



МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
«Дальневосточный федеральный университет»

ШКОЛА ЭКОНОМИКИ И МЕНЕДЖМЕНТА

Кафедра «Финансы и кредит»

Рекиш Виктория Сергеевна

**РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ
БУМАГ В СОВРЕМЕННЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ РЕАЛИЯХ**

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

по образовательной программе подготовки

бакалавров

по направлению 38.03.01 «Экономика»

«Финансы и кредит»

г. Владивосток

2018

АННОТАЦИЯ

РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В СОВРЕМЕННЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ РЕАЛИЯХ

Автор: Рекиш В.С.

Школа экономики и менеджмента

Кафедра Финансы и кредит

Научный руководитель: к.э.н., доцент Федоров А.В.

Государственные долговые обязательства являются одним из эффективных механизмов мобилизации необходимых ресурсов и увеличения финансовых возможностей государства. В ходе проведения экономических реформ за последние два десятилетия в России был создан рынок государственных ценных бумаг, который является неотъемлемым элементом рыночной экономики.

Актуальность данного исследования заключается в том, что в связи с текущей политико-экономической конъюнктурой, сложившейся в РФ, достаточно остро стоит проблема инвестиций в национальную экономику, выполнения стратегических инициатив, обеспечения сбалансированности бюджета. В условиях экономической нестабильности страны немаловажным остается вопрос об уровне развития рынка государственных долговых финансовых инструментов. В данной ситуации государственные ценные бумаги можно рассматривать не только как способ привлечения средств для государственных нужд, но и как инструмент, который может стимулировать новые тенденции развития фондового рынка РФ. Также, развитие российского рынка государственных ценных бумаг способствует созданию благоприятного инвестиционного климата, повышению конкурентоспособности России и развитию экономики в целом.

Целью выпускной квалификационной работы является оценка российского рынка государственных ценных бумаг в современных

экономических реалиях. Для достижения поставленной цели в работе определены следующие задачи:

- исследовать теоретические аспекты функционирования рынка государственных ценных бумаг;
- рассмотреть зарубежный опыт использования государственных ценных бумаг;
- проанализировать текущее состояние экономики России в контексте функционирования рынка государственных ценных бумаг;
- проанализировать текущее состояние российского рынка федеральных государственных ценных бумаг;
- выявить проблемы и перспективы развития рынка государственных ценных бумаг Российской Федерации;
- проанализировать состояние сегмента субфедеральных ценных бумаг в России.

Объектом исследования данной работы является рынок государственных ценных бумаг России. Предмет исследования — оценка состояния рынка государственных ценных бумаг Российской Федерации с учётом современных экономических реалий.

Теоретической основой исследования послужили учебники, учебные пособия, монографии, статьи следующих авторов: Ануфриенко М.С., Берзон Н.И., Лялин В.А., Селищев А.С., Соколов Ю.А., Фролова В.В., а также другие труды специалистов в области государственных ценных бумаг.

В ходе исследования была проведена оценка российского рынка государственных ценных бумаг в современных экономических реалиях. Для достижения данной цели были исследованы теоретические аспекты функционирования рынка государственных ценных бумаг, рассмотрен зарубежный опыт использования государственных ценных бумаг, проанализировано текущее состояние экономики России и рынка

государственных облигаций, а также сегмента субфедеральных облигаций, выявлены проблемы и перспективы развития данного рынка.

Анализ текущего состояния российского рынка государственных ценных бумаг показал, что данный рынок в настоящее время активно развивается, о чем свидетельствует рост индекса RGBI, снижение доходностей, а, следовательно, и риска ОФЗ, увеличение доли нерезидентов на рынке гособлигаций, расширение спектра представленных на рынке инструментов новыми видами ценных бумаг. Однако, наряду с позитивными тенденциями в его развитии, в современных условиях наблюдается множество проблем и рисков.

