

*Абазбекова А.А.***БААЛУУ КАГАЗДАР РЫНОГУНДА МАМЛЕКЕТТИК ЖАНА МУНИЦИПАЛДЫК КАРЫЗДАРДЫ ӨНУКТҮРҮҮ***Абазбекова А.А.***РАЗВИТИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ЗАЙМОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ***A. Abazbekova***DEVELOPMENT OF STATE AND MUNICIPAL LOANS IN THE SECURITIES MARKET**

УДК: 336.763.4

Баалуу кагаз бул белгиленген форманы жана милдеттүү реквизиттерди сактоо менен күбөлөндүрүүчү документ, мүлктүк укуктар, аны жүзөгө ашыруу же өткөрүп берүү аны көрсөткөндө гана мүмкүн болот. Дүйнөлүк тажрыйба көрсөткөндөй, мамлекеттик жана муниципалдык баалуу кагаздар рыногун түзүүдө көптөгөн факторлор маанилүү, анын ичинде: катышуучулар, инвесторлор, ченемдик-укуктук база, финансылык инструменттердин кирешелүүлүгү, инвестициялык климат, экономикалык жана финансылык системанын өнүгүү тенденциялары, негизги багыттарды мамлекеттик колдоо системасы, катышуучулар, экономикалык стимулдаштыруучу инвесторлор ж.б. Ар бир өлкөдө, өзгөчө баалуу кагаздар рыногу өнүгүп жаткан учурда мамлекеттик жана муниципалдык кредиттерди өнүктүрүүнүн келечегин жана тенденциясын аныктоо үчүн саналып өткөн факторлорду туруктуу талдоо жана эске алуу зарыл.

**Негизги сөздөр:** финансылык инструменттер, мамлекеттик баалуу кагаздар, муниципалдык баалуу кагаздар, портфельдик инвесторлор, институционалдык инвесторлор, баалуу кагаздар, казына векселдери, казына облигациялары.

Ценная бумага это документ, удостоверяющий, с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов, имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. Мировой опыт показывает, что при формировании рынка государственных и муниципальных ценных бумаг имеют значение множество факторов, среди которых: участники, инвесторы, нормативная правовая база, доходность финансовых инструментов, инвестиционный климат, тенденции развития экономической и финансовой системы, государственная система поддержки основных участников, экономическое стимулирование инвесторов и др. Постоянный анализ и учет перечисленных факторов необходим для определения перспектив и тенденций развития государственных и муниципальных займов в любой стране, особенно с развивающимся рынком ценных бумаг.

**Ключевые слова:** финансовые инструменты, государственные ценные бумаги, муниципальные ценные бумаги, портфельные инвесторы, институциональные инвесторы, ценные бумаги, казначейские векселя, казначейские облигации.

A security is a document certifying, in compliance with the established form and mandatory details, property rights, the exercise or transfer of which is possible only upon presentation. World experience shows that when forming the market for government and municipal securities, many factors are important, including: participants, investors, regulatory framework, profitability of financial instruments, investment climate, development trends of the economic and financial system, state support system for key participants, economic stimulating investors, etc. Constant analysis and

consideration of the listed factors is necessary to determine the prospects and trends in the development of state and municipal loans in any country, especially with a developing securities market.

**Key words:** financial instruments, government securities, municipal securities, portfolio investors, institutional investors, securities, treasury bills, treasury bonds.

Тенденции развития мирового фондового рынка зависят от изменений в структуре игроков и участников. В 1970-е годы основными инвесторами на рынке выступали инвестиционные банки, фонды и компании. Источником их вложений были привлеченные средства предприятий и компаний. В 1980-е годы к ним присоединились институциональные инвесторы - пенсионные фонды, страховые фонды, инвестиционные фонды и взаимные фонды, которые привлекали средства, в основном населения. В конце 1990-х годов выход на рынок частных инвесторов был обусловлен изменениями в сравнительной доходности финансовых инструментов и технологическими возможностями. Постоянное снижение доходности государственных ценных бумаг, низкий уровень процентов на банковские депозиты увеличили спрос частных лиц на акции, как на наиболее доходные инструменты. В Западной Европе число частных инвесторов за те годы выросло в 4-5 раз. В США более 55% населения страны являются участниками фондового рынка либо непосредственно, либо через взаимные фонды [1].

