.

*Целью операций на открытом рынке, проводимых НБКР, является обеспечение финансовой стабильности и снижения уровня инфляции путем регулирования уровня ликвидности в системе коммерческих банков, путем купли – продажи инструментов государственного заимствования на первичном и вторичном рынках.*

Таким образом, роль государственных ценных бумаг, как инструмента денежно-кредитной политики НБКР сводится к следующим моментам:

использование в операциях на открытом рынке, для регулирования ликвидности в банковской системе;

использование ГКВ и нот НБКР в качестве залога, при сделках РЕПО операций и получении коммерческими банками при получении кредита «овернайт»;

использование доходности 28-дневных нот в качестве определения уровня учетной ставки, как инструмента денежно-кредитной политики НБКР

Несмотря на то, что операции на открытом рынке в КР находятся на начальном этапе развития, они имеют место быть и должны проводиться и совершенствоваться. Участие Национального Банка в становлении финансовой системы, с одной стороны, должно ускорять развитие рынка, с другой стороны, не должно подвергать рискам его баланс, что может уменьшить доверие к денежным властям. НБКР сможет добиться успеха в интервенциях, если рынки уверены в том, что его портфель активов высоко ликвиден и свободен от риска.

### **Глава 3. Проблемы и пути совершенствования развития рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике**

#### **3.1. Проблемы покрытия государственного внутреннего долга**

В ходе проводимого исследования по государственным ценным бумагам Кыргызской Республики можно утверждать, что существуют макроэкономические препятствия для успешного развития данного рынка.

Выше мы указывали, что в первые годы внедрения казначейских векселей был высокий уровень инфляции. Соответственно высокая доходность казначейских векселей предопределяет высокий уровень спроса и инфляции.

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

Рост тарифов естественных монополий на газ, электричество и коммунальные услуги осуществляется в рамках среднесрочной тарифной политики, принятой Правительством Кыргызской Республики до 2012 года. Очевидно, что рост тарифов для населения по этим группам товаров и услуг будет оказывать давление на рост общего уровня цен. Удельный вес всей группы «Жилищные услуги, вода, электроэнергия, газ и другие виды топлива» в расходах среднестатистического гражданина составляет около

8,3%. Соответствующее удорожание по данным товарам и услугам учитывается при прогнозировании инфляции на предстоящий год.

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).

НБКР необходимо и дальше продолжать свою политику, направленную на снижение инфляции в республике, но к сожалению центральный банк имеет мало рычагов воздействия на снижение немонетарных факторов инфляции, и необходимо применять метод таргетирования и вести эффективную денежно-кредитную политику, чтобы снижать хотя бы монетарные факторы. Управлять инфляционными процессами в переходной экономике чрезвычайно трудно, и поэтому, скорее нужно научиться жить в «режиме инфляции» с проверенными методами.

Препятствием для развития рынка казначейских векселей может и высокий уровень бюджетного дефицита. К сожалению, большая часть бюджетных расходов продолжает направляться на потребление и покрытие текущих расходов, которые не сокращаются ввиду наличия структурных проблем в экономике.

В связи с известными апрельскими и июньскими событиями 2010 года, которые повлекли за собой огромные незапланированные расходы по выплатам пострадавшим в апрельских событиях, а также ведению спецопераций и восстановлению городов Ош и Джалал-Абад дефицитный

бюджет возрос в десятки раз, и по прогнозам Минфина составит около 4% к ВВП.

Множество социальных проблем, которые копились в стране годами, вылились снежным комом временному и новому правительству и грозит очередным витком увеличения незапланированных расходов бюджета в 2011 году. Нарастающая социальная напряженность в регионах в виде ультимативных требований повышения заработной платы социальным работникам, может повлечь за собой огромный дефицит бюджета, которые надо будет решать в экстремально короткие сроки, с учетом уменьшения налоговых сборов за счет освобождения предпринимателей южных регионов, практически от всех налогов, а также ухода бизнеса еще больше в тень.

В идеале сокращение дефицита бюджета позволило бы снизить финансирование дефицита за счет внутреннего заимствования и впоследствии привело бы к снижению инфляции. Одновременно стало бы возможно финансировать большую часть дефицита неинфляционными способами, в частности покрывать за счет запланированных эмиссий ГКВ на более длительные сроки с разумной доходностью.

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 текущего потребления, расходов на продовольствие и услуги в общем объеме расходов. Кроме того, трудно ожидать роста сбережений в условиях падения реальных доходов. И как вследствие этого - низкая доля участия физических лиц в покупке государственных казначейских векселей.

Еще одно препятствие: кризис банковского сектора, который актуализирован на фоне мирового финансового кризиса и утерей дееспособности «системообразующего» «АзияУниверсалБанка», несомненно, проявляется в подрыве доверия к институтам финансового сектора.

Вследствие апрельских событий 2010 года, из коммерческих банков стали панически изыматься депозиты не только физических лиц, но и с расчетных счетов банков, что привело к значительному снижению ликвидности банковской системы КР. В апреле 2010 года НБКР не удалось на открытом рынке разместить три лота ГКВ, из-за отсутствия заявок со стороны первичных дилеров, которые были признаны несостоявшимися.

Это сильно снижает конкуренцию, а также создает для существующих дилеров условия для оказания сильного воздействия на доходность инвестиций в казначейские ценные бумаги. С другой стороны, слабые банки не могут принимать активное участие в функционировании вексельного рынка в качестве дилеров первичного рынка. Как мы уже упоминали выше, необходимо расширить круг первичных дилеров и допустить к торгам институциональных инвесторов. Поскольку монополизация данного рынка банками ведет к повышению дисконтной доходности ГКВ.

Также немаловажным фактором является 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.

В ходе исследования кроме макроэкономических препятствий выявлены и организационные. Попытаемся раскрыть их.

На рынке государственных ценных бумаг Кыргызстана имеет место низкая конкуренция. Если исходить из того, что достигнутые за последние годы темпы роста ВВП сохранятся и в будущем (по прогнозам в 2010 году ожидается спад), 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.

Для широкого круга потенциальных институциональных и частных инвесторов отсутствует информация размещения средств в казначейские ценные бумаги, также является одним из главных организационных препятствий. Недооценка маркетинга казначейских ценных бумаг может быть важной причиной низкого участия физических лиц и причиной низкой ликвидности векселей для самого государства-эмитента. Так как, в ликвидности любых ценных бумаг заинтересован не только инвестор, но и эмитент.

На рынке отсутствует достаточно разнообразное предложение государственных процентных ценных бумаг. В настоящее время на рынке казначейских ценных бумаг обращаются только дисконтные бумаги. Это оказывает воздействие на формирование средневзвешенного дохода ГКВ, а, следовательно, и обслуживания долга. Путем решения проблемы мог бы стать выпуск ценных бумаг, которые бы индексировались в соответствии с фактическим уровнем инфляции

Ликвидировать препятствия организационного характера вполне реально, при соответствующей политике Минфина и НБКР, но все же главным и мощным стимулом для развития рынка казначейских векселей может стать только макроэкономическая стабилизация. Отказ от проведения бюджетной реформы, от снижения уровня инфляции и бюджетного дефицита может очень быстро создать реальную угрозу для все еще чрезвычайно непрочной стабилизации экономики.

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.