В условиях нестабильной экономической ситуации, дефицита бюджетов большого количества регионов и государства в целом, развитие рынка государственных ценных бумаг играет важную роль, так как выпуск ценных бумаг используется не только как средство неэмиссионного покрытия дефицита государственного и местного бюджетов, но и в качестве инструмента регулирования экономики, рычага воздействия на денежное обращение и управление объемом денежной массы, способа привлечения денежных средств предприятий и населения для решения тех или иных проблем.

Оглавление

Введение.....	4
1 Теоретические аспекты функционирования рынка государственных ценных бумаг	7
1.1 Общая характеристика рынка государственных ценных бумаг	7
1.2 Формирование рынка государственных ценных бумаг в РФ	14
1.3 Рынок государственных ценных бумаг: зарубежный опыт.....	23
2 Анализ российского рынка государственных ценных бумаг	29
2.1 Анализ текущего состояния экономики России в контексте функционирования рынка ГЦБ.....	29
2.2 Текущее состояние российского рынка федеральных государственных ценных бумаг	39
2.3 Развитие сегмента субфедеральных ценных бумаг в России.....	54
2.4 Проблемы и перспективы развития рынка государственных ценных бумаг	70
Заключение	77
Список использованных источников	82

Введение

Государственные долговые обязательства являются одним из эффективных механизмов мобилизации необходимых ресурсов и увеличения финансовых возможностей государства. В ходе проведения экономических реформ за последние два десятилетия в России был создан рынок государственных ценных бумаг, который является неотъемлемым элементом рыночной экономики.

В мировой практике государственные долговые обязательства имеют широкое распространение. Страны с рыночной экономикой используют выпуск собственных долговых ценных бумаг для финансирования государственных расходов, покрытия дефицита бюджета и развития экономики в целом.

Актуальность данного исследования заключается в том, что в связи с текущей политико-экономической конъюнктурой, сложившейся в РФ, достаточно остро стоит проблема инвестиций в национальную экономику, выполнения стратегических инициатив, обеспечения сбалансированности бюджета. В условиях экономической нестабильности страны немаловажным остается вопрос об уровне развития рынка государственных долговых финансовых инструментов. В данной ситуации государственные ценные бумаги можно рассматривать не только как способ привлечения средств для государственных нужд, но и как инструмент, который может стимулировать новые тенденции развития фондового рынка РФ. Также, развитие российского рынка государственных ценных бумаг способствует созданию благоприятного инвестиционного климата, повышению конкурентоспособности России и развитию экономики в целом.

Целью выпускной квалификационной работы является оценка российского рынка государственных ценных бумаг в современных экономических реалиях. Для достижения поставленной цели в работе определены следующие задачи:

- исследовать теоретические аспекты функционирования рынка государственных ценных бумаг;
- рассмотреть зарубежный опыт использования государственных ценных бумаг;
- проанализировать текущее состояние экономики России в контексте функционирования рынка государственных ценных бумаг;
- проанализировать текущее состояние российского рынка федеральных государственных ценных бумаг;
- проанализировать состояние сегмента субфедеральных ценных бумаг в России;
- выявить проблемы и перспективы развития рынка государственных ценных бумаг Российской Федерации.

Объектом исследования данной работы является рынок государственных ценных бумаг России. Предмет исследования — оценка состояния рынка государственных ценных бумаг Российской Федерации с учётом современных экономических реалий.

Теоретической основой исследования послужили учебники, учебные пособия, монографии, статьи следующих авторов: Ануфриенко М.С., Берзон Н.И., Лялин В.А., Селищев А.С., Соколов Ю.А., Фролова В.В., а также другие труды специалистов в области государственных ценных бумаг.

Информационной базой для анализа российского рынка государственных ценных бумаг являются публикации в научных журналах, таких как «Вектор экономики», «Инновационное развитие», «Экономика и управление: анализ тенденций и перспектив развития», федеральные законы, нормативные документы Минфина РФ, Банка России, данные Московской биржи, а также, данные, опубликованные в открытой печати (статистические бюллетени, сборники, обзоры и др.).

При написании данной работы были использованы следующие методы исследования: анализ, синтез, обобщение, сравнение, аналитический метод, экономико-статистические методы, метод графических изображений.

