

Хаджиахунов А.А.

КЫРГЫЗ РЕСПУБЛИКАСЫНДА ИЧКИ МАМЛЕКЕТТИК  
БААЛУУ КАГАЗДАР ҮЧҮН НАТЫЙЖАЛУУ РЫНОГУН ӨНҮКТҮРҮҮ  
ЖАНА САКТОО БОЮНЧА БОШТУКТАРДЫ ТАЛДОО

Хаджиахунов А.А.

АНАЛИЗ ПРОБЕЛОВ В РАЗВИТИИ И ПОДДЕРЖАНИИ  
ЭФФЕКТИВНОГО РЫНКА ВНУТРЕННИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ  
ЦЕННЫХ БУМАГ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ

A. Khadziakhunov

GAP ANALYSIS IN DEVELOPING AND MAINTAINING  
AN EFFECTIVE MARKET FOR DOMESTIC SECURITIES  
IN THE KYRGYZ REPUBLIC

УДК: 336.27

Кыргыз Республикасында натыйжалуу ички мамлекеттик баалуу кагаздар рыногун өнүктүрүү жана колдоо боюнча боштуктарды талдоо учурдагы кырдаалды чагылдырат. Бул макала негизинен Кыргызстандын мамлекеттик биринчи жана экинчилик облигациялар рыногундагы учурдагы кырдаалды, корутундуларды, тоскоолдуктарды жана тоскоолдуктарды, ошондой эле мамлекеттик карызды эффективдүү башкаруунун негизги өбөлгөлөрүн талдоого багытталган. Бирок, бул макала учурдагы жөнгө салуучу жагдайды чагылдыруу менен гана чектелбестен, ошондой эле мамлекеттик карызды башкарууну күчөтүүнү колдоо максатында Кыргыз Республикасынын контекстинде мамлекеттик облигациялар рыногун натыйжалуу куруунун башка артыкчылыктарын аныктайт. Ар бир өлкө эл аралык тажрыйбаны жана эл аралык каржы уюмдарынын сунуштарын ички шарттарга ылайыкташуусу зарыл, алар да тигил же бул өлкөнүн салттарына жана тажрыйбасына негизделет.

**Негизги сөздөр:** мамлекеттик карыз, башкаруу, баалоо, баалуу кагаздар, облигациялар, биринчи рынок, экинчи рынок.

Анализ пробелов в развитии и поддержании эффективного рынка внутренних государственных ценных бумаг в Кыргызской Республике отображает текущую ситуацию. Данная статья будет в основном сосредоточена на анализе сложившейся ситуации на первичном и вторичном рынках государственных облигаций в Кыргызстане, выводах, барьерах и препятствиях, а также на основных предпосылках для эффективного управления государственным долгом. Однако, данная статья не ограничивается только отображением текущей нормативно-правовой ситуации, но и определяет другие приоритетные задачи эффективного построения рынка государственных облигаций в контексте Кыргызской Республики с целью поддержки усиления управления государственным долгом. Каждой стране необходимо адаптировать международный опыт и рекомендации международных финансовых организаций к внутренним условиям, которые также основаны на традициях и опыте конкретной страны.

**Ключевые слова:** государственный долг, управление, оценка, ценные бумаги, облигации, первичный рынок, вторичный рынок.

An analysis of the gaps in developing and maintaining an efficient domestic government securities market in the Kyrgyz Republic reflects the current situation. This article will mainly focus on analyzing the current situation in the primary and secondary government bond markets in Kyrgyzstan, conclusions, barriers and obstacles, as well as the main prerequisites for effective government debt

management. However, this article is not limited to only reflecting the current regulatory situation, but also identifies other priorities for the effective construction of the government bond market in the context of the Kyrgyz Republic in order to support strengthening public debt management. Each country needs to adapt international experience and recommendations of international financial organizations to domestic conditions, which are also based on the traditions and experience of a particular country.