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 повышения 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 особенности пенсионным фондам, что вызвано реформированием системы пенсионного обеспечения).

Однако в настоящее время ликвидность рынка государственных ценных бумаг Кыргызстана достаточно низка, что не позволяет реализовать его

потенциал. Размещение коммерческими банками свободных средств в форме инструментов государственных заимствований представляет собой инвестицию с нулевым риском. Кроме того, наличие государственных ценных бумаг в банковских активах повышает ликвидность баланса.

В соответствии с принципом оптимального портфеля спрос на государственные ценные бумаги возрастает по мере роста их доходности, и снижается с ростом доходности других видов размещения финансовых средств, и связанных с ними рисков.

ГКВ заняли твердую лидирующую позицию на финансовом рынке Кыргызской Республики. В настоящее время ГКВ и частично казначейские обязательства поглощают практически все, в частности, временно свободные безналичные денежные средства коммерческих банков, решая задачу по финансированию бюджетного дефицита.

Фискальная и монетарная политика Минфина и НБКР, проводимая в настоящий момент, свидетельствует о том, что инвестиции в реальный сектор могут затянуться. Причина этому, в частности, - очень высокая доходность ГКВ, которая продиктована практически отсутствием конкуренции на рынке.

Агенты, имеющие статус институционального инвестора на рынке, не могут реализовывать свои государственные казначейские векселя до момента их погашения. Приобретая же государственные казначейские векселя через банки-дилеры и имея такую возможность теоретически, на практике невозможно гарантировано получить (при реализации государственных казначейских векселей в необходимое для инвестора время) усредненную более высокую доходность по государственным казначейским векселям, чем по банковским депозитам.

На рынке часто возникает ситуация, когда ГКВ вовсе не удается реализовать и за половину накопленной стоимости, до момента погашения, т.е. они просто являются неликвидными, а банки их покупают и держат их до погашения. Эти обстоятельства являются сильнейшим сдерживающим

фактором для развития вторичного рынка государственных казначейских векселей.

С января по май 2008 года Министерство финансов проводило аукционы по размещению 9-месячных ГКВ на торговой площадке ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» в рамках пилотного проекта по торговле ГКВ на фондовом рынке. По итогам состоявшихся торгов общий объем продаж этих ГКВ составил 43,2 млн. сомов, а средневзвешенная доходность на последнем состоявшемся аукционе составила 13,9 процента.

По идее после успешной реализации данного проекта Минфин должен был объявить тендер среди биржевых площадок Кыргызстана и перевести торговлю государственными ценными бумагами на фондовую биржу, тем самым способствуя развитию и росту вторичного рынка.

Тендер действительно провели в 2009 году, но по неизвестным причинам перевоз государственных ценных бумаг на биржу был отложен.

Международный опыт показывает, что государство должно получать на вторичном рынке 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.

Сейчас существует 19 первичных дилеров на рынке государственных казначейских векселей, которые и являются ответственными за исполнение нормативных актов Национального банка при работе на вторичном рынке. Минфин в целях развития «вторичного рынка» пытаются навязать коммерческим банкам продавать ГКВ всем желающим на вторичном рынке, но поскольку банки не зависят от НБКР, они игнорируют эти предписания. Поэтому часто возникает ситуация, когда банки не владеют оперативной агрегированной информацией о предложениях на покупку/продажу государственных казначейских векселей, которую могут поставлять им участники рынка государственных казначейских векселей.

Речь о развитии вторичного рынка государственных казначейских векселей и об объединении торговли акциями и продаже казначейских векселей идет давно. Но специалисты Национального банка и Госфиннадзора КР планируют внедрить следующую конструкцию рынка ценных бумаг: Национальный банк меняет собственные нормативные акты и в число первичных дилеров по размещению государственных казначейских векселей входит Центральный депозитарий.

Центральный депозитарий должен был иметь как собственный (инвестиционный) счет, так и общий, через который все профессиональные участники рынка ценных бумаг смогли бы приобретать государственные ценные бумаги, как при первичном размещении, так и на вторичном рынке. При этом Национальный банк КР взаимодействует только с Центральным депозитарием, выступающим в качестве номинального держателя государственных ценных бумаг. Счета профессиональных участников и клиринг при операциях с государственными ценными бумагами ведет Центральный депозитарий, а Национальный банк КР избегает дополнительной нагрузки, получая лишь одного нового клиента.

Таким образом, государственные ценные бумаги «плавно» перетекли бы на Кыргызскую фондовую биржу, а НБКР мог бы иметь своего специального представителя на бирже, контролирующего процесс размещения и обращения государственных ценных бумаг, тем самым развивая вторичный рынок и способствуя сглаживанию среднезвешенной доходности государственных ценных бумаг.

Таким образом, на рынке государственных ценных бумаг существует ряд негативных факторов, которые обуславливают низкую эффективность данного рынка:

- высокий уровень бюджетного дефицита, львиная доля которого покрывается за счет внешних источников;

- неразвитость вторичного рынка или практически его отсутствие и как следствие ограниченная ликвидность обращающихся государственных ценных бумаг;

- высокая доходность казначейских векселей, предопределяющая высокий уровень спроса и инфляции, которая ведет к росту процентных ставок на рынке;

- очень низкий уровень информированности и сбережений физических лиц, который является следствием низкого уровня доходов и высокой доли текущего потребления, и как вследствие этого - низкая доля участия физических лиц в покупке векселей.

- кризис банковского сектора, который актуализирован на фоне мирового финансового кризиса и потерей дееспособности «системообразующего» «АзияУниверсалБанка», вследствие апрельских событий 2010 года которая, несомненно, проявляется в подрыве доверия к институтам финансового сектора.

- нестабильность валютного курса;

-низкая конкуренция на рынке государственных ценных бумаг;

На данный момент крайне необходимо проведение целенаправленной политики и осуществления конкретных мероприятий для обеспечения стабильного функционирования и дальнейшего развития рынка государственных ценных бумаг, которая будет рассмотрена в следующем параграфе.

### **3.2. Перспективы и стратегия развития рынка государственных ценных бумаг Кыргызской Республике.**

Реальный механизм финансового воздействия на экономику проявляется не как единая, строго заданная система рычагов, а как динамичная, постоянно развивающаяся их совокупность, складывающаяся из отдельных компонентов, имеющих специфический характер влияния на экономику.

Экономическая система может считаться эффективной в той мере, в какой она способна обеспечить достижение базовых целей общества: устойчивой динамики развития, высокого уровня жизни, гармоничных социальных отношений.

Из проведенного исследования, мы можем видеть картину, что в КР государственные ценные бумаги, на практике выпускаются в соответствии с уровнем бюджетного дефицита, и в случае профицита их эмиссия становится нецелесообразной.

Такая ситуация приемлема в странах с устоявшейся экономической историей и развитым фондовым рынком. В странах с переходной экономикой, эмитентам необходим эталон (бенчмарк), на который они будут ориентироваться при выпуске ценных бумаг. Роль бенчмарка будут выполнять краткосрочные государственные ценные бумаги, на которые ориентируются корпоративные эмитенты при выпуске долговых ценных бумаг.

«Длинные» государственные финансовые инструменты необходимы для реализации институциональными инвесторами стратегических планов по инвестированию.

