

РЫНОК ВНУТРЕННЕГО ДОЛГА РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН КАК АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ

Хамдамов Шавкат Комилович

Заведующий кафедрой «Общих экономических наук» Ташкентского Финансового института, кандидат экономических наук, доцент

Ахмедова Шохистахон Аслиддиновна

Студентка бакалавриата Ташкентского Финансового института Электронная почта, shavkatkhamdamov17@gmail.com

ARTICLE INFO.

Ключевые Слова: рынок внутреннего долга, государственные ценные бумаги, бенчмарк, кривая доходности, фискальная политика, денежно-кредитная политика, риск, ликвидность, стакан цен, регулятор рынка.

Аннотация

В данной статье рассматривается, что внутренний долговой рынок может играть важную роль в финансировании государственных проектов и других проектов. Внутренние долговые рынки помогают укреплять денежные и финансовые рынки, увеличивать частные сбережения и стимулировать инвестиции. Эффективный долговой рынок способствует экономическому росту и развитию за счет передачи капитала от вкладчиков к заемщикам. Это повышает эффективность распределения ресурсов в экономике, помимо содействия финансовой стабильности за счет улучшения трансмиссии денежно-кредитной политики.

<http://www.gospodarkainnowacje.pl/> © 2023 LWAB.

ВВЕДЕНИЕ.

Важность долговых рынков для роста экономики общепризнана. В частности, в экономике такого размера, как Узбекистан, потребность во внутреннем долговом рынке имеет большое значение. Назрела острая необходимость в создании надежного и диверсифицированного рынка долговых обязательств, который мог бы эффективно выполнять функцию финансового посредничества. Эффективный долговой рынок способствует экономическому росту и развитию за счет передачи капитала от вкладчиков к заемщикам. Это повышает эффективность распределения ресурсов в экономике, помимо содействия финансовой стабильности за счет улучшения трансмиссии денежно-кредитной политики. Кроме того, опыт азиатского финансового кризиса подчеркивает важность рынков облигаций, поскольку чрезмерная зависимость от банковского кредитования может увеличить системный риск. За последние несколько лет рынок облигаций Узбекистана добился значительных успехов благодаря ряду инициатив центрального банка, правительства и других заинтересованных сторон. Тем не менее, хотя активность на рынке корпоративных облигаций возросла, на рынке облигаций Узбекистана по-прежнему доминирует рынок государственных облигаций.

Хорошо развитый долговой рынок неизменно должен иметь ощутимую глубину, широту, выбор инструментов, устойчивость. Глубина рынка указывает на уровень величины, до которой он

может обрабатывать крупные сделки, не вызывая резких изменений. Глубина рынка определяется разнообразием участников рынка и неоднородностью их ответов. Ширина рынка представлена спредом и ликвидностью на рынке. Чем шире спред между спросом и предложением, тем меньше ликвидность, и наоборот. Развитый рынок предлагает набор финансовых инструментов (таких как облигации с фиксированной ставкой, облигации с плавающей ставкой, облигации с индексом инфляции, облигации с нулевым купоном и т. д.) для удовлетворения различных потребностей участников рынка и инвесторов. На устойчивость рынка указывает скорость рассеивания ценовых колебаний, возникающих из-за некоторых потрясений. Обычно считается, что чем глубже и шире рынки, тем они более устойчивы и, как правило, проявляют большую стабильность, реагируя на финансовые и экономические отвлекающие факторы.

Несомненно, правительство должно играть решающую роль в содействии развитию внутренних долговых рынков (рис. 1).

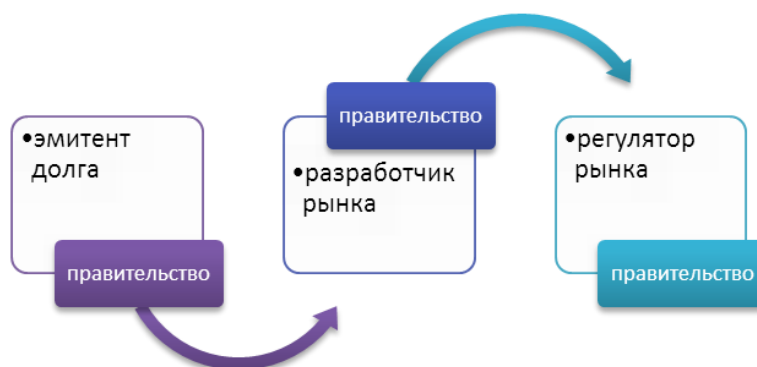


Рисунок 1. Роль государства в развитии внутреннего долгового рынка.