Работа состоит из двух глав, введения, заключения и списка использованных источников. В первой главе были рассмотрены теоретические аспекты функционирования рынка государственных ценных бумаг, его история и процесс формирования в РФ, а также изучен опыт использования государственных ценных бумаг зарубежными странами. Во второй главе было проанализировано текущее состояние экономики России в контексте функционирования рынка государственных ценных бумаг, изучено текущее состояние российского рынка федеральных государственных ценных бумаг, рассмотрен сегмент субфедеральных ценных бумаг в России, а также выявлены проблемы и перспективы развития рынка государственных ценных бумаг в настоящее время.

1 Теоретические аспекты функционирования рынка государственных ценных бумаг

1.1 Общая характеристика рынка государственных ценных бумаг

Рынок ценных бумаг является одним из наиболее интенсивно развивающихся сегментов российской экономики. Глобальные преобразования, происходящие в мире и в России, трансформируют финансовую систему, вовлекают в финансовый оборот новые институты, способствуют появлению новых финансовых инструментов, меняют подходы к регулированию рынков. В настоящее время как российские компании и регионы, так и само государство активно используют рынок ценных бумаг для привлечения необходимых денежных средств [39].

Инструментами рынка ценных бумаг являются ценные бумаги. В странах с рыночной экономикой существует большое число разновидностей ценных бумаг – акции, облигации, а также производные от них: опционы, фьючерсные контракты, ценные бумаги взаимных фондов и др. По важнейшим эмитентам их можно разделить государственные и корпоративные ценные бумаги.

Государственные ценные бумаги – облигации, казначейские бумаги и другие долговые обязательства, эмитируемые федеральными и местными органами государственной власти с целью мобилизации свободных денежных ресурсов для финансирования расходов государственного бюджета [38]. Они представляют собой одну из форм существования государственного долга. В мировой практике можно встретить различные названия долговых обязательств государства: облигации, казначейские векселя, сертификаты, ноты, консоли и т.п. Однако, несмотря на многообразие применяемой терминологии, все они удостоверяют отношения займа, в которых должником выступает государство.

Посредством эмиссии ценных бумаг государство в современных экономических условиях может решать достаточно широкий круг задач:

– финансирование текущего дефицита бюджета. Такая необходимость возникает в связи с возможными разрывами между государственными доходами и расходами вследствие нехватки налоговых поступлений;

– рефинансирование долга. Государство выпускает ценные бумаги для оплаты старых долгов в срок, в том числе для погашения ранее выпущенных займов и выплаты процентов по ним;

– обеспечение коммерческих банков и других кредитно-финансовых институтов ликвидными и высоколиквидными резервными активами. В ряде стран для этой цели используются краткосрочные государственные ценные бумаги. Вкладывая в выпускаемые правительством долговые обязательства часть своих ресурсов, кредитно-финансовые учреждения получают доход в виде процента;

– финансирование государственных проектов и программ местных органов власти, а также привлечение средств во внебюджетные фонды [38].

Покрытие расходов госбюджета, когда они превышают доходы, может осуществляться также за счет эмиссии денег и за счет кредита, взятого у центрального банка или у коммерческих банков. Однако эмиссия денег ведет к инфляции и расстройству денежного обращения, а кредиты банков требуют больших затрат, чем выпуск ценных бумаг.

Государственные долговые обязательства можно классифицировать по различным признакам.

По виду эмитента выделяют:

– федеральные государственные облигации – выпускаются от имени РФ. Эмитентом выступает федеральный орган исполнительной власти, к функциям которого решением Правительства РФ отнесено составление и/или исполнение федерального бюджета. В настоящее время эмитентом ценных бумаг РФ является Минфин России;

– государственные облигации субъектов РФ – выпускаются от имени субъекта РФ. Эмитентом ценных бумаг субъекта РФ выступает орган исполнительной власти субъекта РФ, осуществляющий указанные функции в порядке, установленном законодательством субъекта РФ.