В целях решения данных проблем необходимо принятие следующих мер:

- следует выпускать государственные ценные бумаги независимо от уровня бюджетного дефицита, индексируя их по уровню инфляции;

- выработать долгосрочную политику государственных заимствований посредством размещения государственных ценных бумаг с различными сроками погашения и доходностью не ниже прогнозируемого уровня инфляции, что позволит первичным дилерам и институциональным инвесторам рассчитывать на возможные инвестиции и строить портфель исходя из актуарных расчётов своих выплат;

- необходимо переводить размещение государственных ценных бумаг через биржевые площадки, это заметно оживит вторичный рынок, а также возрастет потенциал в целом фондового рынка страны.

Это необходимо сделать, главным образом, для того чтобы обеспечить доступ всех потенциальных покупателей к информации о ценах;

- увеличить спектр долговых обязательств государства, в том числе муниципальных ценных бумаг. Наибольший интерес могут представлять ценные бумаги, обеспечивающие участие институциональных инвесторов в крупных проектах, со сроками окупаемости свыше 3 лет.

- разработать Государственную программу по активизации представителей среднего класса как участников фондовых процессов, активнее использовать потенциал сбережений населения для инвестирования.

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;

Для достижения указанной цели и решения этих задач требуется целый ряд мер по совершенствованию рынка государственных ценных бумаг. При этом необходимо следовать трем основным принципам - ***простота, прозрачность и ликвидность.***

Учитывая степень развитости рынка государственных ценных бумаг в Кыргызстане, характеризующегося большим количеством мелких, почти неликвидных выпусков ГКВ, наличием неразвитого вторичного рынка, а также ростом кривой доходности, несмотря на то, что доходность по всем срокам ниже уровня инфляции, необходимо применение следующих мер и принципов.

*Принцип прозрачности* может быть обеспечен благодаря объявлению ежегодных целей финансирования, публикации календаря эмиссий, внедрению практики регулярных встреч эмитента с участниками рынка. Первичные размещения можно было бы осуществлять, как на аукционах НБКР, так и на фондовой бирже.

Эмитент и первичные дилеры должны регулярно публиковать информацию о рынке и информировать о цене покупки и продажи.

Операции на вторичном рынке должны проходить на фондовой бирже, как и расчеты по ним, для того чтобы обеспечить доступ к информации всех участников.

*Принцип простоты*, может быть, достигнут за счет сокращения количества различных видов и серий эмитируемых государственных ценных бумаг и за счет значительного увеличения объема отдельных серий. Касательно ГКВ, на наш взгляд, следовало бы оставить лишь три срока обращения (3,12,24 месяца), вместо 6 сроков, которые еженедельно выпускаются в настоящее время.

Дальнейшее снижение значительного объема различных серий, находящихся в обращении, можно обеспечить за счет внедрения практики повторного предложения и практики обратного выкупа выпущенных серий. В целом, количество различных серий, находящихся в обращении в настоящее время, следует сократить в десять раз.

*Ликвидность* является наиболее важной характеристикой качества любой ценной бумаги. Высокая ликвидность государственных ценных бумаг означает, что инвесторы могут купить или продать ГКВ в любой момент и эффективно управлять собственным портфелем. Отсутствие ликвидности является, очевидно, основной причиной наблюдаемого роста кривой доходности

Для того, чтобы *принцип ликвидности* был обеспечен рынку, необходимо активно содействовать развитию вторичного рынка и увеличивать срочность выпускаемых инструментов.



*Альтернативой государственным ценным бумагам могут стать **инфраструктурные облигации**, предназначенные для привлечения средств частного капитала для реализации крупных инфраструктурных проектов государственного значения.* Такой инструмент используется успешно во многих странах, особенно в периоды трансформации экономики.

Этот вид ценных бумаг выпускается на основе концессионного соглашения между государством и компанией-концессионером, в котором заложены базовые принципы экономической модели их взаимоотношений. Концессионер берёт на себя обязательства строительства объекта на определённых условиях (срок, стоимость, прогнозируемая доходность).

В течение периода реализации проекта предусмотрено взимание платы за пользование объектом для обеспечения возврата концессионеру вложенных средств. По истечении оговорённого срока объект передаётся в собственность государства, которое устанавливает условия пользования этим объектом либо на коммерческих началах, либо бесплатно.

В рамках соглашения государство берёт на себя обязательства обеспечить все необходимые условия реализации проекта (законодательная база, налогообложение, тарифная политика) и несёт субсидиарную ответственность с концессионером перед инвесторами. При этом, инфраструктурным облигациям не нужно будет получать рейтинги международных агентств.

Данные *инфраструктурные облигации* могут быть включены в перечень ценных бумаг, разрешённых к приобретению первичными дилерами и институциональными инвесторами, поскольку они отличаются высокой степенью надёжности, связанной с субсидиарной ответственностью государства по обязательствам их эмитента. Они также должны быть допущены к обращению на фондовом рынке по наивысшей категории листинга биржевых площадок Кыргызстана.

Предлагаемая схема внедрения *инфраструктурных облигаций*, её правовая разработанность и соответствующая надёжность делает данный

инструмент наиболее привлекательным для потенциальных инвесторов и позволяет решить задачи модернизации объектов инфраструктуры.

Пилотными проектами в данном направлении могли бы быть строительство магистральных дорог внутри республики, строительство дорог в г. Бишкек, строительство Камбаратинской ГЭС и других стратегических объектов страны.

Проект необходимо оценивать по уровню влияния отрасли на экономику страны, размеру вклада производимой продукции в цепочку добавленных стоимостей, анализу конкурентных преимуществ отрасли, ёмкости внутреннего и внешнего рынка с учётом перспектив выхода продукции предприятий на мировые рынки. При этом учитываются задачи стимулирования притока частных инвестиций от институциональных инвесторов в крупномасштабные и перспективные проекты, создающие мультипликативный эффект на экономику в целом .

Взаимодействие финансового и реального секторов экономики предполагает необходимость изменения форм и методов в соответствии с реалиями сегодняшнего дня.

Преимущества данной схемы для республики в целом, помимо привлечения инвестиций, заключается в социальной направленности проектов: происходит увеличение занятости и функционирование объекта становится экономически целесообразным.

Использование инструментов облигационного заимствования для финансирования государственных расходов требует тщательной проработки различных факторов, правильной оценки экономической ситуации и высокого профессионализма, что выражается в необходимости создания комплексной системы управления заимствованиями и долгом.

Кроме того, возможны другие варианты участия финансового рынка в реальном секторе экономики, в частности, в реализации жилищной строительной программы. Финансовое обеспечение осуществляется либо

через государственные институты либо напрямую через механизм софинансирования с коммерческими банками.

Как нами было отмечено выше, в настоящее время ситуация с привлечением инвестиций с внутреннего рынка характеризуется ограниченными возможностями коммерческих банков в предоставлении долгосрочных кредитов на крупные суммы; отсутствием притока долгосрочных финансовых ресурсов от институциональных инвесторов; неразвитым фондовым рынком; то есть наблюдается отсутствие долгосрочных внутренних финансовых ресурсов для инвестиционных проектов, требующих крупных инвестиций на длительный срок.

Помимо предложенных выше схемы возможны другие варианты:

- привлекаемые средства направляются напрямую в качестве инвестиций в национальную компанию;
- выпуск государственных ценных бумаг осуществляется для финансирования высокоэффективных инвестиционных проектов, где в качестве обеспечения выступают доходы от реализации (или эксплуатации) финансируемых проектов.

