



**107**

---

**Малгожата Маркевич**

*Перспективы развития рынка  
ценных бумаг  
в Кыргызской Республике*

Перевод с польского Ирины Синициной

*Варшава, май 1997 г.*

Материалы, публикуемые в настоящей серии, имеют рабочий характер и могут быть включены в будущие издания. Авторы высказывают свои собственные мнения и взгляды, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Фонда CASE.

Данная работа подготовлена в рамках проекта «Поддержка экономической трансформации в странах бывшего СССР», финансируемого **Фондом им. Стефана Батория**, Варшава, Польша.

© CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава 1997 г.

ISBN 83-7178-021-4

Издатель:

CASE — Центр социально-экономических исследований  
Польша, 00-585 Warszawa, ul. Bagatela 14

тел.: (48-22) 628-09-12, 629-43-83

факс: (48-22) 628-65-81

e-mail: [case@case.com.pl](mailto:case@case.com.pl)

## Содержание

ВВЕДЕНИЕ .....	5
1. НЕКОТОРЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ.....	5
1.1. Анализ структуры ВВП .....	5
1.2. Факторы, определяющие уровень инвестиций на финансовых рынках .....	7
2. ОРГАНИЗАЦИЯ РЫНКА КАЗНАЧЕЙСКИХ БОНОВ .....	11
2.1. Виды предложения.....	12
2.2. Участники .....	13
2.3. Изменения в правовом регулировании .....	14
3. ДИНАМИКА РАЗВИТИЯ РЫНКА КАЗНАЧЕЙСКИХ БОНОВ.....	18
3.1. Первичный рынок .....	18
3.2. Вторичный рынок .....	23
4. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ БЮДЖЕТНОГО ДЕФИЦИТА.....	24
4.1. Теоретический анализ.....	25
5. ВЫВОДЫ .....	26
Таблицы.....	30
Библиография .....	35

## **Введение**

Разработке программ системной трансформации в постсоветских государствах сопутствовала убежденность в возможности развития динамичного емкого рынка казначейских ценных бумаг. Практическая реализация этой задачи, однако, оказалась более трудной, чем ожидалось. Кыргызская Республика стала одной из первых стран, где приступили к реализации этой задачи. Одновременно с введением национальной валюты (сома) в мае 1993 г. в Кыргызской Республике был создан рынок казначейских ценных бумаг. В России эмиссию казначейских векселей (государственных краткосрочных бескупонных облигаций — ГКО) также начали проводить в мае 1993 г., а позднее, с начала 1995 г., началась эмиссия таких векселей и на Украине. Несмотря на то, что рынок казначейских векселей в Кыргызской Республике существует уже длительное время, он не является существенным источником финансирования бюджетного дефицита. Представленный ниже анализ является попыткой ответить на вопрос, почему рынок казначейских векселей играет маргинальную роль и почему динамика его развития столь невысока.

## **1. Некоторые макроэкономические проблемы**

### **1.1. Анализ структуры ВВП**

После провозглашения независимости в 1991 г. в Кыргызской Республике начался сложный процесс внедрения механизмов рыночной экономики. Распад Советского Союза привел к разрыву прежних кооперационных связей, к изменению структуры внешней торговли и уровня внутреннего потребления. Необходимость изменения профиля производства, приведение цен к реальному уровню, а также внедрение на предприятиях механизмов повышения эффективности привели к существенному снижению валового внутреннего продукта (ВВП). Темпы снижения ВВП составляли соответственно: в 1991 г. — 7,8%, в 1992 г. — 13,9%, в 1993 г. — 15,5%, в 1994 г. — 20,1%, в 1995 г. — 6,2%. Это означает, что объем официально регистрируемого ВВП (без учета так называемой теневой экономики) снизился за пять лет более чем на 50%. Однако темпы сни-

жения отдельных элементов ВВП были различными. В таблице 1 представлены характеристики трех агрегатных величин — потребления, инвестиций и сальдо текущих оборотов (уменьшенного на величину трансфертов и доходов нетто — *net factor income*) в процентах к ВВП в соответствии с формулой расчета величины внутреннего продукта на основе расходов всех хозяйственных субъектов.

Доля потребления в ВВП снизилась в 1994 г. на 10 процентных пунктов. Это, однако, не означает, что произошло снижение внутреннего спроса, поскольку это снижение компенсировалось ростом капиталовложений. Снижение потребления в равной степени касалось государства, домашних хозяйств и публичного сектора. Сокращение внутреннего потребления наряду с резким снижением внешней торговли и ограниченной активностью в освоении новых рынков сбыта привели к существенному росту запасов (с 1,7% ВВП в 1993 г. до 7,7% ВВП в 1994 г.). Это свидетельствует об отсутствии существенных структурных изменений на предприятиях. Объем производства продолжал определяться производственными мощностями производителей, а не существующим спросом на товары и услуги. В то же время доля фондовых инвестиций в ВВП снизилась на один процентный пункт и в 1994 г. составила 12,1%. Несомненно, 1994 г. был чрезвычайно трудным для экономики Кыргызской Республики. Отмечавшемуся более чем 20%-ному спаду реального ВВП (по сравнению с предыдущем годом) не сопутствовали изменения структуры предложения и внутреннего спроса.

В 1995 г. доля внутреннего спроса в ВВП сократилась незначительно. Объем запасов снизился, полностью компенсировав рост, отмечавшийся в 1994 г. Одновременно отмечался рост фондовых инвестиций. Несмотря на то, что в структуре капиталовложений произошли позитивные изменения, их доля в ВВП снизилась более чем на 4 процентных пункта. Снижению доли инвестиций сопутствовал компенсирующий его рост доли потребления в ВВП. В наибольшей мере возросла доля потребления правительственного сектора (на 2,4% ВВП), домашних хозяйств (на 2,3% ВВП), а доля потребления публичного сектора снизилась (на 0,7% ВВП).

Несмотря на то, что изменения доли потребления и инвестиций в ВВП в течение 1993-1995 гг. в значительной мере взаимно компенсировались, из сказанного выше можно сделать следующие выводы:

– снижение внутреннего потребления касалось главным образом домашних хозяйств и вслед за ними — публичного сектора. Потребление государственной администрации сокращалось медленнее, чем снижался ВВП;

– росту доли инвестиций в ВВП сопутствовал рост доли фондовых инвестиций и снижение запасов;

– снижению ВВП в 1993-1995 гг. сопутствовало снижение внутреннего спроса домашних хозяйств и публичного сектора, а также снижение запасов товаров.

Анализируя величину сальдо текущих оборотов (с учетом иностранной помощи) и уровень инвестиций, можно сделать вывод относительно уровня сбережений в экономике. Уравнение (1) показывает объем сбережений в процентах к ВВП. Результаты вычислений содержатся в таблице 2.

$$S - I = CAB \quad (1)$$

где: S — доля сбережений в процентах к ВВП,  
I — доля инвестиций в процентах к ВВП,  
CAB — доля дефицита текущих оборотов в процентах к ВВП.

Финансовый «разрыв» между сбережениями и инвестициями финансировался за счет иностранных финансовых поступлений. Их величина в рассматриваемый период сократилась. Инвестиции во все большей мере финансировались за счет отечественных сбережений. Следует подчеркнуть, что прирост сбережений и инвестиций в реальном выражении был положительным. Необходимым условием роста инвестиций на финансовых рынках (в том числе казначейских бонов) был рост свободных сберегательных ресурсов. Можно считать, что это условие было выполнено. Следует также помнить о следующих ограничениях:

– объем агрегатов потребления, инвестиций и сбережений был подвержен сильным колебаниям, и нельзя говорить о тенденциях их изменений;

– вышеприведенный анализ не учитывает взаимной задолженности хозяйственных субъектов, а исходит из того, что рассматриваемые величины были фактически достигнуты;

– неизвестно, какая часть сбережений могла быть использована на инвестирование на финансовых рынках; попытку ответить на этот вопрос содержит анализ финансового сектора (см. раздел 1.2).

## **1.2. Факторы, определяющие уровень инвестиций на финансовых рынках**

Среди факторов, определяющих уровень инвестиций на финансовых рынках, можно выделить следующие: доверие к эмитенту-должнику; оценка перспектив экономического развития (например, уровня инфляции, уровня валютного курса); ожидаемый инвестиционный риск, связанный с

оценкой состояния финансового сектора; уровень реальных процентных ставок; ожидаемая прибыль по сравнению с уровнем прибыли на нефинансовых рынках. Существуют также факторы, связанные с организацией финансового рынка (доступность услуг, величина операционных затрат), о которых речь пойдет в разделе 2.