Некоторые авторы относят к государственным ценным бумагам муниципальные ценные бумаги, которые выпускаются от имени муниципального образования (например, Соколов Ю.А., Селищев А.С.). Однако в соответствии с Федеральным законом от 29.07.1998 N 136-ФЗ (ред. от 14.06.2012) «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» государственными ценными бумагами признаются государственные ценные бумаги Российской Федерации и государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации [3].

По способу обращения государственные облигации могут быть рыночными и нерыночными. Рыночные бумаги могут свободно передаваться от одного владельца к другому без ограничения. Нерыночные облигации не могут быть переданы первым владельцем другому лицу, не подлежат купле-продаже на вторичном рынке.

К нерыночным облигациям относятся и специальные выпуски облигаций, которые размещаются только среди определенного круга лиц: в страховых организациях, пенсионных фондах и правительственных организациях. Такие облигации нельзя продавать, но они могут быть предъявлены эмитенту для выкупа через определенное время после выпуска.

В зависимости от срока действия государственные облигации делятся на краткосрочные (сроком до 1 года), среднесрочные (от 1 года до 5 лет), долгосрочные (от 5 до 30 лет) и бессрочные, которые не имеют срока погашения, а их владелец получает процентный доход, пока является держателем облигации [19].

По способу получения дохода различают:

– дисконтные – предусматривают формирование дохода инвестора в виде дисконта, т.е. разницы между ценой размещения (ценой покупки ценной бумаги) и ценой погашения;

– купонные – предусматривают ежеквартальные (иногда полугодовые) выплаты процентных платежей, размещаются такие бумаги обычно по номиналу (Таблица 1).

Таблица 1 – Классификация государственных ценных бумаг

Классификационный признак	Виды государственных ценных бумаг
1. По виду эмитента	Федеральные, субъектов РФ
2. По способу обращения	Рыночные, нерыночные
3. По сроку действия	Краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные, бессрочные
4. По способу получения дохода	Дисконтные, купонные
5. По способу выплаты купонного дохода	С плавающей процентной ставкой, с фиксированной процентной ставкой
6. По валюте представления	Внутренние, внешние

Источник: составлено автором

Также различают бумаги с плавающей или фиксированной процентной ставкой. Для обязательств с плавающим процентом возможна дальнейшая классификация с точки зрения правил расчета процентной ставки и наличия дополнительных условий: индексируемые и неиндексируемые, т.е. предусматривающие или не предусматривающие пересчет суммы долга (его номинальной стоимости) в зависимости от изменения какого-либо показателя.

Различают также внешние и внутренние заимствования [43].

Правовое регулирование отношений по госзайму осуществляется Гражданским кодексом РФ, Бюджетным кодексом РФ, а также Федеральным законом от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».

Государственные ценные бумаги удостоверяют право их владельца на получение от эмитента указанных ценных бумаг денежных средств или в

зависимости от условий эмиссии этих ценных бумаг иного имущества, установленных процентов от номинальной стоимости либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями эмиссии.

Государственные ценные бумаги могут выпускаться в виде облигаций и иных ценных бумаг, относящихся к эмиссионным ценным бумагам в соответствии с Федеральным законом от 22 апреля 1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [4].

Генеральные условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг РФ утверждает Правительство РФ, они должны включать:

- вид ценных бумаг;
- форму выпуска ценных бумаг;
- срочность этого вида ценных бумаг;
- валюту обязательств.

Эмиссия государственных и муниципальных ценных бумаг допускается только в случае, если федеральным законом, законом субъекта РФ или решением органа местного самоуправления о бюджете соответствующего уровня на текущий финансовый год утверждены следующие значения:

- предельный размер соответствующего государственного долга, а также муниципального долга;
- предельный объем заемных средств, направляемых в течение текущего финансового года на финансирование дефицита бюджета соответствующего уровня или программ развития субъекта РФ или муниципального образования.

Особенности исполнения обязательств по государственным ценным бумагам устанавливаются бюджетным законодательством.