В первом случае, на наш взгляд, именно прямое участие государства в капитале промышленных компаний может сыграть решающую роль в наращивании их потенциала, что объясняется действием эффекта мультипликатора от использования в инвестиционном обороте государственных ценных бумаг. Кроме того, участие государства в финансировании корпораций будет иметь и другие положительные последствия – усиление интеграции финансового и промышленного секторов экономики, повышение масштабов производственных компаний, активизация инвестиционных процессов, развитие финансового рынка.

При реализации второй схемы инвестиции могут быть высокоэффективными с точки зрения общественной значимости и экономической отдачи. В качестве объектов инвестиций могут выступать проекты республиканского значения в таких отраслях, как промышленность

и сельское хозяйство: строительство или реконструкция платных автодорог, аэропортов, железнодорожных веток. То есть в качестве источников погашения задолженности могут служить:

- средства от доходов, полученных в качестве платы за пользование данным объектом;
- выручка от реализации данного объекта частному сектору;
- плата за аренду сдаваемого объекта.

Реализация данных схем возможна лишь в рамках согласованной государственной инвестиционной политики, а также политики в области государственных заимствований на внутреннем рынке страны. Кроме того, успех практической реализации во многом определяется выработкой соответствующих механизмов, включающих определение приоритетных проектов, государственные гарантии всем участникам рынка, а также процедуру выпуска и погашения государственных ценных бумаг нового типа. При этом предполагается выпуск государственных ценных бумаг с длительными сроками, равными сроку реализации и получения доходов от данных инвестируемых проектов. Доходность должна быть привязана к уровню инфляции.

Введение подобных инструментов обеспечило бы:

- инвесторов новым безрисковым и высокодоходным объектом вложения средств;
- конкретный проект реального сектора экономики дешёвыми ресурсами;
- целевое использование заёмных средств;
- прямую зависимость объёмов и графика погашения задолженности со сроками реализации инвестиционного проекта;
- диверсификацию видов государственных ценных бумаг, возможность выбора при формировании портфелей инвесторов как по срокам, так и по доходности.

Предложенные схемы могут рассматриваться как составная часть механизма общей концепции устойчивого развития КР, так как будут способствовать:

- экономическому росту за счёт модернизации технической базы промышленности и её инфраструктуры;

- решению социальных проблем, поскольку способствуют созданию новых рабочих мест, расширению налоговой базы и тем самым росту налоговых поступлений в бюджет;

- экологической безопасности, поскольку современные технологии направлены на обеспечение экологической чистоты регионов.

По мнению большинства учёных, основной целью управления государственным долгом является минимизация стоимости его обслуживания. При внедрении вышеописанных схем данный аспект перестаёт быть проблемой, поскольку бремя обслуживания государственного долга ложится не на налогоплательщиков будущих поколений, а напрямую увязано с доходами от реализации инвестиционных проектов, финансируемых с помощью государственных ценных бумаг.

Первым шагом на пути внедрения структурных реформ должно стать принятие Закона КР «О секьюритизации» как платформы для реализации программ финансирования. Успешный опыт создания основ секьюритизации в национальных законодательствах европейских стран гражданского права, прежде всего Италии, укрепляет уверенность в реализации данной формы финансирования. По оценкам специалистов «пересмотр законодательных основ и практики структурной формы финансирования не требует больших затрат, но способен обеспечить технологический прорыв, сопоставимый по эффективности для финансового сектора с заменой продавца на самообслуживание в розничной торговле.

Устойчивое экономическое развитие страны предполагает три взаимосвязанные составляющие: положительную динамику экономического роста, решение социальных проблем и обеспечение экологической чистоты.

Декларация данного триединого подхода требует последовательной реализации поставленных задач.

Практика осуществления *муниципальных займов* в Кыргызстане характеризуется недостаточностью опыта, и отсутствием потенциальных покупателей данных инструментов на рынке.

Тем не менее, ряд специалистов видят в муниципальных облигациях «фактор экономического развития регионов Кыргызстана». На наш взгляд, в республике имеются предпосылки для осуществления практики муниципального заимствования с учётом всех особенностей его функционирования. В основу заёмной политики должна быть положена научно обоснованная модель, предполагающая сочетание направление и характера муниципальных займов с источниками их погашения, с активной ролью государства. Однако формы и методы государственного регулирования и контроля должны включать преимущественно косвенные, экономические рычаги.

Заимствования местными органами власти должны осуществляться преимущественно для финансирования инвестиционных программ, проектов и конкретных объектов, а не быть бюджетозамещающими или связанными с кассовыми разрывами при исполнении бюджета. Это находится в некотором противоречии с бюджетным законодательством, провозгласившим возможность заимствования только на покрытие бюджетного дефицита.

При этом оптимальная политика заимствований местных органов власти должна разрабатываться с учётом следующих рекомендаций:

- местные исполнительные органы должны иметь стратегию социально-экономического развития регионов на среднесрочный (3-5 лет) и долгосрочный период (5-10 лет). При этом она должна быть основана на анализе макроэкономической ситуации, прогнозов социально-экономического развития КР;

- займы должны представлять целостное звено местных финансов. При этом предпочтение следует отдавать не прямому заимствованию, а созданию

условий, способствующих повышению инвестиционной привлекательности города (региона) и стимулирующих привлечение частного капитала в инфраструктурные проекты, что является одним из путей высвобождения бюджетных средств;

- эмиссии ценных бумаг местных исполнительных органов должны быть адресными, то есть они должны быть ориентированы на определённый круг инвесторов;

- необходима тщательная проработка определения времени выпуска муниципальных ценных бумаг на основе оценки финансовой ситуации в стране и данном регионе;

- условиях предстоящего выпуска ценных бумаг следует отразить те преимущества, которые имеют эмитент и его инвестиционная программа.

Анализ опыта некоторых стран в области контроля за муниципальными заимствованиями позволяет сделать вывод, что природа и предмет контроля в значительной мере различаются, отражая, в частности, историю страны, баланс сил между различными уровнями власти, макроэкономические и фискальные условия, а также уровень развития финансовых рынков.

Каждая из моделей контроля имеет свои достоинства и недостатки, совмещение которых делает их применимыми в условиях конкретного государства. При этом изменение внешних условий непременно отражается на характере контроля и приводит к пересмотру модели его применения.

В Кыргызстане, согласно законодательству, Правительство не отвечает по обязательствам местных органов. При этом преобладает предварительная форма контроля со стороны центральных органов, когда обоснование необходимости эмиссии муниципальных облигаций проходит сложную процедуру в соответствующих органах.

На наш взгляд, система мониторинга и контроля за муниципальными заимствованиями должна включать формы контроля на всех стадиях: от прохождения экспертизы инвестиционных проектов, включая весь процесс инвестирования, до получения доходов от реализации инвестиционных

проектов и погашения обязательств. При этом контроль должен осуществляться как государственными, так и неправительственными органами. Так, к подобным органам можно отнести саморегулируемую организацию профессиональных участников, целью деятельности которой является защита интересов инвесторов.