В то время как как разработчик рынка он может создать соответствующую институциональную основу, предоставляя рыночную инфраструктуру, в качестве регулятора он может предпринять шаги для системной стабильности, целостности рынка для защиты прав потребителей. Эффективный долговой рынок формируется некоторыми факторами, которые показаны на рисунке 2.



Рисунок 2. Четыре фактора, которые способствуют эффективному долговому рынку

Кроме того, институциональная основа эффективности рынка включает: (i) регулирующий орган, (ii) первичных дилеров (ПД), (iii) маркет-мейкеров, (iv) рыночную инфраструктуру, (v) систему клиринга и расчетов, (vi) центральных контрагентов (ЦКА) и (vii) саморегулируемые организации (рыночные ассоциации) и т.д.

ЛИТЕРАТУРНЫЙ ОБЗОР.

Нестабильная экономическая среда, характеризующаяся гиперинфляцией, высокой волатильностью производства, отсутствием доверия к институтам и политике, затрудняет развитие или поддержание внутреннего долгового рынка. По мере стабилизации макроэкономической ситуации и достижения правительством кредитоспособности доля внутреннего долга в общем долге должна увеличиваться. Многие литературные данные свидетельствуют о том, что внутренний долг и частные сбережения тесно связаны между собой.

Более высокий уровень внутреннего долга, вероятно, может поддерживаться без ущерба для роста внутреннего долга; выпускается в виде ликвидных ценных бумаг, имеет положительную реальную процентную ставку и выпускается для инвесторов вне банковской системы. Установлено, что институциональное и розничное участие в рынке государственных ценных бумаг усиливает конкуренцию в финансовом секторе, как со стороны приема депозитов, поскольку банкам приходится конкурировать с государством за депозиты физических лиц и организаций, так и со стороны инвестиций, поскольку банки конкурируют между собой с другим сектором на публичных аукционах ценных бумаг. Эта возросшая конкуренция должна оказать понижающее давление на накладные расходы банков и посредническую маржу, частично смягчив опасения по поводу эффективности, связанные с высокими внутренними долговыми обязательствами банков (Хакансон). [1]

Внутренние долговые рынки помогают укреплять денежные и финансовые рынки, увеличивать частные сбережения и стимулировать инвестиции.

Во-первых, государственные ценные бумаги являются жизненно важным инструментом для проведения косвенных операций денежно-кредитной политики и залогового кредитования на межбанковских рынках; последний помогает банкам более эффективно управлять собственной ликвидностью, снижая потребность в частых интервенциях центрального банка. Следовательно, центральные банки, работающие на хорошо развитых внутренних долговых рынках, не должны полагаться в такой степени на прямой контроль, как кредитные потолки, контроль процентных ставок и высокие резервные требования, которые искажают решения финансового сектора и ведут к отказу от финансового посредничества за счет сбережения и инвестиции частного сектора (Прицкер). [2]

Во-вторых, доходность государственных ценных бумаг может служить ценовым ориентиром для долгосрочных частных долговых обязательств, выпущенных банками или предприятиями, и, следовательно, способствовать развитию рынка корпоративных облигаций, что повышает конкуренцию в банковском секторе (Эрнандес и Вальдес). [3]

В-третьих, наличие внутренних долговых инструментов может предоставить вкладчикам привлекательную альтернативу бегству капитала, а также привлечь сбережения из немонетарного сектора в официальную финансовую систему. Возможные преимущества здесь могут выходить за рамки мобилизации сбережений и распространяться на сокращение размера теневой экономики, расширение налоговой базы, увеличение финансовой глубины и улучшение восприятия валютного и строкового риска.

Причина в том, что рынки облигаций могут стать альтернативным источником финансирования, если другие каналы финансирования, такие как банковское финансирование, иссякнут. Гринспен подчеркнул важность наличия нескольких путей финансового посредничества, которые хорошо

послужили Соединенным Штатам во время кредитного кризиса в конце 1980-х годов, когда рынки облигаций заменили потерю банковского финансового посредничества в кризисе банковской системы, связанном с циклом недвижимости. [4] Эта точка зрения приобрела популярность в последние годы, особенно после азиатского финансового кризиса.