Обязательства РФ, возникшие в результате эмиссии ценных бумаг РФ и составляющие внутренний долг, должны быть выражены в валюте РФ. Обязательства РФ, возникшие в результате эмиссии ценных бумаг РФ, составляющие внутренний долг и удостоверяющие право на получение доходов

в денежной форме или погашение в денежной форме, подлежат оплате в валюте РФ [11].

Хотя рынок государственных облигаций является органической частью финансового рынка, он имеет своих участников и собственную инфраструктуру (Рисунок 1).



Источник: составлено автором

Рисунок 1 – Участники рынка государственных ценных бумаг

Эмитентом государственных облигаций является Министерство финансов России, к основным функциям которого на рынке государственных облигаций относятся:

- определение размера привлекаемых денежных средств в пределах установленного размера приращения государственного долга;
- определение вида размещаемых государственных облигаций, объемов, графика их размещения;
- определение условий размещения конкретного выпуска государственных облигаций;
- осуществление платежей по процентным выплатам и погашению государственных облигаций.

Минфин России сам не участвует в операциях по размещению и обращению государственных облигаций, он в этих целях назначает генерального агента.

Генеральным агентом Минфина России является Банк России. Так как Банк России не вправе кредитовать государство, он выполняет функции по обслуживанию размещения и обращения государственных облигаций:

- объявляет параметры конкретного выпуска в соответствии с условиями, установленными Минфином России;
- устанавливает требования к дилеру, торговой системе, депозитарию и субдепозитариям, расчетным центрам;
- осуществляет по поручению Минфина России доразмещение государственных облигаций, не размещенных на первичном аукционе;
- организует погашение государственных облигаций;
- осуществляет перечисление денежных средств, полученных по результатам размещения, процентов и сумм погашения государственных облигаций;
- контролирует процесс размещения и обращения государственных облигаций.

Правом непосредственно совершать сделки с государственными облигациями в торговой системе обладают только дилеры.

Дилером признается профессиональный участник рынка ценных бумаг, совершающий операции с облигациями от своего имени, как за свой счет, так и в качестве поверенного или комиссионера, и заключивший договор с Банком России на выполнение функций дилера на рынке государственных облигаций.

Кроме дилеров, к участникам рынка государственных облигаций, приобретающим их в собственность, относятся инвесторы – юридические и физические лица, не являющиеся дилерами.

Обращение государственных облигаций обеспечивается соответствующей инфраструктурой, включающей депозитарную, расчетную и торговую системы.

Депозитарная система – совокупность организаций, уполномоченных обеспечивать учет прав владельцев на облигации, а также перевод облигаций по счетам «депо» по сделкам купли-продажи.

Расчеты между участниками рынка государственных облигаций ведутся через расчетную систему. Расчетная система – совокупность расчетных центров, обеспечивающих расчеты по денежным средствам дилеров по сделкам. Каждый расчетный центр является небанковской кредитной организацией, которая на основании договора с Банком России открывает банковский счет дилеру и осуществляет расчетные операции по этим счетам.

Расчетными центрами рынка государственных облигаций являются ПАО «Московская биржа ММВБ-РТС» (Москва), НКО АО «Петербургский расчетный центр» (Санкт-Петербург) и ряд других организаций.

Сделки с государственными облигациями заключаются в торговой системе – организации, которая является профессиональным участником рынка ценных бумаг, имеет лицензию на осуществление деятельности по организации торговли и уполномочена на основании договора с Банком России обеспечивать процедуру заключения сделок с облигациями.

Торговая система организует заключение сделок, осуществляет расчёт позиций дилеров и клиринг, составляет отчетные документы по совершенным сделкам, представляет их в расчетную систему и депозитарий [37].

1.2 Формирование рынка государственных ценных бумаг в РФ

Возникновение российского рынка ценных бумаг исторически восходит к эпохе правления Екатерины II, когда в 1769 г. Россией был размещен в Голландии первый государственный внешний заем. В дальнейшем государство

продолжало регулярно покрывать свои потребности в финансовых ресурсах за счет размещения крупных займов на зарубежных рынках.