Для развивающихся и переходных экономик опыт развития мировой экономики наглядно показывает, что в периоды кризисов, а также в условиях стабилизации государство должно играть активную и конструктивную политику в развитии финансовых рынков, и в особенности – рынка ценных бумаг. Активная роль государства должна состоять в содействии формированию благоприятного инвестиционного климата, совершенствовании законодательства и либерализации регулирования на рынке ценных бумаг, развитию рынков государственных, муниципальных ценных бумаг, а также ценных бумаг предприятий, поддерживаемых государством [1]. Содействие развитию рынка ценных бумаг может осуществляться государством через систему административной

поддержки основных игроков и экономического стимулирования инвесторов.

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

В республике рынок государственных ценных бумаг начал 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.

Как и все страны постсоветского пространства, Кыргызская Республика после обретения суверенитета, наряду с другими социальными и экономическими проблемами, также столкнулась с проблемой хронического дефицита бюджета. 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 [2].

Постоянный дефицит бюджета и с ним связанные государственные социальные программы требуют решения по обеспечению финансовыми ресурсами.

Бюджетные инструменты, которые покрывают дефицит финансовых средств являются во многих случаях заимствованным от внешних международных институтов, а также от внутренних кредитов от коммерческих банков через инструменты ГКВ, ГКО.

Данный подход, принятый в международной практике, не всегда подходит к Кыргызской Республике в связи с высокой зависимостью от конъюнктуры на мировом рынке и одновременно с проблемами высокой ликвидностью коммерческих банков. Соответственно необходимо решение задач с увеличением доходной части государственного бюджета.

Дефицит бюджета Кыргызской Республики находился на критическом уровне с 1990 по 1999 год, и в этот промежуток времени возникла объективная необходимость покрытия бюджетного дефицита не инфляционным способом, то есть посредством государственного заимствования. С этой целью почти одновременно с введением национальной валюты 10 мая 1993 года, была начата эмиссия краткосрочных казначейских векселей и положено начало развитию

государственных ценных бумаг Кыргызской Республики, что, в свою очередь, привело к возникновению государственного внутреннего долга [2].

Принято считать, что государственный внутренний долг дает основание о сниженном варианте риска для бюджета, одновременно необходимо отметить, в любом случае при неисполнении обязательств перед держателями государственных ценных бумаг в данном случае коммерческих банков существуют проблемы балансового характера, если держатель ГКВ или ГКО в случае обратного РЕПО будет иметь определенные проблемы, то данный банк столкнется с финансовыми проблемами и одновременно с репутационными проблемами.

В контексте финансовых обязательств не стоит рассматривать внутренний долг как форму менее рискованным, если более детализировать единственным плюсом может служить то, что расчеты будут происходить в национальной валюте, т.е. уход от девальвации национальной валюты.

Вторым моментом может служить, что правительство Кыргызской Республики гарантирует платежи по своим обязательствам.

Ценные бумаги, эмитированные государством на рынке ценных бумаг, являются менее рискованными и одновременно имеют государственные гарантии. При постоянном увеличении эмиссии государственных ценных бумаг возможно снизится уровень покупательной способности участников торговли, на практике это в основном коммерческие банки.

В связи с менее развитым фондовым рынком, который является одним из рыночных институтов портфельных инвестиций и формирования денежного рынка на уровне реальных рыночных инструментов.

Следует обратить внимание на то, что дефицит бюджета в основном покрывается за счет выпуска государственных ценных бумаг, т.е. за счет ГКВ, ГКО.