Однако то, является ли рынок облигаций таким эффективным альтернативным источником финансирования, в решающей степени зависит от того, не будет ли активного совместного движения между банковским кредитованием, финансированием за счет облигаций и акционерного капитала во внутренних условиях, а также от отсутствия распространения на международных рынках капитала, особенно для стран с открытыми счетами операций с капиталом.

АНАЛИЗ И РЕЗУЛЬТАТЫ .

Финансы играют все более важную роль в экономическом росте. Направляя сбережения на инвестиции, финансовая система способствует повышению экономической эффективности по нескольким каналам: мобилизуя сбережения, направляя средства на их наиболее продуктивное использование, контролируя менеджеров, а также перекладывая и распределяя риски. В современной экономике сбои в потоке кредита наносят ущерб экономической деятельности и приводят к безработице, отмене инвестиционных планов и даже рецессии. Либерализация счета операций с капиталом и растущая глобализация приносят международный аспект в потоки капитала. Развитие долговых рынков может смягчить неблагоприятное воздействие финансовых кризисов или снизить вероятность возникновения кризиса.

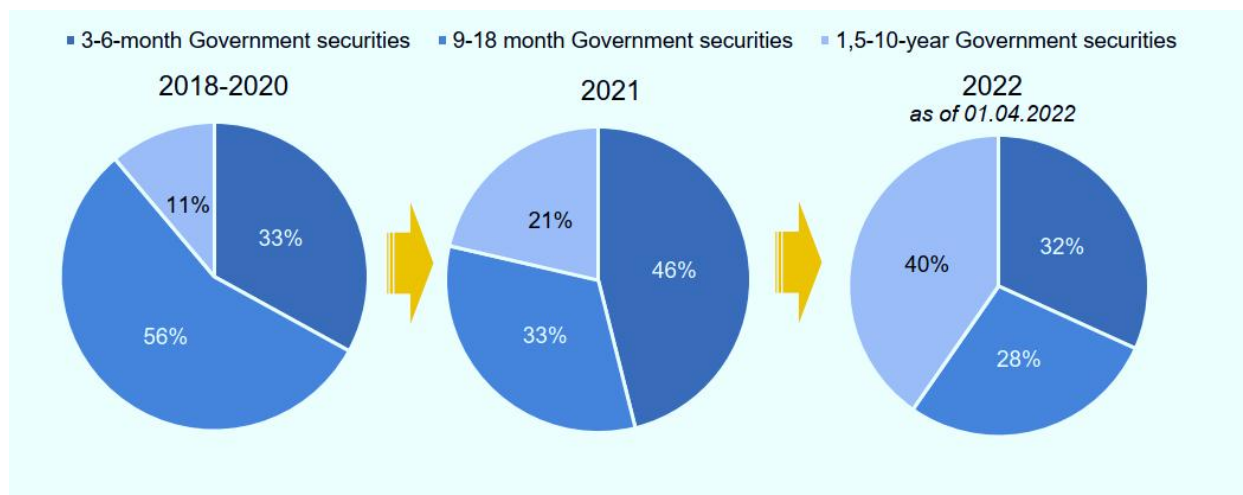


Рисунок 3. Казначейские векселя и облигации по срокам погашения (% от общего объема выпуска).¹

Внутренние казначейские ценные бумаги были выпущены на сумму 0,6 трлн сум на 3 аукционах в 2018 году, 1,5 трлн сум на 15 аукционах в 2019 году, 5,0 трлн сум на 22 аукционах в 2020 году, 4,9 трлн сум, нетто-сумма - 4,1 трлн сум на 64 аукционах. По состоянию на 1 апреля 2022 года Министерство финансов имело в обращении казначейские векселя и облигации на сумму 4,8 трлн сум (~0,42 млрд долларов США). Всего за январь-март 2022 года было проведено 17 аукционов, а общий объем выпуска ГКО и облигаций достиг 1,4 трлн сум (~0,13 млрд долларов США). В долгосрочной перспективе Министерство экономики и финансов намерено оставаться приверженным развитию рынка внутреннего государственного долга, постоянной диверсификации долговых инструментов как по сроку, так и по сумме транша, а также

¹ Подготовлено автором на основе информации официального сайта Министерства экономики и финансов Республики Узбекистан.