**Key words:** public debt, management, valuation, securities, bonds, primary market, secondary market.

**I. Общая информация.** Усиление управления государственным долгом в Кыргызской Республике для обеспечения того, чтобы потребности и обязательства правительства в финансировании удовлетворялись с наименьшими возможными затратами в среднесрочной и долгосрочной перспективе и соответствовали приемлемому уровню риска. Нарастает потенциал для расчета, мониторинга и оценки бремени погашения долга с течением времени при различных сценариях, а также развиваются навыки участия в переговорах по решению долговых проблем. Кроме того, выявлены препятствия для дальнейшего развития рынка государственных облигаций и предложены меры по их устранению, а также даны рекомендации по укреплению соответствующих областей бюджетирования и управления расходами для более эффективного управления долговыми накоплениями последующих периодов.

**Конкретные задачи:**

- Оценить рынок облигаций и предоставить техническое руководство.
- Оценить текущий рынок государственных ценных бумаг (ГЦБ) – первичный и вторичный рынки.
- Дать рекомендации по улучшению ситуации, включая увеличение объемов торговли внутри страны и в близлежащих странах.

**II. Международная рекомендация по лучшей практике управления государственным долгом в области развития и поддержания эффективного рынка внутренних государственных ценных бумаг.** Что касается практики, то пересмотренные

Руководящие принципы управления государственным долгом 2014 года до сих пор используются правительствами многих стран, поскольку они содержат наиболее эффективные и действенные передовые методы в области управления государственным долгом. С момента принятия Руководства в 2001 году и внесения в него поправок в 2003 году изменения в регулировании международного финансового сектора и макроэкономической политике, особенно в ответ на недавний финансовый кризис, существенно повлияли на общий финансовый ландшафт. Это проявилось в увеличении объема эмиссии государственных облигаций, беспрецедентных трансграничных потоках капитала в поисках более высокой доходности и более высокой волатильности готовности инвесторов к риску.

Развитие и поддержание эффективного рынка внутренних государственных ценных бумаг является одним из направлений Пересмотренного руководства по управлению государственным долгом, подготовленного МВФ и ВБ. Основная идея для стран, желающих выполнить рекомендации МВФ и ВБ в этой области, заключается в том, чтобы правительства **разрешили доступ к государственным ценным бумагам широкому кругу внутренних и иностранных инвесторов**, обеспечив при этом адекватные затраты и приемлемую степень риска. Также важно, чтобы все инвесторы имели **одинаковые условия обращения со стороны государственных органов**.

Эти рекомендации распространяются на первичный и вторичный рынки государственных облигаций. Если говорить о первичном рынке, то требуется, чтобы этот рынок был предсказуемым и прозрачным, а при проведении аукционов и синдикаций по выпуску облигаций, насколько это возможно, должны использоваться рыночные механизмы, в том числе конкурентные. В случае вторичного рынка ценных бумаг от правительств ожидается поддержка развития внутреннего рынка государственных облигаций на основе

принципа полноценного функционирования рынка для всех его участников. В частности, подчеркивается необходимость обеспечения клиринга и расчетов для инвесторов в соответствии с международными стандартами.

**III. Развитие рынка внутренних облигаций в Кыргызской Республике в контексте пересмотренного руководства по управлению государственным долгом МВФ, ВБ.** Эффективное развитие внутреннего рынка государственных облигаций может быть обеспечено в соответствии с рекомендациями Пересмотренного руководства по управлению государственным долгом, подготовленного МВФ и ВБ, с помощью следующих ключевых инструментов:

#### 1. Макроэкономические предпосылки для обеспечения макроэкономической стабильности.

В рамках макроэкономических предпосылок необходимо подчеркнуть, что внутренний рынок государственных облигаций может быть эффективным и успешно развиваться, когда он поддерживается макроэкономической стабильностью, соответственно, мерами, ведущими к ней. Рынок государственных облигаций – это прежде всего уверенность инвесторов в экономическом будущем страны. Когда инвесторы не видят положительной перспективы, нельзя ожидать, что они будут покупать государственные облигации страны, и они перестают быть выгодными для государства с точки зрения стоимости и рисков.