Объем инвестиций физических лиц на финансовых рынках зависит от уровня денежных доходов и структуры расходов. Здесь имеют значение такие факторы, как доля в расходах постоянных видов платежей (например, за коммунальные услуги) и доля расходов на продовольствие и уровень задолженности по выплате заработной платы.

Население Советского Союза имело отрицательный опыт в приобретении государственных ценных бумаг. Речь идет о выпускавшихся в пятидесятые годы облигациях, приобретение которых было обязательным и которые были впоследствии выкуплены. Другая эмиссия была произведена в начале 60-х годов. Реальная стоимость инвестированных тогда средств была полностью «съедена» инфляцией. Возникшие на обломках СССР новые страны приняли на себя обязательства по этим займам, однако принятые ими решения ни в одном из государств не предусматривали проведения полной индексации<sup>1</sup>. Хотя этот опыт был накоплен старшим поколением, опасения связанные с ним, несомненно, существуют и сегодня. **Несмотря на то, что государство не может обанкротиться (теоретически риск неплатежеспособности эмитента при инвестировании в казначейские бумаги равен нулю), можно предположить, что в экономиках, переживающих период трансформации, доверие к государству как должнику невелико.**

Темпы проведения экономических реформ в Кыргызской Республике всегда считались чрезвычайно высокими. Здесь была быстро проведена либерализация внутреннего рынка, быстро подавлена инфляция, а введенный внешнеторговый режим представляет собой один из наиболее либеральных среди стран СНГ. Столь высокая оценка процесса стабилизации, однако, не может быть отнесена также и к процессам реструктуризации предприятий. Малую приватизацию можно считать завершенной, близится к завершению массовая приватизация. Вместе с тем, приватизация средних и крупных предприятий, проводимая по индивидуальным проектам, протекает медленно.

---

<sup>1</sup> В 1996 г. парламент Кыргызской Республики принял закон о полной индексации сберегательных вкладов в государственных банках. Президент Кыргызской Республики наложил вето на это решение. Однако существует опасность, что в 1997 г. парламент большинством голосов сумеет преодолеть это вето президента. Это будет означать, что бюджет примет на себя огромные обязательства (речь идет о сумме, равной примерно половине ВВП).

Безоблачную картину хода реформ омрачил опыт 1996 г. Показатель инфляции (декабрь к декабрю) составил 35% и был выше соответствующего показателя предыдущего года на 3,1 процентных пункта. Дефицит консолидированного бюджета составил 5,6% ВВП. В 1996 г. произошло падение курса сома почти на 50%. В то же время, по данным Комитета по статистике Кыргызской Республики, рост ВВП составил 5,5%.

Эти явления, несомненно, сказались на росте инфляционных ожиданий. Возникает опасение, что к запланированному на 1997 г. уровню инфляции (17%) следует относиться с определенной долей скепсиса. **Можно сказать, что оценка хозяйственными субъектами перспектив экономического развития осуществляется с большой долей недоверия.**

Очевидно, инвестиционные решения субъектов хозяйствования в Кыргызской Республике обладают большой инерционностью. Об этом может свидетельствовать факт роста объема сбережений в Эльбанке уже после того, как было объявлено о введении в нем временной администрации. Проблемой банковского сектора были плохие долги и низкая величина собственных капиталов. Это обстоятельство способствовало многочисленным решениям банковского надзора о ликвидации банков (только в 1996 г. было ликвидировано пять банков, в том числе три из них — с участием иностранного капитала). В 1996 г. начата реализация программы *FINSAC*, целью которой являются реструктуризация и укрепление банковского сектора. В оценке состояния банковского сектора мы исходим из проблемы плохих долгов, ликвидации институтов, страхующих банковские кредиты, а также из ликвидации банков. Можно утверждать, что «дно» кризиса уже позади, однако на несколько ближайших лет остается задача возвращения доброго имени.

В мае 1995 г. в Кыргызской Республике была открыта фондовая биржа. На ней обращаются приватизационные купоны и акции предприятий. Динамика развития этого рынка низка и он играет маргинальную роль на рынке финансовых институтов.

На рынке небанковских финансовых учреждений действуют и инвестиционные, страховые, пенсионные фонды, ломбарды, пункты обмена валют. В накоплении средств инвесторов фонды играют незначительную роль. **В этой ситуации можно предположить, что ожидаемые инвестиционные риски, связанные с оценкой состояния финансового сектора, могут стать реальным препятствием на пути развития этого сектора.**

Можно предположить, что по мере преодоления высокой инфляции удастся поддерживать реальные положительные процентные ставки по банковским вкладам. Тем не менее существуют большие различия между ставками в различных банках в зависимости от величины вклада. **С точки зрения инвестора существенным представляется то, чтобы форма бан-**



ковского вклада позволяла сохранять его реальное содержание, хотя такая инвестиция и представляется чрезвычайно рискованной ввиду возможной неплатежеспособности банка.

Объем инвестиций физических лиц на финансовых рынках определяется объемом денежных доходов населения. В эту категорию входят следующие группы доходов: заработная плата, премии, денежные надбавки к заработной плате, доходы от хозяйственной деятельности, пенсии и стипендии, доходы от продажи сельскохозяйственной продукции, доходы от финансового инвестирования и прочие виды доходов. Динамика денежных доходов и расходов представлена в таблице 3.

В Кыргызской Республике отмечается постоянный рост номинального объема денежных доходов, в то время как реальные денежные доходы населения снижаются<sup>2</sup>. В 1992 г. они снизились по сравнению с 1991 г. почти наполовину, в 1993 г. — на 32,4%, в 1995 г. — на 13,5%, а в 1996 г. — на 3,9%. Доходы от собственности (дивиденды, проценты по вкладам и доходы от ценных бумаг) в 1996 г. составили 141 млн. сомов, то есть 1,05% совокупных денежных доходов населения (в 1995 г. — 1,5%). Начиная с 1994 г. сокращались реальные расходы населения. **Доля сбережений, размещенных в банковских вкладах и в ценных бумагах, в общих расходах составила в 1993 г. 0,8%, в 1994 г. — 1,6%, в 1995 г. — 0,8%, в 1996 г. — 0,5%.** Снижение доли средств, размещенных в банковских вкладах и в ценных бумагах, в последние два года было связано с перемещением этих средств на закупку иностранной валюты. Это явление особенно четко проявилось в ноябре прошлого года, когда в результате девальвации сома население направило на приобретение иностранной валюты 23,8% всех расходов. На эти закупки расходовались не только текущие доходы, но и перемещались средства уже размещенных сбережений.

Подводя итог, следует сказать, что не обеспечив долгосрочной стабилизации курса сома, не следует ожидать роста активности физических лиц на финансовом рынке. Расходы домашних хозяйств (после приобретения товаров и услуг) характеризуются высокой эластичностью в отношении изменения курса национальной валюты. В то же время следует учитывать, что существует задолженность по выплате заработной платы, пенсий и по другим выплатам. Это ограничивает объем денежных средств в распоряжении физических лиц, который мог бы быть направлен на инвестирование на финансовом рынке. В-третьих, средняя величина расходов на приобретение товаров и услуг в бюджетах домашних хозяйств чрезвычайно высока и составляла в 1996 г. 83%. Следует обратить внима-

---

<sup>2</sup> Это, конечно, касается доходов, регистрируемых официальной статистикой. В действительности же вследствие быстрого роста так называемой теневой (незарегистрированной) экономики эти доходы сократились в меньшей степени.

ние на то, что основную часть этих расходов представляют собой расходы на приобретение продовольствия и на оплату основных коммунальных услуг. Такое положение существенно ограничивает объем средств, которые могли бы быть инвестированы.