Целевая направленность потенциала государственных ценных бумаг Кыргызстана, помимо финансирования дефицита бюджета, охватывает также достижение обеспечения ликвидности активов коммерческого банка и других финансово-кредитных институтов; рефинансирование долга по государственным заимствованиям; индексацию сбережений населения и др.

Как ниже показано на рисунке 1 структура заимствования в части государственных казначейских облигаций в основном берут долгосрочные 10 лет около 27%.

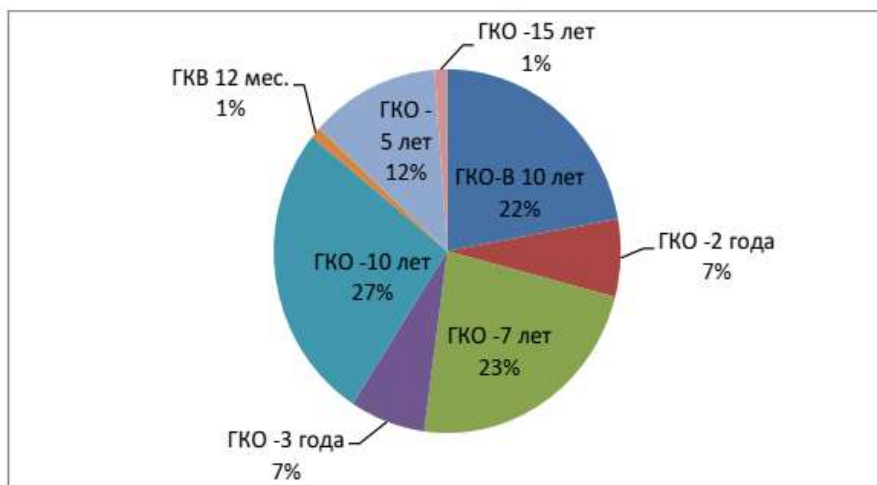


Рис. 1. Структура заимствования посредством выпуска и размещения ГЦБ за 2022 год.

Источник: данные Годового отчета НБКР, 2022 г.

Как видно из рисунка 1, мы видим наименьшие показатели в процентном соотношении являются ГКВ до 12 месяцев и ГКО до 15 лет это связано с тем, что в первом случае уровень доходности в годовом исчислении довольно маленький одновременно данные активы могут попасть как оперативные активы. Наиболее оптимальными явились государственные бумаги с 10 летним сроком. Это говорит о прогнозируемости всех показателей рисков и одновремен-

но дают высокую доходность.

На рисунке 2 отражаются средневзвешенные значения доходности, рассчитанные на ежемесячной основе по видам ГЦБ и объемы эмиссии за 2022г. [5].

Доходность государственных ценных бумаг как видно на рисунке 2 за 2022 г. имеет тенденцию увеличения, в частности, 2-х годичный ГКО с марта по декабрь уровень дохода вырос с 9% до 16%. По 10-ти летним ГКО доходность составляет от 14 до 17%.