В соответствии с Законом о республиканском бюджете на 2022 год и прогнозом на 2023-2024 годы темпы роста реального ВВП в 6,5% в 2022 году, 3,9% в 2023 году и 4,0% в 2024 году будут достигнуты за счет роста в следующих секторах экономики: промышленность (2022 год – 14,9%, 2023 – 2,7%, в 2024 – 3,1%), услуги (2022 – 4,0%, 2023 – 4,7%, 2024 – 4,2%), строительство (2022 – 6,7%, 2023 – 5,4%, 2024 – 7,2%), сельское хозяйство (2022 – 2,3%, 2023 – 2,5%, 2024 – 2,5%).

Таблица 1

Основные макроэкономические показатели

	2021	2022 (прогноз)	2023 (прогноз)	2024 (прогноз)
Номинальный ВВП, млн сомов	643629,4	713744,7	772622,3	840207,6
Рост реального ВВП, %	103,2	106,5	103,9	104,0
Инфляция, (% к декабрю предыдущего года)	108,9	105,9	106,0	104,9

*Источник:* данные с сайта Министерства Экономики и коммерции КР.

**2. Усилия правительства по реформированию.** Данная предпосылка для эффективного внутреннего рынка ценных бумаг, связана с первой предпосылкой, т.е. макроэкономической стабильностью. Согласно этому, если макроэкономическая стабильность не достигнута, это не означает отсутствие интереса к государственным облигациям со стороны внутреннего рынка или инвесторов. Однако условием является наличие четких и заслуживающих доверия мер

правительства по проведению структурных реформ, которые приведут к макроэкономической стабильности. Инвесторы должны видеть доказательства того, что правительство хочет реформировать экономику для достижения макроэкономических показателей, которые поддерживают макроэкономическую стабильность.

**3. Предсказуемая и прозрачная система УГД.** Что касается предсказуемой и прозрачной системы

управления государственным долгом, важно, чтобы все инвесторы имели полную информацию в одно время. Это условие справедливого рынка государственного долга относится как к первичному, так и ко вторичному рынкам.

**4. Эффективно функционирующая инфраструктура рынка государственных облигаций.** Третья предпосылка для внутреннего рынка государственных облигаций должна быть подкреплена соответствующими законодательными актами и действенной системой надзора за финансовыми рынками, основанной на международном опыте. Эффективно функционирующая инфраструктура первичного и вторичного рынков предполагает, что все участники рынка имеют доступ к основным институтам рынка капитала, где можно торговать государственными ценными бумагами и осуществлять расчеты по этим сделкам надлежащим и безопасным образом.

**5. Функционирующая коммуникационная платформа участников рынка (представителей государственных структур и финансового рынка).** Последняя из основных предпосылок для эффективного внутреннего рынка является крайне важной для обеспечения постоянного регулярного диалога между правительством в лице, главным образом, Министерства финансов и финансовым рынком. В связи с этим в феврале 2022 года в МФКР было представлено отдельное предложение о создании специального координационного комитета по управлению государственным долгом. Настоящее предложение о создании Координационного комитета по управлению государственным долгом при Министерстве финансов Кыргызской Республики как консультативно-совещательного органа при Министре финансов (далее – Комитет) направлено на создание постоянной внутренней и внешней площадки для обеспечения коммуникации между соответствующими отделами Министерства финансов, Национального банка и финансового сектора (в основном с коммерческими банками и Кыргызской фондовой биржей). Одной из задач данного Комитета является создание необходимых условий для открытого диалога с представителями финансового сектора КР в части обсуждения новых предложений и инструментов управления государственным долгом.