Характерной чертой экономики Кыргызской Республики является относительно низкий уровень ее монетаризации (характеризующийся в течение года значительными колебаниями). В 1994 г. этот показатель составлял 12,7%, в 1995 г. — 17,4%, а в 1996 г. — 16,1%. Столь невысокий показатель отношения денежной массы М2 к ВВП в условиях плавающего валютного курса делает спрос на национальную валюту чрезвычайно отзывчивым на перемещения капитала и на инфляционные ожидания. Экономика Кыргызской Республики характеризуется относительно низким уровнем денежных расчетов, поэтому повышение спроса на деньги по крайней мере в том же темпе, в каком возрастает реальный ВВП (а это на практике означает повышение доверия к стабильности отечественной валюты), является необходимым условием для создания активных финансовых рынков.

Целью описания отдельных макроэкономических проблем было очертить общие рамки, в которых в Кыргызской Республике формируется финансовый рынок. В следующем разделе будут детально проанализированы проблемы рынка казначейских бонов.

## **2. Организация рынка казначейских бонов**

Одновременно с введением национальной валюты (10 мая 1993 г.) была начата эмиссия краткосрочных казначейских ценных бумаг. На основании соглашения между Министерством финансов и НБКР в 1993-1994 гг. центральный банк выпускал векселя. Введение этого инструмента позволило использовать свободные средства банковского сектора и способствовало развитию кредитных аукционов, проводившихся Центральным банком (кредит можно было получить под залог, а его акцептной формой были казначейские векселя). Бюджетный дефицит финансировался за счет внешних источников и кредита центрального банка. Ограниченные размеры средств, полученных от продажи казначейских векселей, позволили НБКР проводить денежную политику. Аукционы казначейских векселей стали инструментом регулирования количества денег в обращении.

С начала 1995 г. поступления от реализации казначейских векселей направляются в Министерство финансов, которому передано также об-

служивание этих обязательств. Центральный банк выполняет роль депозитария: хранит информацию о закупленных векселях (казначейские векселя имеют немонетарную форму и существуют в виде записей на счетах участников рынка), а также осуществляет расчеты между дилерами на первичном рынке.

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. Низкая активность коммерческих банков на рынке казначейских бонов в 1993 г. была связана с отсутствием опыта вложения средств в ценные бумаги и со слишком мягкой кредитной политикой, результатом которой стали портфели плохих долгов в банковских активах. Неумение оценить инвестиционные риски привело многие банки к банкротству или по меньшей мере к серьезным проблемам с ликвидностью.

## **2.1. Виды предложения**

В 1993 г. в обороте находились векселя с трехмесячным сроком выкупа, в 1995 г. были введены также шестимесячные и двенадцатимесячные ценные бумаги. Векселя продавались с дисконтом. Номинальная стоимость векселя составляла 100 сомов. Любой из участников мог заявить 5 предложений о покупке на сумму не менее 1000 сомов каждая. Предложения удовлетворялись по сопоставимой цене (от наименьшего дисконта) до исчерпания объявленного предложения. В 1993 г. Центральный банк на каждом из аукционов устанавливал минимальную акцептную цену, но в 1994 г. он отказался от использования этой практики. Во второй половине 1997 г. планируется ввести дифференцированное предложение за счет введения облигаций сберегательного займа с переменной процентной ставкой со сроком выкупа 12 месяцев, предназначенных исключительно для физических лиц. Процентные ставки будут устанавливаться ежеквартально на основе доходности трехмесячных казначейских векселей. Такие бумаги не будут находиться в свободном обращении.

## **2.2. Участники**

Первоначально участниками рынка могли выступать только банки, осуществлявшие сделки от собственного имени. С мая 1994 г. банки по-

лучили право представлять на вексельных аукционах своих клиентов (физических и юридических лиц) и приобретать за их счет казначейские ценные бумаги. По действующему законодательству иностранные субъекты допускаются к участию на рынке казначейских векселей.

В сентябре 1994 г. были введены ограничения объемов спроса, предъявляемого отдельными коммерческими банками. Целью этого регулирования было ограничение возможности оказания отдельным банком заметного воздействия на величину процентных ставок. Приобретая ценные бумаги за собственный счет, коммерческий банк имел возможность объявить спрос на сумму до 50% объема эмиссии. В соответствии с принятыми в октябре 1994 г. Центральным банком дополнениями к принципам проведения аукционов казначейских векселей для банковских учреждений был введен обязательный порядок объявления конкурентных<sup>3</sup> предложений. Небанковские учреждения имеют право объявлять неконкурентные предложения<sup>4</sup>.

Ликвидация двух банков (Агропромбанка и Эльбанка), имевших развитую сеть отделений, создала реальную угрозу ограничения доступа мелких вкладчиков к банковским учреждениям. Стремясь использовать существующую сеть отделений и избежать падения уровня сбережений физических лиц, в июле 1996 г. решением правления НБКР была создана Расчетно-сберегательная компания (РСК). Ее единственным участником является НБКР, хотя предусматривается возможность преобразования компании в акционерное общество и его последующая приватизация. Главной задачей компании является выплата пенсий и всех видов доходов работникам бюджетной сферы. Характерной чертой этого нового финансового учреждения является ограничение инвестиционной активности операциями на рынке государственных ценных бумаг (казначейские векселя, купоны), а также кредитными аукционами Центрального банка<sup>5</sup>. Компания не имеет права предоставлять кредиты. На основании решения правления Центрального банка от марта 1997 г. РСК была наделена правом проводить отдельные валютные операции. После получения валютной лицензии права РСК будут расширены. Предполагается, что процентные ставки по депозитам должны зависеть от прогнозируемой доходности казначейских векселей. Согласно данным Агропромбанка, на момент соз-

---

<sup>3</sup> Конкурентная оферта содержит в себе требование объявления цены, по которой инвестор готов приобрести казначейские векселя. Слишком низкая цена может означать, что оферта не будет реализована, а слишком высокая — что реализованный доход будет слишком мал. Задачей банка является учет этого риска.

<sup>4</sup> Неконкурентной офертой является та, которая будет реализована по средневзвешенной цене, установленной на очередном аукционе. Это означает, что для того, чтобы реализовать соглашение, инвесторы не должны конкурировать при помощи цены.

<sup>5</sup> На основании распоряжения НБКР от 13 января 1997 г. кредитные аукционы были ликвидированы.

дания компании ожидалось, что спрос на казначейские векселя составит около 15 млн. сомов в год. Хотя процентные ставки по депозитам могут быть ниже, чем в коммерческих банках, на основании поведения депозиторов Эльбанка был сделан вывод о том, что объем депозитов может быть высоким. При этом исходили из того, что существует многочисленная группа клиентов Эльбанка, которые больше ценят низкий риск инвестиций, чем уровень ожидаемого дохода. Таким образом, был создан сильный институциональный инвестор, который в августе 1996 г. начал деятельность на рынке казначейских векселей.

### **2.3. Изменения в правовом регулировании**

На основании инструкции Центрального банка «О порядке работы с государственными казначейскими векселями», введенной 17 января 1994 г., коммерческие банки получили право выпускать в обращение казначейские векселя.

12 марта 1996 г. вышло распоряжение НБКР «Положение о первичных дилерах Национального банка Кыргызской Республики». Целью введения регулирования было упорядочение принципов функционирования рынка казначейских векселей и повышение их ликвидности. В соответствии с распоряжением, дилерами первичного рынка могут быть коммерческие банки (являющиеся резидентами Кыргызской Республики), обязующиеся постоянно действовать на первичном рынке и поддерживать высокую ликвидность казначейских векселей на вторичном рынке. Инструкция четко определила порядок предоставления коммерческим банкам прав дилера первичного рынка, их права и обязанности.

Задачей регулирования является защита прав участников рынка. В начале 1997 г. функции дилеров первичного рынка выполняли девять коммерческих банков (из восемнадцати действующих). Следует обратить внимание на два положения, касающиеся обязанностей дилера. Во-первых, дилер обязан участвовать в аукционах казначейских векселей и заявлять оферту на сумму не менее чем на 150% от доли дилера в объеме эмиссии (включая объем оферт банковских и небанковских инвесторов)<sup>6</sup>. Во-вторых, дилер обязан соответствовать нормативам, установленным НБКР<sup>7</sup>,

---

<sup>6</sup> До этого момента ограничений минимального уровня оферты коммерческого банка не существовало.

<sup>7</sup> Эти требования касаются следующих показателей: риска на одного кредитополучателя и ликвидности банка. Показатель риска на одного кредитополучателя равен отношению суммы кредитов, гарантий и других обязательств банка, приходящихся на одного кредитополучателя, к капиталу банка. Величина этого показателя для не связанного с банком кредитополучателя не может превышать 25%, а для связанного с банком кредитополучателя (акционера, членов руководства или работников банка) не может быть выше 15%. Показатель ликвидности, рассчитанный как доля ликвидных активов в сумме краткосрочных обязательств, не может быть ниже 30%.