Противниками муниципальных займов выдвигается ряд аргументов, которые также нельзя оставить без внимания:

- проектам, реализуемым с участием государства, в том числе местных исполнительных органов, могут быть искусственно созданы преимущества по отношению к аналогичным, создаваемым частным сектором (льготное налогообложение, благоприятный режим). Это приводит к снижению конкуренции.

- учитывая непрозрачность информации, создание системы вознаграждения чиновников, принимающих инвестиционные решения, может привести к увеличению сроков окупаемости проектов.

- формальный подход к организации тендеров создаёт благоприятные условия для развития коррупции, свойственной любым крупным государственным расходам.

- отсутствие достаточных стимулов для менеджмента, так как непрофессиональный подход чиновников может привести к недооценке рисков.

Выходом из данного блока проблем, на наш взгляд, является создание профессиональной команды высокооплачиваемых менеджеров (не из числа представителей государственных органов), заинтересованных в конечном результате.

При этом все проекты должны проходить независимую оценку и комплексный аудит. Решение о начале реализации инвестиционного проекта должен принимать Координационный совет, состоящий из независимых экспертов в разных областях науки и практики. Он же осуществляет контроль за всеми стадиями реализации инвестиционного проекта.



**Таблица 16. Предложения по совершенствованию механизма государственного внутреннего заимствования в КР**

Действующее положение	Вносимые предложения	Аргументация
1	2	3
<b>Законодательное регулирование государственной политики заимствований</b>		
1. Выпуск государственных ценных бумаг осуществляется в целях финансирования дефицита бюджета.	1. Внести коррективы в бюджетное законодательство КР о возможности выпуска займов вне зависимости от уровня дефицита бюджета.	необходимость удовлетворения потребностей институциональных инвесторов и первичных дилеров; эмитентам необходим эталон, на который они будут опираться при выпуске ценных бумаг.
2. Составление на среднесрочный период примерной схемы эмиссии государственных ценных бумаг в разбивке по годам и видам бумаг	2. Необходимость разработки Министерством финансов долгосрочной Программы государственных заимствований.	основа для заёмно-инвестиционной политики институциональных инвесторов
3. не предусмотрено	3. Повысить ответственность эмитентов в случае неисполнения обязательств (отмена аукционов, досрочное погашение)	средство защиты интересов инвесторов
4. не предусмотрено	4. Разработка Государственной программы по активизации населения и потенциальных частных инвесторов, как участников фондовых процессов.	возможность использовать средства частных инвесторов; источник дополнительного дохода населения.
<b>Совершенствование методов внутреннего заимствования</b>		
5. предполагается, но не реализовано	5. изменение способов размещения (увеличение объёмов единовременного заимствования)	эффективное формирование рыночной доходности
6. предполагается, но не реализовано	6. удлинение сроков заимствования	удешевление стоимости обслуживания долга; диверсификация портфелей инвесторов по срокам.
7. не предусмотрено	7. разработка методов размещения ГЦБ для целевых групп частных инвесторов, прежде всего населения.	источник дополнительных доходов домохозяйств; трансформация сбережений населения в инвестиции для реального сектора экономики

<b>Создание механизмов защиты инвесторов</b>		
8. не предусмотрено	8. при формировании рыночной доходности учитывать спрэд, определяемый уровнем рисков.	хеджирование ценовых и валютных рисков на внутреннем рынке; повышение доли участия ресурсов в реальной экономике
9. не предусмотрено	9. создание негосударственного агентства по мониторингу проектов	повышение качества оценки проектов; ликвидация формального подхода к организации тендеров.
Примечание – Разработано автором		

Исходя из вышеизложенного, считаем, что в Кыргызской Республике назрела необходимость совершенствования механизма внутреннего заимствования. Комплексное решение данной задачи должно осуществляться в соответствии с общей целевой установкой Правительства КР и быть составной частью системы экономических мер индустриального развития Кыргызстана. Развитие форм и методов государственного внутреннего заимствования мы связываем с усилением взаимодействия финансового и реального секторов экономики.

Таким образом, механизм заимствования должен стать рычагом, способствующим переливу финансовых ресурсов из финансового сектора, состояние которого характеризуется избыточной ликвидностью, в реальную экономику, испытывающую трудности с недостаточностью средств для модернизации технической базы.

Совершенствование данного механизма предполагает реализацию мер по основным направлениям: законодательное обеспечение, расширение перечня инструментов для инвестирования активов и оптимизация методов внутреннего заимствования. Особым блоком является создание механизмов защиты инвесторов и эмитентов.

Следствием последовательных реформ в банковском, финансовом секторе, экономике и законодательной сфере стало уникальное сочетание условий для развития структурных форм финансирования внутри страны. С их внедрением ожидается дальнейшее укрепление конкурентных позиций

банковского сектора и рынков капитала, при этом будут созданы условия продуктивного взаимодействия государства и институтов развития.

Для активизации муниципальных заимствований в Кыргызстане необходим комплексный подход, сочетающий в себе теоретико-методологическую основу организации, адекватную законодательную базу, чёткое определение целей и принципов долговой политики, а также выработку соответствующего механизма её реализации.

Кыргызский фондовый рынок получит неисчерпаемый источник новых финансовых инструментов и канал перераспределения накопленных активов в ключевые отрасли национальной экономики, включая социальные объекты, на исключительно рыночных основах и в соответствии с самыми современными представлениями об организации финансирования.

## Заключение

Теоретическое и аналитическое исследование формирования и развития системы государственного внутреннего заимствования позволили сформулировать следующие выводы и рекомендации:

1. В исследовании нашли отражение вопросы эволюции капитала, начиная от ростовщического до финансового капитала. Отражая накопление и движение денежного капитала, рынок ссудных капиталов органически связан с движением стоимости в ее денежной форме в виде кредитных ресурсов и ценных бумаг. Посредством рынка ссудных капиталов как экономической категории можно измерить и определить движение, объем, направление денежных фондов, идущих на развитие общественного воспроизводства, установить спектр использования денежного капитала, воздействие его на социально-экономические отношения.

2. В процессе эволюции теоретических воззрений на государственное заимствование в рыночной системе сформировался широкий спектр теоретических подходов к трактовке принципов и предпосылок государственных займов, развитие которых во многом определялось спецификой использования заимствованных ресурсов. В современной экономической практике государственные заимствования рассматриваются как составная часть финансового механизма и выступают одним из важнейших рычагов реализации фискальной и монетарной политики государства. Исходя из этого, в диссертации дано расширенное толкование понятия «государственные ценные бумаги», который по своей сути является действенным инструментом, направленным на разрешение противоречия между ограниченностью финансовых ресурсов государства и потребностями устойчивого развития национальной экономики.

3. Выпуск государственных ценных бумаг является одним из наиболее экономически целесообразных методов финансирования бюджетного дефицита. Использование кредитных ресурсов Центрального банка снижает возможности регулирования ссудного рынка, поэтому во многих странах

установлены ограничения на доступ правительства к этим ресурсам. Огромное значение имеет целевое назначение государственных кредитных ресурсов: на какие нужды идут государственные средства – на удовлетворение экономических и социальных нужд общества или на увеличение административных расходов государства, на обеспечение структурных сдвигов в общественном производстве или на обогащение отдельных групп населения. В последнем случае государственный долг не является средством государственного регулирования экономики, а отражает кризисные процессы в стране и требует активных стабилизационных мер государства. Выпуск государственных ценных бумаг может способствовать сглаживанию неравномерности налоговых поступлений, устраняя тем самым причину кассовой несбалансированности бюджета. Особенностью обращения таких обязательств является то, что их владельцы могут через определенный срок вернуть эти обязательства правительства обратно либо использовать их при уплате налогов.