**IV. Оценка текущей ситуации с государственными ценными бумагами.**

#### 1. Первичный рынок.

• Деятельность первичного рынка сводится к регулярным аукционам, в основном по внутренним облигациям, деноминированным в сомах. В прошлом Министерство финансов (МФ) продавало государственные ценные бумаги (ГЦБ), номинированные в иностранной валюте. Похоже, что нет никаких юридических препятствий для выпуска облигаций в дру-

гих валютах на внутреннем или международном уровнях (необходимо провести более глубокий юридический анализ). До сих пор не было проведено ни одной синдицированные сделки.

• Каждый раз, когда облигации продаются через аукцион, создается новая линия облигаций. Использование существующих облигаций не предусмотрено. По мнению некоторых участников встречи, требуется внести изменения в законодательство, чтобы иметь возможность задействовать (увеличить) существующую линию облигаций.

• Ответственность за осуществление управления государственным долгом и продажу облигаций на первичном рынке несет МФ. В МФ существует Отдел управления государственным долгом, состоящий из 20 сотрудников. Только один человек участвует в проведении аукциона.

• МФ публикует один календарь аукционов для Казначейских векселей (Т-Bills) и государственных облигаций на ежемесячной основе. Между МФ и участниками первичного рынка нет регулярного канала связи для получения ежемесячного отчета или консультаций и предложений от участников рынка о том, что следует выпускать.

• Обычно в четверг проводится 2 аукциона по продаже Казначейских векселей с режимом расчетов T+2 и 4 аукциона по продаже облигаций, проводимых в пятницу с расчетом T+1. На каждом аукционе предлагается только одна ценная бумага. Максимальный предлагаемый срок погашения пока составляет 15 лет.

• Аукционы проводятся Национальным банком Кыргызской Республики (НБКР) с помощью, разработанной самим банком аукционной системы. Министерство финансов подключается к аукциону через специальное приложение (физическое присутствие не обязательно). Специальной процедуры определения выигравших ставок не существует. Информация о результатах аукциона доступна только на веб-странице НБКР. В Bloomberg или Reuters нет специального раздела, посвященного объявлению и результатам аукционов в Кыргызстане. Bloomberg берет всю информацию со сайта НБКР.

• Аукцион проводится в американском стиле (нет единой цены для всех участников торгов). Участники аукциона могут выставлять собственную конкурентную цену, но могут одновременно участвовать и на неконкурентной части аукциона. Ограничений в отношении неконкурентной части аукциона нет. Максимальный объем, зарезервированный для неконкурентной части, составляет 30% от проданного (утвержденного) объема на аукционе. Участники торгов (инвестор) не знают цену до начала аукциона. Неконкурентная цена формируется как средняя цена 70% успешных заявок.

- В настоящее время не существует модели первичных дилеров. В аукционе может участвовать кто угодно (все коммерческие банки и другие финансовые учреждения – социальные фонды, депозитарии). Нет никаких правил или требований, которым должен соответствовать субъект, участвующий в аукционах. Регулярная оценка участников первичного рынка не проводится, также не требуется участие в аукционе на внутреннем рынке.

- Основными покупателями ГЦБ на аукционах первичного рынка являются 4-5 местных банков. ГЦБ в основном хранятся в портфелях активов до наступления срока погашения. Банковская сфера в Кыргызстане сегодня стабильна. Банки в целом хорошо капитализированы.

- Все ГЦБ регистрируются в НБКР и в дематериализованной форме (электронная запись). Расчеты производятся в НБКР по принципу "поставка против платежа" (ППП). Некоторые участники онлайн-встреч отметили, что это не совсем ППП, так как сначала должны быть получены наличные, а затем ценная бумага зачисляется инвестору. ГЦБ котируются только на Кыргызской фондовой бирже (КФБ). На первичном рынке государственных ценных бумаг КФБ проводит операции на бесплатной основе для торговцев государственными ценными бумагами, на вторичном рынке государственных ценных бумаг – комиссия для торговцев государственными ценными бумагами составляет 0,01% от стоимости сделки.

- Условия аукциона по облигациям и Казначейским векселям публикуются на сайте ЦБ. При выпуске новой серии облигаций; сроки и условия выпуска не публикуются до проведения аукциона. Существует только общее положение для всех ценных бумаг, выпущенных правительством.