а также являться неубыточным в течение последних шести месяцев. **Первое условие обеспечивает такое положение, при котором объем заявленного спроса не дает информации о фактической ликвидности банковского сектора.** На основе спроса нельзя делать вывод о реальной заинтересованности инвесторов в размещении средств на рынке казначейских векселей.

По решению правления НБКР от 6 июня 1996 г. вступил в силу «Временный порядок неконкурентной продажи ГКВ физическим лицам через учреждения НБКР». Целью этого регулирования было расширение участия физических лиц на рынке казначейских векселей. До этого мелкие инвесторы могли делать это с помощью коммерческих банков-посредников, являвшихся дилерами на первичном рынке. Однако существующие банки имеют лишь небольшое число отделений и, кроме того, не заинтересованы в обслуживании мелких инвесторов<sup>8</sup>.

С принятием вышеназванного решения физические лица получили право при приобретении векселей прибегать к посредничеству отделений НБКР (в настоящее время существует пять областных отделений НБКР). Они имеют право заявлять неконкурентные оферты. Право приобретать векселя по средневзвешенной цене, то есть векселя, обладающие средней доходностью, является исключительной прерогативой физических лиц, использующих новую форму оферты. Министерство финансов имеет возможность удовлетворять спрос не в полной мере. В этой ситуации объем заявленных отделениями НБКР оферт соответственно сокращается (на такой же процент). Далее, каждое из отделений имеет право удовлетворять оферты в порядке очередности их поступления вплоть до исчерпания предложения. Заявленный в отделениях НБКР объем спроса физических лиц не влияет на ход аукционов и на установление средневзвешенной цены. Таким образом, мелкие инвесторы, вступая в контакт только с отделениями НБКР, могут заявлять спрос на векселя, приобретать их и получать доход с момента приобретения ценных бумаг. Мелкий инвестор не должен оценивать уровень цен. Если аукционная цена не соответствует его ожиданиям (а тем самым он получает слишком низкий доход), можно без каких-либо последствий для себя не заявлять оферты. Приобретенные в отделениях НБКР казначейские векселя не могут обращаться на вторичном рынке.

В соответствии с решением НБКР от 22 августа 1996 г. вступили в силу два распоряжения, касающиеся принципов функционирования рынка казначейских векселей. С помощью первого из них («Правила участия

---

<sup>8</sup> Провизия банка составляет 1% от объема сделки, независимо от ее объема. Таким образом, инвесторы, осуществляющие более крупные сделки, являются для банка источником больших доходов.

институциональных инвесторов на аукционах по продаже ГКВ») для институциональных инвесторов, то есть пенсионных фондов, страховых обществ и других финансовых учреждений вводится упрощенный порядок участия в аукционах казначейских векселей. С этого момента институциональные инвесторы получили право открывать специальные счета в НБКР. Центральный банк не взимает за это оплаты. Движение средств на счету вместе с объявленной офертой является основанием для участия в торгах. Если состояние счета ниже, чем заявлено в оферте, то такая оферта не будет реализована. Институциональные инвесторы могут использовать эту форму участия в приобретении векселей от собственного имени и за собственный счет. Возникла возможность выдвижения конкурентных и неконкурентных оферт. При конкурентных офертах инвестор имеет право предложить не более пяти вариантов цен при приобретении не менее 100 векселей по каждой цене. Казначейские векселя, приобретенные в соответствии с порядком, предусмотренным в этом распоряжении, не могут обращаться на вторичном рынке.

Вторым распоряжением («Временные правила проведения торгов на вторичном рынке») был создан механизм функционирования вторичного рынка казначейских векселей. Предусмотрена возможность проведения сделок два раза в неделю, а по мере роста объема рынка периодичность проведения сделок будет увеличена.

Цена казначейских векселей на вторичном рынке устанавливается НБКР на основе информации, полученной от дилеров первичного рынка. Банк имеет возможность своим решением изменить величину цены. Участниками вторичного рынка являются дилеры первичного рынка, осуществляющие сделки за свой счет, от собственного имени или от имени своих клиентов. К участию к операциям на вторичном рынке допускается также Центральный банк. Сделка считается заключенной, если предлагаемая продавцом цена равняется цене, по которой покупатель решил приобрести казначейские векселя (количество векселей в предложениях обеих сторон не обязательно должно совпадать). При удовлетворении оферт во внимание принимается только объявленная цена. Если для реализации данной оферты существует несколько возможностей (несколько предложений с одинаковой ценой), то дилер первичного рынка имеет право выбрать второго участника сделки. Минимальный объем предложения дилера первичного рынка составляет 100 векселей, а инвестора — 50 векселей. В процессе оборота векселей на вторичном рынке дилеры имеют право изменять цену и количество предлагаемых для реализации ценных бумаг, но не могут отказаться от сделки по последней объявленной ими цене. Расчеты между дилерами первичного рынка ведет Центральный банк.

12 ноября 1996 г. вступило в силу распоряжение Центрального банка «Временный порядок проведения аукционов РЕПО-соглашений Национального банка Кыргызской Республики». Сделки *repo* должны стать дополнительным инструментом регулирования количества денег в обращении. С точки зрения специфики этих сделок они представляют собой идеальный инструмент прямой интервенции на денежном рынке. Наряду с кредитными аукционами они являются краткосрочными инструментами рефинансирования коммерческих банков. Предметом торговли были казначейские векселя с трехмесячным сроком погашения. Представленные оферты удовлетворялись, начиная с минимальной предлагаемой дисконтной ставки. На основании анализа межбанковского рынка был установлен 30-дневный срок выкупа. В соответствии с распоряжением НБКР сделки должны проходить раз в неделю. Дилеры первичного рынка имеют право выкупить векселя до наступления оговоренного при заключении соглашения срока. Одновременно вводится обязательное объявление об офертах в объеме не менее доли дилера, умноженной на величину закупок, объявленных центральным банком. Максимальный объем оферты не должен превышать 50% стоимости векселей, которые Центральный банк намеревался приобрести на условиях *repo*.

Как видно из приведенного анализа, в 1996 г. НБКР предпринял много шагов, нацеленных на упорядочение рынка казначейских векселей. С целью повышения активности инвесторов и объемов сделок физические лица получили возможность приобретать векселя в отделениях НБКР, а для институциональных инвесторов была упрощена процедура участия в аукционах на первичном рынке. Принятое регулирование определяет права и обязанности дилеров первичного рынка и создает механизм функционирования вторичного рынка. К числу недостатков принятых решений следует отнести то, что векселя, приобретенные физическими лицами в отделениях НБКР, а также векселя, приобретенные институциональными инвесторами, исключаются из оборота на вторичном рынке. Кроме того, установление величины минимальной оферты инвестора на вторичном рынке на уровне 100 векселей, а для остальных участников рынка — на уровне 50 векселей не способствует расширению участия мелких инвесторов. Названные недостатки являются препятствием для развития вторичного рынка.

### 2.3.1. Налоговое законодательство

Действующий с 11 февраля 1995 г. закон о налогообложении физических лиц содержит перечень доходов, исключаемых из налогообложения. К числу таких доходов относятся проценты по вкладам, дивиденды и доходы от реализации приватизационных купонов; вместе с тем, данный



перечень не содержал доходов от приобретения казначейских векселей. Во введенном с 1 июля 1996 г. Налоговом кодексе содержалось положение о 15%-ном налогообложении процентов и дивидендов, получаемых физическими лицами у источника выплат. Принятый 27 декабря 1996 г. закон «О внесении изменений и дополнений в Налоговый кодекс Кыргызской Республики» освобождает доходы физических лиц, получаемые от приобретения казначейских векселей, от налогообложения.

На основании Налогового кодекса доходы от казначейских векселей, получаемые юридическими лицами, облагались налогом у источника выплат по ставке 15%. В соответствии с принятыми в декабре 1996 г. изменениями ставка была снижена до 5%. Это положение не относится к доходам, получаемым банками-резидентами, у которых доходы от операций с казначейскими векселями включаются в совокупный доход и облагаются налогом по ставке 30%.