4. Исследование вопросов становления и развития рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике позволило выявить основные этапы, определяющие дальнейшее функционирование данного сегмента финансового рынка. Во многом развитие рынка государственных ценных бумаг зависит от государственной политики заимствований, величины бюджетного дефицита, что предопределяет необходимость совершенствования законодательной базы в части чёткого определения направлений использования заёмных средств, оптимизации доходности, срочности и разновидностей ГКВ и развития новых финансовых инструментов, позволяющих восполнить недостаток собственных средств реального сектора экономики для реализации национальных стратегических проектов.

5. Проблема растущего бюджетного дефицита в Кыргызстане в первой половине 90-х годов стала одной из основных и потребовала формирования новых источников финансирования дефицита государственного бюджета.

Дефицит бюджета Кыргызской Республики находился на критическом уровне с 1990 по 1999 год, и в этот промежуток времени, начиная с 1993 года НБКР и Минфин КР стали интенсивно выпускать различные государственные ценные бумаги с разной срочностью для покрытия дефицита бюджета и сдерживания инфляции.

. Нарастание инфляционных процессов существенно снижало жизненный уровень населения, и стало причиной обострения социальной напряженности в стране. Таким образом, возникла объективная необходимость покрытия бюджетного дефицита неинфляционным способом, то есть посредством государственного заимствования. С этой целью одновременно с введением национальной валюты (10 мая 1993 года), была начата эмиссия краткосрочных казначейских ценных бумаг и положено начало развитию государственных ценных бумаг Кыргызской Республики.

6. Анализ объёма, структуры и динамики государственного внутреннего долга в Кыргызской Республике показал общую картину сложившейся ситуации и общие его тенденции развития в рамках национальной экономики. Динамика внутреннего долга характеризуется увеличением абсолютных параметров, а также высоким удельным весом ГКВ в структуре внутреннего финансирования. Начиная с момента выпуска ГКВ до 1998 года была тенденция увеличения объёма эмиссии преимущественно по 3-мес. ГКВ. Доходность данных инструментов составила 75,9% в начале 1995 года и снизилась до 29,2 к концу 1997 года. В этот период выпускались также 6-мес. и 12-мес. ГКВ. С 2000 по 2005гг. характеризуются снижением средневзвешенной доходности ГКВ по всем видам срочности с 37,3% до 6,3 % и увеличением объёма выпуска ГКВ с 607,09 млн. сом до 1419,52 млн. сом.

Среди держателей ГКВ в 2010 году коммерческие банки владели портфелем ГКВ на сумму 3,0 млрд. сомов, с удельным весом 90,3 процента, институциональные инвесторы – 262,4 млн. сомов или 7,8 процента, юридические лица-резиденты – 42,1 млн. сомов или 1,2 процента и физические лица-резиденты – 22,9 млн. сомов или 0,7 процента.

7. На практике уровень развития вторичного рынка, его активность, мобильность отражают уровень конкретного рынка ценных бумаг. Без активного вторичного рынка и первичный рынок обычно бывает вялым, узким и неразвитым. Вторичный рынок банковских нот начал формироваться с 2008 года, максимальный объем сделок составил 503,2 млн. сом. Вторичный рынок ГКВ развит относительно лучше, но максимальное количество заключенных сделок 28 на общую сумму 594,1 млн. сом свидетельствует о том, что вследствие низкой ликвидности и краткосрочности ГКВ, а также других негативных факторов вторичный рынок является очень низкоемким.

8. Долг Правительства КР по внутреннему государственному долгу был небольшим по отношению к ВВП в последние годы составлял около 4%. Хотя до 1997 года размер внутреннего долга был относительно высок - выше 20%, но такой объем долга был исключительно из-за долга Правительства КР перед НБКР по ОГРЗ. На текущий момент основным инструментом является ГКВ, доля которого составляет около 40% от всего внутреннего долга в последние годы, причем их удельный вес в общей структуре внутреннего долга растет из года в год. Это наиболее привлекательные инструменты для первичных дилеров, спрос на которые растет с повышением его средневзвешенной доходности. Внутренний государственный долг на конец 2010 года составил 2841,35 млн. сом, что составляет всего лишь 6,3% от общего государственного долга.

9. На основе расчетов репликационной динамической модели была подтверждена зависимость устойчивости конструкции государственных заимствований от показателей экономического роста и макроэкономических показателей. Рынок государственных ценных бумаг в Кыргызстане в его нынешнем виде не способствует решению проблем финансирования дефицита бюджета в полном объеме, а является только мобильным инструментом для покрытия кассовых разрывов.

10. Роль государственных ценных бумаг, как инструмента денежно-кредитной политики НБКР сводится в использовании в операциях на открытом рынке, для регулирования ликвидности в банковской системе, а также использовании ГКВ и нот НБКР в качестве залога, при сделках РЕПО операций и получении коммерческими банками при получении кредита «овернайт».

Несмотря на то, что операции на открытом рынке в КР находятся на начальном этапе развития, они имеют место быть и должны проводиться и совершенствоваться. Участие Национального Банка в становлении финансовой системы, с одной стороны, должно ускорять развитие рынка, с другой стороны, не должно подвергать рискам его баланс, что может уменьшить доверие к денежным властям. НБКР сможет добиться успеха в интервенциях, если рынки уверены в том, что его портфель активов высоко ликвиден и свободен от риска.

11. Развитие форм и методов государственного внутреннего заимствования связаны с усилением взаимодействия финансового и реального секторов экономики. Перспективы развития рынка государственных ценных бумаг во многом определяются потребностями государства в финансовых средствах. Механизм заимствования должен стать рычагом, способствующим переливу финансовых ресурсов из финансового сектора, состояние которого характеризуется избыточной ликвидностью, в реальную экономику, испытывающую трудности с недостаточностью средств для реализации стратегических проектов. Совершенствование данного механизма предполагает реализацию мер по основным направлениям: законодательное обеспечение, расширение перечня инструментов для инвестирования активов институциональных инвесторов и оптимизация методов внутреннего заимствования. Особым блоком является создание механизмов защиты инвесторов и эмитентов.

12. В части корректировки действующего законодательства предложено внести изменения, о возможности выпуска займов вне зависимости от уровня



дефицита бюджета, осуществлять государственные заимствования на основе соответствующей долгосрочной государственной программы, следует повысить ответственность эмитентов в случае неисполнения обязательств (отмена аукционов, досрочное погашение).

13. В целях совершенствования рынка государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике предложено расширение перечня финансовых инструментов для инвестирования активов потенциальных инвесторов путём:

- выпуска специальных государственных ценных бумаг для отдельных категорий инвесторов;

- запуска механизма проектного финансирования, за счет выпуска инфраструктурных облигаций;

- введение практики муниципальных займов;

- в числе методов государственного внутреннего заимствования следует отметить изменение способов размещения (увеличение объёмов единовременного заимствования) и удлинение сроков займов.