## 2. Вторичный рынок.

- В настоящее время в обращении находится более 60 линий облигаций, деноминированных в сомах, с фиксированным купоном, со сроком погашения до 10 лет. Облигации очень ограничены и выпускаются в небольшом, не ликвидном объеме от 1 млн. сомов. В среднем за год наступает срок погашения 8 облигационных линий (почти каждый месяц).

- ГЦБ могут торговаться членами Кыргызской фондовой биржи (КФБ) на КФБ, либо ГК могут торговаться на электронных площадках НБКР или на двусторонних внебиржевых торгах. Не существует специальной платформы, предназначенной только для торговли ГЦБ участниками аукционов. Ликвидность торгов, как правило, очень низкая. На сайте НБКР есть некоторая информация о вторичном рынке, но данные в основном относятся к сделкам с обязательством обратного выкупа (РЕПО) с НБКР.

- В 2021 году только 0,23% от общего объема торгов в размере 9 738,18 млн сомов составили сделки

с государственными ценными бумагами (объем торгов государственными ценными бумагами составил 22,75 млн сомов). Расчеты по государственным ценным бумагам осуществляются в НБКР. Вторичный рынок государственных ценных бумаг на КФБ практически отсутствует. С 2015 года КФБ имеет прямой доступ к первичному аукциону государственных ценных бумаг в НБКР через Центральный депозитарий. НБКР является основной торговой платформой для торговли государственными ценными бумагами. Параллельная платформа КФБ предназначена для небанковского сектора в торговле государственными ценными бумагами. Участники КФБ могут покупать государственные ценные бумаги на аукционах КФБ и через Центральный депозитарий – прямого участника первичного аукциона государственных ценных бумаг в НБКР – эти заказы на покупку размещаются на основном аукционе, который проводится в НБКР.

- Индивидуальные инвесторы могут приобрести государственные ценные бумаги через брокерские компании и коммерческие банки. Среди граждан покупка государственных ценных бумаг не очень популярна, так как банки скорее предлагают гражданам депозитные продукты, нежели инвестиции в государственные ценные бумаги. В 2007-2008 годах был реализован проект по размещению и обращению государственных казначейских векселей со сроком погашения 9 месяцев, в рамках которого был организован полный последовательный цикл торгов этими ценными бумагами на фондовой бирже. В рамках данного проекта брокерские компании-участники торгов государственными ценными бумагами привлекали частных инвесторов к покупке государственных казначейских векселей со сроком погашения 9 месяцев. При полном переводе торговли государственными ценными бумагами на платформу фондовой биржи, КФБ привлечет индивидуальных инвесторов к покупке государственных ценных бумаг.

- Вторичный рынок ГЦБ через НБКР доступен только коммерческим банкам. Другие потенциальные инвесторы не могут реально проводить операции с облигациями из-за технических барьеров – кроме коммерческих банков к регистрации в НБКР подключен только Депозитарий. Прямого обслуживания или взаимодействия с обычными людьми не существует. Депозитарий осуществляет связь только с НБКР.

- Расчеты по торговле государственными ценными бумагами на КФБ осуществляются Центральным Депозитарием, основным расчетным агентом по аукционам государственных ценных бумаг является НБКР (автоматизированный процесс). У них больше систем. Статистические данные вторичного рынка публикуются в НБКР. Деньги сначала отправляются в НБКР, а затем ценные бумаги зачисляются инвесторам.

- НБКР может покупать государственные облигации (имеет такую возможность) на вторичном рынке и в прошлом делал это, но в настоящее время не делает, так как это не рекомендуется Всемирным Банком. Это расценивается как финансирование правительства.

- Базовая кривая доходности (структура процентных ставок по срокам) не публикуется, регулярная фиксация облигаций также не проводится, что означает отсутствие общедоступной ориентировочной кривой доходности без риска (кривой доходности ГЦБ). Не существует директивы, положения или закона, касающегося фиксации ориентировочной кривой доходности.