В настоящее время юридическая интерпретация налогообложения доходов, получаемых от операций с казначейскими векселями на вторичном рынке, отсутствует. НБКР обратился в Налоговую инспекцию с просьбой дать интерпретацию действующего в этом случае законодательства.

### **3. Динамика развития рынка казначейских бонов**

#### **3.1. Первичный рынок**

В 1993 г. ежемесячный объем предложения векселей колебался в границах от 2 до 6,5 млн. сомов, а объем продаж ценных бумаг был значительно ниже — от 240 тыс. до 3,95 млн. сомов (из-за плохого финансового состояния коммерческих банков их оферты не были акцептованы полностью). Участниками рынка могут быть только банки, осуществляющие сделки от собственного имени. Для каждого аукциона Центральный банк устанавливает акцептную цену, ограничивая таким образом уровень максимального дохода.

Начиная с февраля 1994 г. вексельные аукционы проводились еженедельно. НБКР отошел от практики установления минимальной цены. Ежемесячный объем предложения по сравнению с предыдущим годом значительно возрос и колебался в границах от 400 тыс. сомов в январе до 48 млн. сомов в июне. В течение всего года (за исключением февраля и марта) на вексельных аукционах реализовывался весь объем выставленных на продажу векселей. Одновременно с реструктуризацией овердрафтов

коммерческих банков в НБКР<sup>9</sup> и введением на кредитных аукционах более жестких страховых требований объем заявленного предложения в апреле 1994 г. возрос. С этого времени до конца 1994 г. спрос на векселя превышал предложение. С мая 1994 г. банки начали использовать созданные для них правовые возможности для выставления на аукционах казначейских векселей своих клиентов (физических и юридических лиц) и приобретения за их счет казначейских ценных бумаг.

Клиенты банка могли предлагать неконкурентные оферты. Объем неконкурентных оферт колебался от 3 до 8% всего объема продаж. Доля небанковских субъектов в общем объеме реализованных векселей была незначительной, за исключением периода с сентября по ноябрь 1994 г., когда она составляла соответственно 14%, 45,2% и 16,2% от объема продаж. Основной причиной этого была повышенная активность иностранных банков на рынке ценных бумаг. С апреля по ноябрь 1994 г. эффективная доходность казначейских векселей была выше ставок на кредитных аукционах, что давало коммерческим банкам возможность получать высокие доходы от спекуляций на этих двух рынках. В конце года доходность векселей значительно снизилась.

В 1995 г. предложение векселей возросло за счет введения ценных бумаг с шести- и двенадцатимесячным сроком погашения. Поступления от реализации, а также обслуживание векселей было передано Министерству финансов. Ежемесячный объем предложения колебался в пределах от 3,5 млн. сомов до 27 млн. сомов. Показатель покрываемости (отношение объема спроса к объему предложения) в августе и сентябре, а также в ноябре и декабре был ниже единицы. В остальные месяцы года заявленный спрос был в среднем в 1,5 раза выше заявленного предложения. В августе, сентябре, а также в декабре месяце вследствие снижения спроса векселей было реализовано на сумму, меньшую, чем объем предложения. Причиной этого был низкий уровень ликвидности коммерческих банков и монопольное положение одного из банков на рынке казначейских векселей. Переживая финансовые трудности, этот банк снизил свою активность на вексельных аукционах, что немедленно отразилось на объеме объявленного спроса и на объеме продаж.

Предложение векселей с шестимесячным сроком погашения колебалось в границах от 500 тыс. сомов в феврале и апреле до 5 млн. сомов в августе. Объявленный спрос несколько превышал предложение, что по-

---

<sup>9</sup> В апреле 1994 г. НБКР заменил овердрафты коммерческих банков на счетах в Центральном банке на трехлетний кредит, предоставляемый по ставке, устанавливаемой на кредитных аукционах (проценты выплачиваются еженедельно). Реструктуризация задолженности коммерческих банков дала возможность возобновить проведение таких аукционов. Примерно 85% задолженности приходилось на «Агробанк».

зволило разместить векселя в объеме оферты Министерства финансов. Лишь в сентябре месяце заявленный спрос составил 2% от объема предложения и был полностью удовлетворен.

Объем предложения векселей с двенадцатимесячным сроком погашения был крайне низким и колебался в границах от 200 тыс. до 1 млн. сомов. Заявленный спрос в июле и августе был чрезвычайно низким. Было размещено примерно 10% от представленного предложения. Отсутствие заинтересованности в размещении средств в долгосрочных инструментах привело к приостановлению проведения аукционов векселей с двенадцатимесячным сроком погашения на 11 месяцев.

Объем предложения трехмесячных векселей в 1996 г. составил 5 млн. сомов в январе; в течение года он постоянно возрастал и в августе достиг максимального уровня в 29 млн. сомов. Заявленный на рынке спрос в среднем был в два раза выше, что позволило реализовать векселя в размерах, равных объему предложения. К концу года по мере ограничения предложения спрос на трехмесячные векселя в три раза превысил стоимость предлагавшихся к реализации ценных бумаг.

В первом квартале 1996 г. векселя с шестимесячным сроком погашения не были представлены к реализации. Начиная с апреля, величина предложения шестимесячных векселей значительно превышала объем оферты предыдущего года. Объем предложения в апреле составил 1,5 млн. сомов. Заявленный участниками рынка спрос был более чем в два раза выше. Весь объем представленной оферты был реализован.

Векселя с двенадцатимесячным сроком погашения были представлены на четырех аукционах, проводившихся с июля по октябрь 1996 г. Объем предложения был низким и составил в расчете на один аукцион 1 млн. сомов. Величина спроса в среднем была более чем в четыре раза выше. Весь объем представленных к реализации векселей был выкуплен.

Решения правления НБКР об организации механизма приобретения казначейских векселей физическими лицами в отделениях банка, а также о создании Расчетно-сберегательной компании привели к появлению новых участников на рынке государственных ценных бумаг. Обе группы инвесторов были заинтересованы в приобретении краткосрочных векселей. Их доля на рынке (в процентах от объема реализации) была невысока и не превысила в августе и сентябре 1996 г. 0,5%, а в 1996 г. в целом была ниже 1%.

Подводя итог, следует отметить, что объем реализации векселей на аукционах составил соответственно 12,3 млн. сомов в 1993 г., 271,3 млн. сомов в 1994 г., 186,2 млн. сомов в 1995 г. и 372 млн. сомов в 1996 г. В течение первых двух лет в обращении находились только трехмесячные векселя. В 1995 г. доля трехмесячных векселей в общем объеме продаж

составила 90,3%, а в 1996 г. она сократилась до 66,5%. Доля векселей с шестимесячным сроком погашения в объеме продаж возросла с 9,3% в 1995 г. до 32,5% в 1996 г. Двенадцатимесячные векселя в 1995 г. составляли лишь 0,4%, а в 1996 г. — 0,9% от объема продаж.

По мере роста объема продаж в 1996 г. (примерно на 100% по сравнению с предшествующим годом) произошли существенные изменения в их структуре. Во второй половине года Министерство финансов значительно увеличило объем предложения шестимесячных векселей. Его уровень был близок к объему продаж трехмесячных векселей. В то же время ухудшение экономической ситуации в сентябре 1996 г. снизило заинтересованность в финансовых инструментах с относительно длительным сроком погашения. Средний показатель покрытия для шестимесячных векселей в период с октября по декабрь 1996 г. был ниже, чем для трехмесячных векселей. Из-за низкого спроса на шестимесячные векселя возросли показатели средневзвешенного дохода.

Наиболее резкое снижение спроса и сопутствующий ему рост доходности на рынке казначейских векселей проявились уже в сентябре. В течение месяца номинальный курс сома возрос на 8% (то есть доходность валютных операций составила 8%). Спрос на казначейские векселя и активность коммерческих банков на межбанковском рынке резко снизились. Восстановление спроса происходило медленно, что при высокой стоимости предложения позволяло получать высокую прибыль. С другой стороны, существенный рост доходности векселей в конце года оказал воздействие на величину будущих затрат по обслуживанию внутреннего долга, снижая объем нетто доходов бюджета от эмиссии казначейских векселей.