Государственные ценные бумаги на внутреннем рынке появились при Александре I в связи с известным Высочайшим указом от 25 марта 1809 г., определившим основные правила и условия их выпуска и обращения. В 1817 г. была сформирована Государственная комиссия погашения долгов, в ведении которой находились государственные процентные бумаги.

В течение XIX – начала XX вв. российский государственный бюджет отличался хроническим дефицитом, поэтому государство систематически осуществляло эмиссии облигаций.

В третьей четверти XIX в. на российском рынке появились долговые ценные бумаги городов, т.е. местных органов власти. Их привлекательность существенно уступала государственным облигациям, несмотря на повышенную доходность. Они имели хождение, как правило, только в тех регионах, где были выпущены, а также обладали довольно длительными сроками обращения – до 50 лет и более. Российские местные ценные бумаги долгое время были редким явлением, и лишь в начале XX в. этот рынок немного оживился [37].

Торговля ценными бумагами в Российской империи проводилась главным образом фондовыми отделами товарных бирж и Государственным банком, при посредничестве коммерческих банков. Операции с ценными бумагами первых выпусков государственных займов начали проводиться Санкт-Петербургской и Московской товарными биржами. Ими были разработаны и использованы на практике первые правила осуществления фондовых операций, которые в последующем были усовершенствованы и распространены на других участников биржевого рынка.

Начало Первой мировой войны ввергло фондовый рынок Российской империи в глубокий кризис. К середине 1915 г. на нем наметилась тенденция оживления деятельности, однако политическая нестабильность в стране не позволила фондовому рынку полностью восстановиться.

После очередной смены политической власти в стране декретом ВЦИК в январе 1918 г. были аннулированы все внешние и внутренние долги и гарантийные обязательства царского Временного правительства. Ликвидация российского рынка облигаций и акций была окончательно завершена в сентябре 1920 г. соответствующим декретом Совета Народных Комиссаров.

Возрождение рынка ценных бумаг в стране началось с переходом к новой экономической политике (нэпу). Государственные заимствования на внутреннем рынке возобновились в 1922–1923 гг., когда была проведена не имевшая раньше аналогов эмиссия облигаций первого и второго так называемых хлебных займов, а также сахарного займа. Они носили краткосрочный характер, номинировались в пудах ржи и сахара, покупались за деньги, а погашались либо натурой, либо деньгами. Благодаря натуральным займам в стране появился вторичный рынок облигаций.

Эти же годы ознаменовались первым в СССР выпуском долгосрочного займа, именовавшегося в обиходе золотым займом 1922 г.

В период с начала 1930-х по 1957 г. правительство разместило всего 45 займов, тогда как в 20-е гг. было выпущено в общей сложности 24 государственных займа. Объем заимствований государства в течение 1941–1945 гг. составил более 76 млрд рублей.

В 1948 г. займы 1936–1946 гг. были конверсированы в государственный 2%-ный заем, что делало их абсолютно непривлекательными. Погашение всех послевоенных займов началось в 1974 г. и закончилось в декабре 1991 г.

Современный этап развития фондового рынка России начал формироваться с распадом Советского Союза и появлением на нем негосударственных эмитентов, а так же диверсификацией обращаемых ценных бумаг.

Непосредственно государственный сектор ценных бумаг следует рассматривать сквозь появление, развитие и исчезновение конкретных финансовых инструментов фондового рынка. Именно исчезновение многих

государственных ценных бумаг явилось отличительной чертой российского фондового рынка в начале его становления и развития в 90-х гг. прошлого века.

Рассмотрим все виды государственных ценных бумаг Российской Федерации, которые обращались на первичном и вторичном рынках, а также те, которые сегодня остаются в обращении.

Начнем с долговых обязательств, которые были выпущены разово для решения конкретной задачи. К числу таковых следует отнести облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ) и приватизационные чеки (ваучеры).