- КФБ может проводить сделки РЕПО, но участники торговли государственными ценными бумагами на КФБ не заинтересованы в этом. Некоторые сделки РЕПО с государственными ценными бумагами проводятся в НБКР среди коммерческих банков. КФБ проводит сделки РЕПО только с корпоративными акциями.

- КФБ является лишь параллельной торговой площадкой для торговли государственными ценными бумагами для небанковского сектора. В соседних странах государственные ценные бумаги и корпоративные акции торгуются на торговой площадке фондовой биржи.

- У КФБ нет филиалов. КФБ имеет собственную автоматизированную электронную торговую систему, через которую проводятся сделки с корпоративными ценными бумагами и государственными ценными бумагами. КФБ является членом Международной ассоциации бирж стран СНГ, в которую входят 20 организаций из 10 стран СНГ. Казахская фондовая биржа и Стамбульская фондовая биржа являются акционерами и партнерами КФБ. Кроме того, заключены соглашения о сотрудничестве с такими биржами, как: Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа, Московская биржа, Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа, Будапештская фондовая биржа. В 2021 году КФБ начала работу по созданию новой модернизированной электронной торговой системы, через которую будут торговаться корпоративные ценные бумаги, государственные ценные бумаги и валюта. Создание центрального контрагента обсуждается с профессиональными участниками и регулятором рынка ценных бумаг.

**V. Заключение.** Внутренний рынок государственных облигаций, будь то первичный или вторичный, играет ключевую роль в эффективности управления государственным долгом. В данном документе содержатся выводы текущей ситуации в Кыргызской Республике, которые можно охарактеризовать как вызовы, которые необходимо решать на основе рекомендаций Всемирного банка и Международного валютного фонда по управлению государственным долгом. Не существует единой модели, которую можно было бы применить в любой точке мира. Каждой стране необходимо адаптировать международный опыт и рекомендации международных финансовых организаций к внутренним условиям, которые также основаны на традициях и опыте конкретной страны. То же самое относится и к Кыргызстану. Однако необходимо искать наилучшие возможные решения вместе со всеми ключевыми субъектами государственного управления и финансового рынка, чтобы любые решения правительства и его органов могли быть реализованы в условиях внутреннего финансового рынка.

#### Литература:

1. Пересмотренные руководящие принципы управления государственным долгом, подготовленные Международным валютным фондом и Всемирным банком (2014 г.). <https://studylib.ru/doc/2498507/rukovodyashhie-principy-upravleniya-gosudarstvennym-dolgom>
2. Протоколы встреч в Бишкеке от декабря 2021 года, проведенные г-ном Франтишек Палко, экспертом по государственному долгу. [https://efsd.org/upload/iblock/674/KR\\_makroobzor\\_2021\\_publ.pdf](https://efsd.org/upload/iblock/674/KR_makroobzor_2021_publ.pdf)
3. Блумберг. Вебсайт Национального банка Кыргызской Республики «Аукционы государственных ценных бумаг» <https://www.nbkr.kg/index1.jsp?item=119&lang=RUS>.
4. Вебсайт Министерства финансов Кыргызской Республики «Структура государственного долга по годам» <https://www.minfin.kg/pages/show/page/struktura-gosudarstvennogo-dolga>
5. Министерство финансов Кыргызской Республики. / Вебсайт Министерства финансов Кыргызской Республики «обслуживание государственного долга» <https://www.minfin.kg/pages/show/page/obsluzhivanie-gosdolga>
6. Министерство экономики и коммерции Кыргызской Республики. - <https://mineconom.gov.kg/ru>
7. Вебсайт Министерства экономики и коммерции Кыргызской Республики «Стратегия развития экспорта страны» <https://mineconom.gov.kg/ru/post/2375>
8. Кульматов С.Э. Состояние и перспективы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике условиях рыночных отношений. // Наука, новые технологии и инновации Кыргызстана. 2009. №. 7. С. 133-137