В период с сентября по октябрь процентные ставки по кредитам НБКР были ниже, чем показатели доходности казначейских векселей<sup>10</sup>. Благодаря этому на обоих рынках стали возможны значительные спекуляции. Несмотря на сохраняющуюся высокую доходность векселей, резкое снижение предложения кредитных ресурсов, начиная с ноября, сделало спекулятивные игры невозможными.

12 марта 1996 г. вступила в силу инструкция правления НБКР о дилерах первичного рынка. До этого момента число участников аукционов часто менялось. Невысокая степень участия инвесторов сказалась на уровне процентных ставок. Распоряжение НБКР позволило сократить колебания в уровне доходности. Положение изменилось в конце 1996 г., когда уровень ставок определялся уже не активностью участников, а отно-

---

<sup>10</sup> Предметом сравнения являются величины средневзвешенной процентной ставки НБКР на конец периода со средневзвешенным годовым доходом от размещения средств в казначейских векселях на конец периода.

шением объема спроса к уровню исключительно высокого предложения Министерства финансов.

С мая 1994 г. круг участников рынка казначейских векселей расширился за счет небанковских инвесторов. Объем их предложения в течение года был подвержен значительным колебаниям. Доля этой группы в объеме продаж составила соответственно в 1994 г. 5,5%, в 1995 г. — 5,6%, а за 1996 г. возросла примерно до 20%.

В первой половине 1996 г. доля небанковских инвесторов в среднем составляла 2% от объема реализации. Начиная с октября наметилось ее серьезное увеличение. На двух аукционах (17 октября и 7 ноября) доля неконкурентных оферт достигла максимального уровня в 30% от объема реализации. Увеличение доли небанковских субъектов в объеме продаж происходило главным образом вследствие роста активности физических и юридических лиц, участвовавших в работе рынка через посредничество дилеров первичного рынка. Институциональные инвесторы также стремятся пользоваться посредническими услугами дилеров первичного рынка, а не непосредственно участвовать в вексельных аукционах, поскольку таким образом они сохраняют возможность реализовывать приобретенные ими ценные бумаги на вторичном рынке.

Значение рынка казначейских векселей увеличивалось по мере снижения активности коммерческих банков на кредитных аукционах. Объемы сделок и число участников кредитных аукционов в 1996 г. постоянно сокращались. В декабре был проведен только один аукцион по рефинансовым кредитам, на котором были размещены средства на сумму 60 тыс. сомов. Решением правления НБКР от 13 января 1997 г. кредитные аукционы были ликвидированы. Отсутствие спроса на рефинансовые кредиты привело к тому, что формирующаяся процентная ставка перестала отражать ситуацию на финансовом рынке. В соответствии с решением Центрального банка с этого момента рыночная ставка представляет собой средневзвешенную ставку, устанавливаемую на еженедельных аукционах трехмесячных казначейских векселей.

### **3.2. Вторичный рынок**

Объем операций на вторичном рынке в 1995 г. был незначительным. Объемы сделок с казначейскими векселями составили лишь 4,82 млн. сомов (2,6% от объема оборотов первичного рынка). Торговля векселями производилась главным образом между коммерческими банками, и ее оборот составил 2,43 млн. сомов, то есть 50% от объема всех сделок на вторичном рынке [Годовой отчет НБКР, 1995].

Объем торговли на вторичном рынке в первой половине 1996 г., по оценкам, составлял 10-15 млн. сомов. Во второй половине 1996 г. отмечался рост активности коммерческих банков. Число заключенных сделок достигло максимума: 50 операций на общую сумму 21,54 млн. сомов. В сентябре число сделок сократилось до 33, и их суммарный объем составил 16,85 млн. сомов. В следующем месяце объем сделок составил 15,5 млн. сомов. В декабре объем продаж на вторичном рынке увеличился по сравнению с предыдущим месяцем в семь раз и достиг 49 млн. сомов. По оценкам Центрального банка, в 1996 г. на вторичном рынке было произведено около 350 сделок на сумму 260-270 млн. сомов.

Сделки производили между собой дилеры первичного рынка, либо дилеры и инвесторы. Центральный банк не обладает полной информацией относительно объемов торговли между двумя небанковскими владельцами векселей, и поэтому размеры этого сегмента рынка оценить трудно.

### 3.2.1. Сделки *repo*

На основании распоряжения правления НБКР в ноябре 1996 г. было проведено три аукциона *repo*, на которых Центральный банк приобрел трехмесячные казначейские векселя на сумму 350 тыс. сомов. Процентная ставка на конец месяца составляла 48,95%. В декабре был проведен один аукцион *repo*, на котором вексельное предложение центрального банка составило 54,2 тыс. сомов. Заявленный спрос в 19 раз превышал предложение, а эффективная процентная ставка составила 48,26. С тех пор проведение аукционов *repo* по инициативе Центрального банка было приостановлено. Главной причиной этого был низкий уровень процентных ставок.

Считается, что рынок сделок *repo* с участием НБКР был создан для того, чтобы в условиях снижающегося значения кредитных аукционов формировался конкурентный механизм рефинансирования коммерческих банков. Однако во второй половине года существенно возросли объемы сделок *repo*, заключавшихся на межбанковском рынке. Вмешательство Центрального банка и административное регулирование было признано ненужным.

По данным балансов коммерческих банков на 1 августа 1996 г., доля ликвидных ценных бумаг в суммарном объеме их активов в среднем составляла 15%. В некоторых банках эта доля была значительно выше и доходила до 43%. Учитывая возросшее предложение казначейских векселей во второй половине года, а также все еще относительно низкое участие небанковских субъектов в работе рынка, можно считать, что в среднем доля ценных бумаг в активах значительно возросла. Казначейские векселя поэтому являются важной позицией банковских балансов. Появление во

второй половине 1996 г. крупного институционального инвестора (РСК) привело к повышению роли сделок *repo* на межбанковском рынке. В то же время долгосрочное кредитование в банковском секторе практически отсутствует. Поэтому можно ожидать, что рост доли ликвидных ценных бумаг будет отмечаться и в 1997 г., что может стать стимулом для развития вторичного рынка.

## 4. Источники финансирования бюджетного дефицита

В 1993 г. дефицит консолидированного бюджета составлял 13,6% ВВП. Основным источником его финансирования были иностранные займы, покрывавшие 60% его величины. Покрытие остальной части дефицита финансировалось за счет кредитов Центрального банка. В 1994 г. уровень бюджетного дефицита снизился до 7,7% ВВП, и он финансировался за счет внешних источников. Начиная с 1995 г. доходы от реализации казначейских векселей не поступали, как это было в предшествующие годы, в НБКР, а являлись доходами государственного бюджета и могли направляться на финансирование его дефицита. В 1995 г. дефицит консолидированного бюджета был выше, чем в 1994 г., и составлял 12,2% ВВП. Этот дефицит финансировался следующим образом: 42,7% составляли иностранные кредиты и 57,3% — внутренние источники (в том числе 6% дефицита было профинансировано за счет средств, полученных от эмиссии векселей). Нетто доходы бюджета от эмиссии казначейских векселей (доходы от аукционной продажи минус затраты на выкуп ценных бумаг) были во всех месяцах 1995 г. положительными и составили на конец года 114,5 млн. сомов.

В 1996 г. дефицит консолидированного бюджета сократился до уровня 5,6% ВВП. За счет иностранных источников финансировалось 53,6% дефицита. Среди внутренних источников финансирования основной позицией оставались кредиты Центрального банка. Нетто доходы от реализации казначейских векселей покрывали 5,4% дефицита и за год составили 67,1 млн. сомов. Это означает, что 82,1% средств, полученных от эмиссии векселей, было использовано на выкуп эмитированных ценных бумаг (в 1995 г. — 39%).

### 4.1. Теоретический анализ

Высокий уровень процентных ставок на рынке казначейских векселей в 1996 г. сказался на затратах по обслуживанию внутреннего долга. Возникло опасение, что финансирование дефицита за счет доходов от

продажи казначейских векселей может создать «ловушку задолженности». При ограниченной доступности иностранных займов альтернативой финансирования дефицита за счет внешнего долга является увеличение задолженности Центральному банку. Решение этой дилеммы представляет собой выбор между инфляционными и неинфляционными источниками финансирования дефицита.