14. Разработка упрощённых методов размещения ГЦБ для целевых групп частных и институциональных инвесторов, прежде всего, населения, позволит трансформировать сбережения домохозяйств в источник инвестиций в реальную экономику. Повышение качества оценки проектов, а также ликвидация формального подхода к организации тендеров.

15. Участие государства в финансировании хозяйствующих субъектов будет иметь положительные последствия – усиление интеграции финансового и промышленного секторов экономики, повышение масштабов производственных компаний, активизация инвестиционных процессов, развитие финансового рынка.

Обобщая результаты, можно сделать общий вывод о том, что механизм внутреннего государственного заимствования обладает большими потенциальными возможностями. По мере увеличения масштабов экономики Кыргызской Республики возрастает значимость рациональной организации

заёмно - инвестиционной политики государства. Поэтому для обеспечения устойчивого экономического развития и улучшения уровня жизни населения необходимо направить заимствованные ресурсы на капитальные проекты, составляющие национальные приоритеты социально-экономического развития и определяющие конкурентоспособность Кыргызской Республики в условиях глобализации.

## Список использованных источников

### Нормативные акты и справочники

1. Гражданский кодекс Кыргызской Республики (от 4 июня 2005 года Введен в действие Законом КР от 8 мая 1996 года N 16)
2. Закон «О рынке ценных бумаг» Кыргызской Республики (В редакции Закона КР от 27 января 2006 года N 18)
3. ЗАКОН КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ «О государственном и негосударственном долге КР» (от 21 сентября 2001 года №83)
4. ЗАКОН КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ «О Национальном банке Кыргызской Республики» (В редакции Законов КР от 16 февраля 2010 года N 30, 15 марта 2010 года N 49)
5. ЗАКОН КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ «Об основных принципах бюджетного права в Кыргызской Республике» (В редакции Законов КР от 28 января 2010 года N 14)
6. ПОЛОЖЕНИЕ о порядке проведения финансово-кредитными учреждениями операций с Государственными казначейскими векселями (ГКВ) (Утверждено Постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики №15/12 от 18 июня 1997 г.)
7. Положение о деятельности первичных дилеров на рынке государственных ценных бумаг, размещаемых через НБКР. (Утверждено Постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики № 31/2 от 1 декабря 2004 г.)
8. Положение о порядке проведения Национальным банком Кыргызской Республики операций репо с государственными ценными бумагами Кыргызской Республики. (Утверждено Постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики № 32/4 от 27 июня 2007 г.)
9. Положение о порядке проведения аукциона по размещению государственных казначейских векселей Кыргызской Республики через НБКР (Утверждено Постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики №45/10 от 10 декабря 2008г.)
10. Положение о выпуске, размещении, обращении и погашении нот Национального банка Кыргызской Республики. (Утверждено Постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики № 18/4 от 25 апреля 2008 г.)
11. Положение об экономических нормативах и требованиях, обязательных для выполнения коммерческими банками Кыргызской Республики Пост. Правления НБКР №26/2 от 10.06.09 г.
12. Положение О минимальном размере капитала (собственных средств) коммерческих банков Пост. Правления НБКР № 32/3 от 26.10.05 г., № 152-05 от 30.11.05 г.
13. Положение «О порядке размещения, повторного предложения, доразмещения, обратного выкупа и проведения расчетов с государственными казначейскими облигациями Кыргызской Республики через Национальный банк Кыргызской Республики». (Утверждено

- Постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики № 42/4 от «26» ноября 2008 г.)
14. Годовой отчет НБКР за 2003-2009 гг.
  15. Бюллетень НБКР за 2003-2009 гг.
  16. Отчет Государственной Службы финансового надзора за 2003-2009 гг.
  17. Статистический сборник Национального статистического комитета КР «Кыргызстан в цифрах» за 1998-2009 гг.

### **Учебники, монографии, статьи**

18. Абдынасыров У.Т. Стратегия и перспективы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике, - Б.: Академия, 2005.
19. Акулов В.Б., Акулова О.В. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ. - Петрозаводск: ПетрГУ, 2002.
20. Аникин А. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. – М.: Олимп – Бизнес, 2000
21. Ачкасов А.И. Фондовые операции коммерческих банков. Москва: Консалтбанкир, 2007.
22. Бабич А.М., Павлова Л.Н. Государственные и муниципальные финансы. — М.: ЮНИТИ, 2002.
23. Бектенова Д.Ч. Финансы, денежное обращение и кредит. КРСУ. Б., 1999.
24. Бектенова Д.Ч. Финансы и кредит. КРСУ – Бишкек, 2009.
25. Бектенова Д.Ч. Финансовые механизмы экономического роста в Кыргызстане. // Вестник КРСУ.- 2006. - №6.
26. Бектенова Д.Ч. Роль рынка ценных бумаг в перераспределении ссудного капитала// Вестник КРСУ. – 2004 - №7
27. Балацкий Е. Принципы управления государственной задолженностью. // Мировая экономика и международные отношения. – 1997, №5.
28. Бердникова Т.Б. Акционерное общество на рынке ценных бумаг. – М.: Финстатинформ, 1997
29. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. – М.: Дело ЛТД., 1994.
30. Борисевич В.И., Кандаурова Г.А., Кандауров Н.Н. Прогнозирование и планирование экономики. Минск: Интерпрессервис, Экоперспектива, 2008, 380 с.
31. Брайчева Т.В. Государственные финансы. Санкт-Петербург: Питер, 2001.
32. Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948.
33. Брегель Э.Я. Ссудный капитал и кредит. М. Изд-во «Советская наука», 1954.
34. Брегель Э.Я. Денежное обращение и кредит капиталистических стран. – М.: Госфиниздат, 1955.
35. Брегель Э.Я. Первоначальное накопление капитала. Учебное пособие. М. Изд-во ИМО 1961.
36. Болдырев Б.Г. Финансы капитализма. – М.: «Финансы и статистика», 1990.