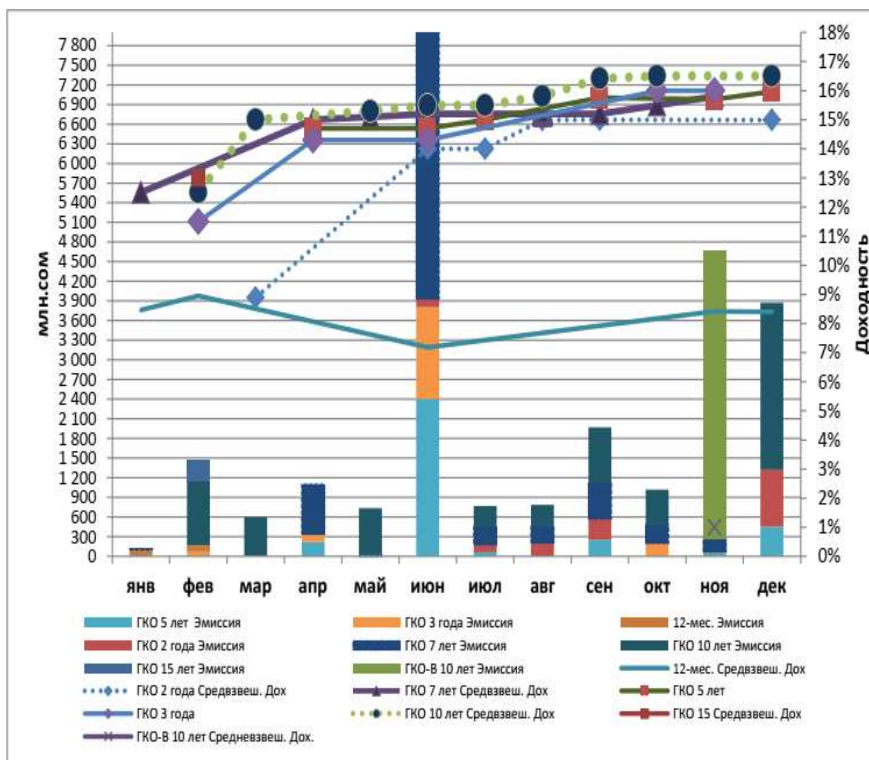


Рис. 2. Динамика доходности и объемов эмиссии ГЦБ за 2022 год

Источник: данные Годового отчета НБКР, 2022 г.

Как видно из рисунка 2, уровень доходности всех ГКО в конце года повышается, в июне месяце 2022 года Правительством Кыргызской Республики были эмитированы 7-летние ГКО доходность данных ценных бумаг можно сказать находится на уровне 16%.

В настоящее время уже устранены пробелы в законодательстве по созданию нормативной правовой основы муниципальных займов, но механизм и формат для их воплощения в жизнь остается пока безуспешными.

Сегодня следует признать, что, имея необходимую инфраструктуру и правовое поле, потенциал рынка муниципальных ценных бумаг продолжает оставаться незадействованным. Его возможности и роль в качестве одного из важнейших источников экономического развития регионов Кыргызстана либо не осознаны до конца, либо просто занижаются в процессе практики государственного управления, в том числе органами местного самоуправления.

На рынке ценных бумаг огромное значение имеет разнообразие его участников. Пока в государственной политике Кыргызстана не установится главенствующий подход обеспечить приоритетное развитие среды и условий нормальной экономической деятельности участников РЦБ (пенсионных фондов, страховых компаний, инвестиционных фондов и индивидуальных инвесторов), серьезных успехов в развитии фондового рынка достичь не представляется возможным.

Оптимальная политика заимствований органов местного самоуправления должна разрабатываться с учётом следующих рекомендаций [4]:

- 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 инфра-

структурные 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, данном регионе или мегаполисе;

- условиях предстоящего выпуска ценных бумаг следует отразить те преимущества, которые имеют эмитент и его инвестиционная программа [5].

В Кыргызстане, согласно законодательству, Кабинет Министров КР не отвечает по обязательствам местных органов власти [3]. При этом преобладает предварительная форма контроля со стороны центральных органов, когда обоснование необходимости эмиссии муниципальных облигаций проходит сложную процедуру в соответствующих органах.

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 Кабинета Министров 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.

#### Литература:

1. Элебаев Н. Приоритеты развития фондового рынка в Кыргызстане. / Институт общественной политики. - Бишкек, 2007.
2. Абдынасыров У.Т. Стратегия и перспективы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике. - Б.: Академия, 2005. – С. 219.
3. Бюджетный кодекс Кыргызской Республики от 18 января 2022 года. - №2.
4. Абазбекова А.А. Тенденции развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике. [Текст] / А.А. Абазбекова, Т.Ю. Джолдошева // Известия Иссык-Кульского форума бухгалтеров и аудиторов стран ЦА. 2019. №4 (27). С.38-42.
5. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 2014.
6. Годовой отчет НБКР, 2022 г.