Государственный (публичный) долг можно рассматривать в краткосрочном периоде времени как неинфляционный источник финансирования. Увеличение государственного долга означает получение дополнительных средств немедленно за счет увеличения будущих обязательств. В Кыргызской Республике на казначейские векселя не начисляются проценты. Доходы покупателя составляет разница между ценой выкупа бумаг и ценой их приобретения. Расходуемые на выкуп казначейских векселей средства указываются в бюджете как расходы и снижают общую сумму нетто доходов от продажи векселей. До тех пор, пока доходы нетто (в годовом исчислении) положительны, эмиссия векселей не ведет к инфляционному финансированию дефицита.

Предположим, что бюджетный дефицит будет снижаться (за счет роста доходов как результата роста ВВП и эффективного сбора налогов, уровень расходов не будет возрастать — хотя следует исходить из того, что будет проведена реформа здравоохранения, образования и обороны, произойдет изменение структуры расходов). Фискальные органы будут выкупать векселя за счет эмиссии новых ценных бумаг. Если условие снижения уровня дефицита будет выполнено, угроза возрастания внутреннего долга будет маловероятной. Однако возникает вопрос, возможно ли финансирование большей части бюджетного дефицита за счет внутреннего долга. Считается, что выполнение старых обязательств за счет эмиссии новых векселей не является опасным до тех пор, пока реальная доходность казначейских векселей ниже, чем реальный прирост ВВП [Sachs, Larrain, 1992]. В таблице 7 представлена реальная доходность векселей с трех- и шестимесячным сроком погашения в 1995-1996 гг. По данным Комитета по статистике Кыргызской Республики, реальный ВВП в 1995 г. снизился по сравнению с предыдущим годом на 6,2%. Можно сопоставить ставки реальной доходности казначейских векселей и реального роста ВВП для 1996 г. Рост реального ВВП за год составил 5,6%. Если исходить из того, что инвестор в течение всего года держит часть своих денежных ресурсов в казначейских векселях, то годовой реальный доход от этих вложений по трехмесячным векселям составил свыше 8%, а по шестимесячным векселям — более 20% (без учета реинвестирования прибыли). **Даже столь упрощенный расчет дает основание утверждать, что при современном темпе роста ВВП, уровне инфляции и доходности ценных бумаг**



**существует опасность того, что эмиссия векселей явится угрозой платежеспособности государственной казны и создаст условия для возникновения «ловушки задолженности» (и возрастания величины дефицита).**

Увеличение предложения шестимесячных векселей, которому сопутствовало ограничение предложения трехмесячных векселей, в последнем квартале 1996 г. не было обусловлено стремлением профинансировать большую часть бюджетного дефицита за счет внутреннего долга, а полученные от эмиссии средства были использованы для выкупа имеющихся обязательств. В то же время низкий спрос на векселя в условиях возросшего предложения привел к существенному росту доходности казначейских бумаг. События последних месяцев года могут свидетельствовать о низкой абсорбции казначейских векселей и об отсутствии возможностей повышения бюджетных доходов без увеличения процентной ставки. Это, в свою очередь, увеличивает будущие расходы по выкупу ценных бумаг. Поэтому представляется, что определенная крайняя граница объема эмиссии векселей уже достигнута. Дальнейшее расширение финансирования дефицита за счет государственного долга будет зависеть исключительно от ликвидации барьеров, ограничивающих развитие рынка. Последняя часть настоящей работы содержит предлагаемые для этого мероприятия.

## **5. Выводы**

В 1996 г. было введено много новых мер по регулированию рынка казначейских векселей, которые изменили принципы его функционирования. Центральный банк упорядочил нормы функционирования первичного рынка, доступ на него физических лиц и институциональных инвесторов, принципы работы вторичного рынка. В то же время изменения в Налоговом кодексе касались отмены налогообложения приобретения казначейских векселей физическими лицами. Ставка налогообложения юридических лиц была снижена с 15% до 5%. Эти изменения, несомненно, способствовали повышению активности инвесторов на рынке государственных ценных бумаг. В то же время возникла реальная угроза возникновения «ловушки задолженности», при которой доходов от реализации векселей будет хватать только на то, чтобы выкупать обязательства предыдущих периодов.

Среди существующих макроэкономических препятствий для развития рынка казначейских векселей можно выделить следующие:

– **Высокий уровень инфляции.** Высокая доходность казначейских векселей предопределяет высокий уровень спроса и инфляции. Заявляя свои предложения, инвесторы стремятся получить на вложенные средства реальные положительные доходы. При 35%-ной годовой инфляции номинальные процентные ставки по векселям чрезвычайно высоки. Следует обратить внимание на то, что несмотря на высокие номинальные ставки, реальный доход не всегда положителен. Это в определенной мере объясняет причину ограниченной величины заявленного спроса. Высокий уровень инфляции является существенным препятствием на пути развития рынка. Высокая инфляция воздействует на уровень инфляционных ожиданий, на оценку перспектив экономического развития, она 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 изменения их структуры).

– **Высокий уровень бюджетного дефицита.** Сокращение его величины позволило бы снизить финансирование дефицита за счет кредитов Центрального банка и впоследствии привело бы к снижению инфляции. Одновременно стало бы возможно финансировать большую часть дефицита неинфляционными способами.

– **Низкий уровень сбережений физических лиц,** который является следствием низкого уровня доходов, задолженностей по выплате заработной платы, высокой доли расходов на продовольствие и услуги в общем объеме расходов. Кроме того, трудно ожидать роста сбережений в условиях падения реальных доходов.

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

– **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.

Среди организационных препятствий можно выделить:

– **Низкую конкуренцию на рынке.** Если исходить из того, что достигнутые в 1996 г. темпы роста ВВП сохранятся и в будущем, то для того, чтобы не попасть в «ловушку задолженности», необходимым условием является снижение реальной доходности казначейских векселей (хотя, конечно, реальный доход должен быть положительным). Поскольку применять административные методы регулирования рынка не рекомендуется, следует использовать любые возможности для увеличения спроса и конкуренции. Это означает ликвидацию препятствий, ограничивающих развитие рынка, то есть ограничений в торговле на вторичном рынке, количественных ограничений в доступе на вторичный рынок. Любые методы, повышающие ликвидность казначейских векселей, воздействуют на уровень конкуренции и объем заявленного спроса.

– **Отсутствие рекламы** размещения средств в казначейские ценные бумаги. Недооценка маркетинга казначейских ценных бумаг может быть важной причиной низкого участия физических лиц.

– **Налоговые препятствия.** Налогообложение доходов от приобретения казначейских векселей физическими лицами было ликвидировано лишь в декабре 1996 г. Это, несомненно, означает, что одно из препятствий на пути развития рынка было ликвидировано. Введение налоговых льгот, связанных с приобретением векселей (без права их продажи до момента выкупа государством), может способствовать повышению активности этой группы инвесторов.

– **Отсутствие достаточно разнообразного предложения видов ценных бумаг.** В настоящее время на рынке обращается только один вид казначейских векселей: дисконтные бумаги. Это оказывает воздействие на формирование высокого уровня процентных ставок, а, следовательно, и обслуживания долга. Путем решения проблемы мог бы стать выпуск ценных бумаг, которые бы индексировались в соответствии с фактическим уровнем инфляции.

Наряду с ликвидацией препятствий организационного характера мощным стимулом для развития рынка казначейских векселей может стать 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.

## Таблицы

Таблица 1

Структура ВВП в 1993-1995 гг. (в %)

Год	С	I	X-M-NF-T
1993	96,0	11,7	-7,6
1994	86,0	20,1	-6,0
1995	89,9	15,7	-5,7

Источник: расчеты автора на основе данных МВФ и Комитета по статистике КР.

Таблица 2

Структура сальдо торгового баланса в процентах к ВВП

Год	СAB	I	S
1993	-14,8	11,7	-3,1
1995	-9,2	15,7	6,5

Источник: расчеты автора на основе данных Комитета по статистике КР.

Таблица 3

Денежные доходы и расходы населения в 1993-1996 гг.

	1993	1994	1995	1996
Доходы (млн. сомов)	2590,6	7696,9	10094,0	13369,0
Динамика (в процентах к предыдущему году)	890,0	297,1	131,1	132,4
Расходы (млн. сомов)	2217,7	7076,6	9182,3	12001,3
Динамика (в процентах к предыдущему году)		319,1	129,7	130,7

Источник: расчеты автора на основе данных Комитета по статистике КР.

Таблица 4  
Аукционы трехмесячных казначейских векселей в 1993-1994 гг.