37. Вавилов А., Ковалишин Е. Принципы государственной долговой политики. // Вопросы экономики. – 2001, №8
38. Валдайцев С.В., Воробьев П.П. и др. под ред. В.В. Ковалева, В.В. Иванова, В.А. Лялина Инвестиции: учеб./ - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004.
39. Воробьева З.А. "Финансовый инжиниринг на рынке государственных и муниципальных займов: возможности и риски"// mirkin.ru
40. Галанова В.А., Басова А.И. Рынок ценных бумаг. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. Финансы и Статистика, 2002.
41. Гильфердинг Р., Финансовый капитал. М: Издательство социально-экономической литературы, 1959.
42. Гитман, Майкл Д. Джонк Основы инвестирования. – М.: Дело, 1997
43. Государственное регулирование рыночной экономики: Учеб. Пособие. – М.: Дело, 2001.
44. Деньги. Кредит. Банки. Экспресс-курс / кол. авт.; под ред. д. э. н., проф. О.И.Лаврушина. – 3е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2009.
45. Деньги, кредит, банки / под ред. Белоглазовой Г.Н.: учебник. - М.: Высшее образование, 2008. – с.190
46. Димитриади Г.Г. "Обзор моделей государственного долга" – М.: Эдиториал УРСС, 2002
47. Долан Э. Дж., Линдсей Д. Рынок: микроэкономическая модель. - СПб, 1992. – 390 с.
48. Замков О. – Бюджетный дефицит, государственный долг и экономический рост. // Вестник Московского Университета. Серия «Экономика», 1997, №2.
49. Иманалиев А.М. Взаимосвязь налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики в условиях переходного периода// Вестник КРСУ.- 2009 - №9
50. Каратуев А.Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. Учебное пособие. - М.: Русская Деловая литература, 2007, - 256с.;
51. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. В книге «Антология экономической классики» в 2-х томах. Т. 2 – М.: Эконом, 1992.
52. Кэмпбелл К., Кэмпбелл Р., Доллан Э. /Деньги банковское дело и денежно-кредитная политика. С.-Пб. : «Литера плюс», 1994
53. Койчуев Т. К. Современное состояние и перспективы развития экономики Кыргызстана. Сборник. Экономика Кыргызстана: реалии и перспективы.: Научно-практический семинар (июнь 2000 г. – апрель 2001г.) – Б.:2001
54. Красавина Л. Н., Новые явления в денежно-кредитной системе капитализма, М., 1971.
55. Курс экономической теории/ Под ред. М.Н. Чепурина, Е.Л. Киселевой. – Киров: Издательство «Аса» МГИМО МИД РФ, 1998.
56. Лаврушин О.И. Банковское дело: Учебник. - 2-е изд., переработанное и дополненное.; под. ред. О.И. Лаврушина. - М.: Финансы и статистика, 2009.
57. Лаврушин О.И. Основы банковского дела. - М.: КНОРУС, 2008. 384стр.

58. Ломан Э.Д. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. - М., 2007. – 381 с.
59. Людвиг фон Мизес. Человеческая деятельность: Трактат по экономической теории. – М.: ОАО «НПО Экономика», 2000.
60. Ляховский В.С., Коробейников Д.В., Серебряков П.А.- Изд-во: «Гелиос АРВ», 2003 11. Рынок облигаций. Анализ и стратегии. пер с англ. Фабоцци Ф.Д. - Изд-во: «Альпина», 2000.
61. Макроэкономика /под ред. Хубиева К.А. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЭИС, 2004.
62. Маркс К., Капитал т. II, М: Издательство политической литературы, 1984.
63. Маршалл А. Принципы экономической науки. Т.Ш.-М.: Прогресс, 1993.
64. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995.
65. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика.- М.: Экономистъ, 2005
66. Мэнкью Н. Грегори. Принципы экономикс. – СПб.: Питер Ком, 1999.
67. Мэнкью Н.Г. Принципы экономикс. 2-е изд., сокращ. – СПб: Питер, 2001.
68. Основы функционирования рынка ценных бумаг. Анесянц К.А. – Изд-во: «Финансы и статистика» 2005.
69. Радченко, Екатерина Борисовна. Государственные ценные бумаги России и США: Сравнительно-правовое исследование : монография. Москва, 2003 182 с.
70. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш. Современный экономический словарь. – М. ИНФРА, 2005. 427 с.
71. Риккардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. – М.: Государственное издательство политической литературы, 1995.
72. Родионова В.М. – Финансы. – М.: Финансы и статистика, 1993.
73. Романтика капитала: История о рынке ценных бумаг Кыргызстана. – Б.: 2007.
74. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА-М, 1996.
75. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
76. Рубцов Б.Б. Фондовый рынок США // «Портфельный инвестор» №5, 2008.
77. Рубцов Б.Б. "Тенденции развития мировых фондовых рынков (глава из книги "Мировой фондовый рынок и интересы России)" - М.: ИМЭМО РАН, 2003
78. Рынок ценных бумаг Японии. М.: Дайва Секьюритиз -2000.
79. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Килиячков А.А., Чалдаева Л.А. – Изд-во: «Юристъ», 2005
80. Рынок ценных бумаг: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова , 2е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2006
81. Самуэльсон Пол. Экономика. Том II. – М.: МГП «Алгон» ВНИИСИ, 1992.

82. Смит Адам. Исследование о причинах и природе богатства народов. М., Соцэкгиз, 1962.
83. Сумароков В.Н. Государственные финансы в системе макроэкономического регулирования. – М.: «Финансы и статистика», 1996.
84. Содружество независимых государств в 2003 году. Статистический ежегодник. - М.: Статкомитет СНГ, 2004.
85. Токтосунова Ч.Т. Государственные ценные бумаги Кыргызской Республики. Центр экономических стратегий при МЭРТ КР – Бишкек, 2007.
86. Фельдман А.А. Российский рынок ценных бумаг. - М.: Атлантика-Пресс, 2007. - 176с.,
87. Фельдман А.А. Вексельное обращение. - М.: Инфра - М, 2005. - С. 180;
88. Финансы, деньги, кредит: Учебник для вузов / С.И. Долгов, С.А. Бартенев и др.; Под ред. О.В. Соколовой. – М.: Юрист, 2009.
89. Финансы и кредит: Учебное пособие для вузов / А.М. Ковалева, Н.П. Баранникова; Под ред. А.М. Ковалевой. – М.: Финансы и статистика, 2002.
90. Финансы, денежное обращение и кредит: Учеб. для вузов / Балабанов И.Т., Белоглазова Г.Н. и др.; Под ред. М.В. Романовского; Санкт-Петербургский университет экономики и финансов. – М.: Юрайт, 2001.
91. Фондовые рынки США: основные понятия, механизмы, терминология. ООН.-М.: ЦЕРХ - ПЭЛ, 1992.
92. Ценные бумаги: Учебник/под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского – 2е изд., перераб. и доп. –М.: Финансы и статистика, 2001.
93. Barro R. On Determination of the Public Debt. – Journal of Political Economy, 1974.
94. Barro R. Are Government Bonds Net Weals? – Journal of Political Economy, 1974.
95. Kydland F., Prescott E. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. - Journal of Political Economy, 1974.
96. Missale A. Public Debt Menegement. New York: Oxford University Press, 1999.
97. Raghuram R., Zingales L., Banks and markets: The Changing Character of European Finance/ National Bureau of Economic Research Working Paper 9595/ March, 2003.
98. Чекидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. - М.: Финансы и статистика, 2007. - 336с.
99. Шарп У.Ф., Александр Г.Дж., Бэйли Д.В. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1999.
100. Шестаков А.В., Шестаков Д.А. Рынок ценных бумаг. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательский Дом «Дашков и К<sup>О</sup>», 2000.
101. Эдвин Дж. Долан. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Москва-Ленинград. 1991.
102. Экономика США / под ред. В.Б. Супяна. – Спб.: Питер, 2003.

103. Экономическая теория./ Отв. редактор проф. Н. Х. Кумскова; КРСУ – Бишкек, 2002.
104. Экономическая теория \ Под ред. А. И. Добрынина, Л. С. Тарасевича. СПб, 1997

Интернет-ресурсы:

105. <http://www.nbkr.kg>
106. [http:// www.minfin.kg](http://www.minfin.kg)
107. <http://www.fse.kg>
108. <http://www.kse.kg>
109. <http://www.stat.kg>
110. <http://www.bankir.ru>
111. <http://www.profi-press.ru>
112. [http:// www.mirkin.ru](http://www.mirkin.ru)
113. <http://www.fn.nn.ru>
114. <http://www.rbc.ru>
115. <http://www.sbrf.ru>