постепенно расширять базу инвесторов, работая в сотрудничестве с Центральным банком. (Рисунок 3 и Рисунок 4). В этих цифрах номинальная стоимость каждого векселя и облигации равна 1,0 млн сум, и все расчеты произведены исходя из номинальной стоимости выпущенных ценных бумаг.

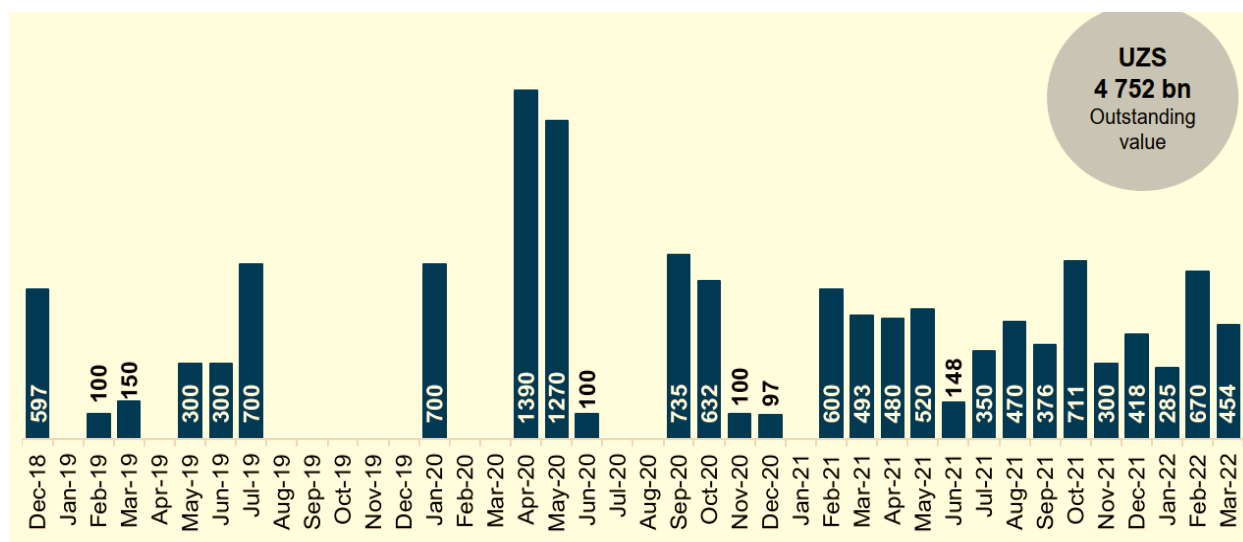


Рисунок 4. Динамика объема внутренней эмиссии облигаций и казначейских векселей.²(млрд сум по состоянию на 1 апреля 2022 года)

Хорошо развитый рынок облигаций также обеспечивает важные преимущества для экономики:

Он обеспечивает кривую доходности, определяемую рынком временную структуру процентных ставок. Кривая доходности используется в основном в качестве эталона для оценки кредитного риска, банковских кредитов и акций. Для разработчиков макроэкономической политики форма кривой доходности предоставляет полезную информацию об ожиданиях рынка относительно будущих процентных ставок и темпов инфляции. Рынок облигаций является основой для развития эффективных рынков деривативов (форвардов, фьючерсов, свопов и опционов) для управления финансовыми рисками с низкими затратами.

Это может снизить стоимость финансирования для наиболее качественных заемщиков, поскольку посреднические затраты для облигаций ниже, чем для банковского финансирования. Заемщики, находящиеся на границе между инвестиционной и не инвестиционной кредитоспособностью, нуждаются в более индивидуальном анализе, андеррайтинге и структурировании со стороны банков, которые лучше оснащены для оценки таких заемщиков.

Это вводит конкуренцию с банковским сектором, возможно, уменьшая доминирование банков в предоставлении корпоративного финансирования. Если банки сами выпускают облигации, к ним будет применяться повышенная рыночная дисциплина, а результаты их деятельности будут отражаться в ценах на облигации. Эта дисциплина может служить полезным дополнением к официальному банковскому надзору.