	Объём эмиссии (млн. сом.)	Объём продаж (млн. сом.)	Эффективный доход (%)
1993 г.			
Май	2,0	1,91	91,7
Июнь	6,0	0,50	98,9
Июль	4,0	1,19	100,1
Август	6,5	3,95	105,3
Сентябрь	5,0	3,43	202,7
Октябрь	4,0	0,82	373,2
Ноябрь	4,0	0,24	373,3
Декабрь	3,1	0,27	272,4
Всего	34,6	12,31	
1994 г.			
Февраль	0,4	0,40	358,3
Март	1,5	1,48	426,8
Апрель	34,0	31,93	396,7
Май	38,0	38,00	303,4
Июнь	48,0	48,00	287,5
Июль	35,0	35,00	274,3
Август	31,0	31,00	241,4
Сентябрь	43,0	43,00	248,6
Октябрь	23,5	23,50	159,7
Ноябрь	10,0	10,00	105,6
Декабрь	9,0	9,00	73,1
Всего	273,4	271,31	

Источник: Бюллетень НБКР за 1994 г., [IMF 1995].

Таблица 5

Аукционы трехмесячных казначейских векселей в 1995-1996 гг.

	Объем эмиссии (млн. сом.)	Объем продаж (млн. сом.)	Объем спроса (млн. сом.)	Простой доход (%)*	Эффективный доход (%)*
1995 г.					
Январь	9,0	9,00	-	75,90	-
Февраль	3,5	3,50	9,63	46,10	-
Март	10,0	9,98	34,79	39,65	-
Апрель	13,5	13,50	18,61	32,49	-
Май	12,0	12,00	19,99	29,40	-
Июнь	18,0	18,00	26,86	26,15	-
Июль	20,0	20,00	33,38	25,97	28,96
Август	24,0	19,27	22,38	28,27	31,80
Сентябрь	12,5	8,43	19,18	25,65	28,57
Октябрь	14,0	14,00	19,19	25,25	28,08
Ноябрь	27,5	26,88	31,40	25,83	28,79
Декабрь	14,5	13,53	17,80	38,17	44,55
Всего	178,5	168,09	253,3		
1996 г.					
Январь	5,0	5,0	13,57	29,59	33,45
Февраль	14,0	14,0	18,18	32,08	36,60
Март	17,5	17,5	28,21	35,53	41,06
Апрель	20,5	20,5	47,60	37,27	43,35
Май	27,0	27,0	54,69	36,14	41,86
Июнь	24,0	24,0	60,42	34,03	39,11
Июль	24,0	24,0	56,60	36,18	39,93
Август	29,0	29,0	69,72	29,55	33,39
Сентябрь	20,5	20,5	39,32	54,15	67,05
Октябрь	20,5	20,5	50,77	50,65	61,91
Ноябрь	19,0	19,0	70,51	48,30	58,53
Декабрь	26,5	26,5	65,36	52,32	64,35
Всего	247,5	247,5	574,97		

\* На конец периода.

Источник: «Банковский вестник» №1, 1995 – №12, 1996.

Таблица 6

Аукционы шести- и двенадцатимесечных казначейских векселей в 1995-1996 гг.

	Объём эмиссии (млн. сом.)	Объём продаж (млн. сом.)	Объём спроса (млн. сом.)	Простой доход (%)*	Эффективный доход (%)*
<b>Шестимесячные векселя</b>					
1995 г.					
Январь	1,0	0,87	-	55,30	-
Февраль	0,5	0,48	0,56	61,30	-
Март	1,5	1,50	1,78	62,81	-
Апрель	0,5	0,50	0,76	48,19	-
Май	1,0	1,00	1,07	49,64	-
Июнь	1,5	1,50	2,78	38,24	-
Июль	3,0	3,00	5,62	37,87	41,96
Август	5,0	5,00	5,29	31,75	34,68
Сентябрь	3,0	0,057	0,057	32,98	36,13
Ноябрь	1,5	1,50	1,83	32,47	35,53
Декабрь	2,0	2,00	2,76	31,88	34,83
Всего	20,5	17,41	22,51		
1996 г.					
Апрель	1,5	1,5	3,10	48,93	55,59
Май	5,0	5,0	14,63	46,16	52,12
Июнь	8,0	8,0	21,39	41,12	45,90
Июль	8,0	8,0	19,12	46,13	52,08
Август	14,0	14,0	44,22	39,03	43,36
Сентябрь	16,0	16,0	30,92	68,42	81,14
Октябрь	19,0	19,0	44,52	63,88	75,01
Ноябрь	25,0	25,0	79,85	62,60	73,31
Декабрь	24,5	24,5	59,25	63,19	74,09
Всего	121,0	121,0	317,01		
<b>Двенадцатимесячные векселя</b>					
1995 г.					
Январь	0,2	0,20	-	64,01	64,01
Июнь	0,5	0,36	-	44,77	44,77
Июль	1,0	0,085	0,085	45,27	45,27
Август	1,0	0,967	0,967	45,35	45,35
Всего	2,7	1,612			
1996 г.					
Июль	1,0	1,00	6,119	43,90	43,90
Август	1,0	1,00	4,336	49,49	49,49
Сентябрь	1,0	1,00	2,634	61,70	61,70
Октябрь	0,5	0,50	-	86,93	86,93
Всего	3,5	3,5			

\* На конец периода.

Источник: «Банковский вестник» №1, 1995 – №12, 1996.

Таблица 7

Реальная доходность казначейских векселей в 1995-1996 гг.

	Простой доход 3 мес. (%)	Простой доход 6 мес. (%)	Инфляция	Реальный доход 3 мес. (%)	Реальный доход 6 мес. (%)
1995 г.					
Январь	6,33	4,61	7,1	-0,77	-2,49
Февраль	3,84	5,11	6,8	-2,96	-1,69
Март	3,57	5,23	1,6	1,97	3,63
Апрель	2,70	4,02	0,8	1,90	3,22
Май	2,45	4,14	1,6	0,85	2,54
Июнь	2,17	3,19	0,7	1,47	2,49
Июль	2,16	3,16	0,4	1,76	2,76
Август	2,36	2,65	-0,3	2,66	2,95
Сентябрь	2,16	2,70	2,5	-0,34	0,20
Октябрь	2,10	-	1,1	1,00	-
Ноябрь	2,14	2,71	2,6	-0,46	0,11
Декабрь	3,80	2,66	3,4	0,40	-0,74
1996 г.					
Январь	2,47	-	3,6	-1,13	-
Февраль	2,67	-	3,8	-1,13	-
Март	2,96	-	4,0	-1,04	-
Апрель	3,11	4,08	4,6	-1,49	-0,52
Май	3,01	3,85	2,5	0,51	1,35
Июнь	2,84	3,43	1,0	1,84	2,43
Июль	3,02	3,84	-2,1	5,12	5,94
Август	2,46	3,25	0,5	1,96	2,75
Сентябрь	4,51	5,70	0,5	4,01	5,20
Октябрь	4,22	5,32	1,2	3,02	4,12
Ноябрь	4,03	5,22	6,7	-2,68	-1,48
Декабрь	4,36	5,27	4,5	-0,14	0,77

Источник: расчеты автора на основе данных НБКР.



## Библиография

- Антчак Р., Маркевич М., *Экономические реформы в Кыргызстане в 1994-1995 годах*, «Исследования и анализ» № 91, CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава, 1996.
- «Бюллетень НБКР», № 1, 1996.
- Годовой отчет 1995*, Национальный банк Кыргызской Республики, Бишкек, 1996.
- РСК — день сегодняшний*, «Банковский вестник КР», февраль 1997.
- Четыре экономических норматива, установленные Национальным банком КР*, «Банковский вестник КР», декабрь 1996.
- Новости рынка ГКВ*, «Банковский вестник КР», сентябрь 1996.
- Нормативные документы НБКР.
- Социально-экономическое положение Кыргызской Республики*, оперативная информация, 1995 г., Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, Бишкек 1996.
- Социально-экономическое положение Кыргызской Республики*, оперативная информация, 1996 г., Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, Бишкек 1997.
- Kyrgyz Republic, Recent Economic Developments*, IMF, July 5, 1996.
- Sachs J.D., Larrain B.F. *Macroeconomic in the global economy*, Harvester Wheatsheaf 1992.