Он позволяет передавать риски посредством секьюритизации. Рынок облигаций предоставляет банкам важное место для переупаковки кредитов и продажи их в виде облигаций (например, ценных бумаг, обеспеченных ипотекой или другими активами). Это снижает подверженность банков риску ликвидности и смягчает несоответствие сроков их погашения.

² Подготовлено автором на основе информации официального сайта Министерства экономики и финансов Республики Узбекистан.

ВЫВОДЫ

Узбекистан, наконец, продвигается вперед, продвигая рынки долговых обязательств в национальной валюте для облегчения инвестиций в инфраструктуру. Во-первых, способность правительства успешно увеличивать зависимость от рынка облигаций как альтернативного источника финансирования банковским кредитам и, во-вторых, его способность осуществлять фискальную консолидацию как средство высвобождения банковского кредитования и снижения повышательного давления на процентные ставки. Узбекистану потребуется все больше заимствований на внутреннем долговом рынке, если он хочет достичь этой цели. Развитие внутреннего долгового рынка в Узбекистане должно планироваться и осуществляться на долгосрочной основе с реалистичной последовательностью политики. Он должен быть синхронизирован с реформами банковского сектора, чтобы снизить систематический риск. Шаги, направленные на повышение прозрачности, надежности, доступности, своевременности и диверсификации рынка, будут способствовать развитию рынка облигаций.

Узбекистану следует расширить базу инвесторов за счет увеличения количества и размера финансовых учреждений, которые могут инвестировать в корпоративные облигации. Важно отметить, что ликвидность рынка является следствием активного участия участников рынка. Новые финансовые продукты и инструменты должны быть разработаны для удовлетворения потребностей участников рынка в финансировании и хеджировании. Они должны создаваться таким образом, чтобы не создавать рисков для финансовой стабильности и не ставить под угрозу интересы конечных пользователей/заказчиков.

Отсутствие рыночного интереса, если таковое имеется, необходимо проанализировать и серьезно обсудить, чтобы составить план действий по исправлению положения. Для развития активного внутреннего долгового рынка, способного удовлетворить растущие финансовые потребности динамичного частного сектора страны, необходима эффективная координация и сотрудничество между всеми участниками рынка. Кроме того, разумное управление государственным долгом может привести к снижению долговых требований правительства, что, в свою очередь, может предоставить больше рыночного пространства и создать большой спрос на корпоративные долговые ценные бумаги. Очевидно, что систематическое развитие хорошо функционирующего внутреннего долгового рынка в Узбекистане, скорее всего, будет постепенным процессом, как это происходит в ряде других стран.

В частности, повышение прозрачности рынка, например, стандарты бухгалтерского учета и раскрытия информации, а также создание нормативно-правовой базы, соответствующей передовой международной практике и обеспечивающей строгое право применение, помогут инвесторам лучше различать развивающиеся рынки в трудные периоды и уменьшат эффект заражения. Недавнее снижение взаимной корреляции рынков долговых обязательств с формирующимся рынком можно частично объяснить международными усилиями в этой области.

ИСПОЛЬЗОВАННАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. Хаканссон, Н.: «Роль рынка корпоративных облигаций в экономике и в предотвращении кризисов», *China Accounting and Finance Review*, том 1, № 1, март.
2. Прицкер, М.: Каналы финансового заражения, Совет управляющих Федеральной резервной системы США, январь.
3. Эрнандес, Л. и Р. Вальдес: «Что способствует распространению: торговля, соседство или финансовые связи?», Рабочий документ МВФ, № 01/29, март.
4. Гринспен, А.: «Глобальные вызовы», выступление на конференции по финансовому кризису, Совет по международным отношениям, Нью-Йорк, 12 июля.

5. Левин, Р.: «Банковские или рыночные финансовые системы: что лучше?», мимео Всемирного банка, январь.
6. <https://mf.uz/> – официальный сайт Министерства экономики и финансов Республики Узбекистан.
7. Развитие и интеграция азиатского рынка капитала – вызовы и возможности – Азиатский банк развития и Корейский институт рынка капитала, 2014 г. – www.adb.org .
8. Guorong Jiang, Nancy Tang и Eve Law – Затраты и выгоды от развития долговых рынков: опыт Гонконга – <http://www.hkma.gov.hk/>