Облигации внутреннего валютного займа были выпущены 14 мая 1993 г. с целью погашения внутреннего валютного долга, который образовался в связи с банкротством Внешэкономбанка СССР. Выпуск ОВВЗ был нацелен главным образом на иностранных инвесторов, и был выражен в иностранной валюте – долларах США. Облигации выпускались номиналом в 1, 10 и 100 тысяч долларов.

Данный выпуск делился на 5 траншей со сроками погашения 1 год, 3 года, 6, 10 и 15 лет. Облигации были выпущены в наличной форме на предъявителя с постоянным купонным доходом 3 % годовых [9].

Другим видом государственных ценных бумаг целевого назначения являются приватизационные чеки, получившие неофициальное название среди населения – ваучеры. Приватизационный чек – государственная ценная бумага, предназначенная для обмена на активы государственных предприятий, передаваемых в частные руки в процессе приватизации. Использовался в РФ как инструмент разгосударствления и передачи государственных и муниципальных предприятий в частную собственность. С января 1992 года по январь 1993 года были выпущены приватизационные чеки, имевшие номинал 10 000 рублей и ограниченный срок действия. Однако в ходе процесса приватизации большинство населения было обмануто, что ухудшило и без того негативное отношение населения к государственным ценным бумагам [44].

Некоторые российские заемные обязательства не получили своего развития и распространения или прекратили обращение в связи с конъюнктурными изменениями российского рынка. К числу таковых относятся казначейские обязательства, золотые сертификаты и облигации государственного сберегательного займа.

Казначейские обязательства (КО) – вид ценных бумаг Российской Федерации, выпущенный в обращение в связи с государственной задолженностью перед предприятиями в 1994 г. В условиях дефицита бюджета ими государство рассчитывалось за работы, выполненные по государственному заказу и финансируемые из федерального бюджета. Получив в качестве оплаты казначейские обязательства, предприятие продавало их на вторичном рынке. Покупатели могли рассчитаться этими бумагами по уплате налогов в бюджет. Однако под давлением Международного валютного фонда, не признававшего казначейские обязательства Российской Федерации ценной бумагой из-за их высокой доходности, которая доходила до 40 % в год, выпуск данных инструментов был прекращен уже в следующем 1995 г. [9].

Золотой сертификат РФ – это вид ценных бумаг, выпускавшихся в России в 1993–1994 годах для покрытия бюджетных расходов. Золотой сертификат выпускался в качестве долговых обязательств, гарантированных Правительством РФ, являлся одной из форм государственного внутреннего долга. Номинал сертификатов составлял 10 килограмм золота 0,9999 пробы. В целях повышения продаж предусматривалось дробление сертификата банкками, но не менее 100 граммов золота. В качестве обеспечения золотых сертификатов Комитетом по драгоценным металлам и камням было депонировано 100 тонн золота 0,9999 пробы. Объем эмиссии золотых сертификатов в рублях по курсу Центрального банка РФ определялся исходя из цены золота на Лондонском рынке на дату начала выпуска сертификатов 27 сентября 1993 года. Золотые сертификаты, выпускаемые Министерством финансов РФ, являлись именными ценными бумагами. Гарантированная годовая доходность по сертификатам

была на уровне 3-х месячной ставки ЛИБОР по долларам США плюс 3% годовых [44].

Следует отметить, что золотые сертификаты были важным элементом в системе государственных ценных бумаг. Это был первый вид ценных бумаг, учитывающий изменение рыночной конъюнктуры: ставкам ЛИБОР, ценам золота, курсу рубля, а так же подтвержденным твердыми активами. Однако золотые сертификаты не получили своего развития. Инвесторы считали рынок золотых активов менее привлекательным с точки зрения доходности по отношению к другим инструментам фондового рынка. Плюс номинальная стоимость сертификата была очень высокой. За весь 1993 г. было продано только 10 % всей суммы эмиссии.

Облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ) – государственные именные купонные облигации, выпускавшиеся в документарной форме. Причиной выпуска облигаций в сентябре 1995 г. послужила необходимость расширения участников вторичного рынка государственных заимствований путем привлечения средств частных инвесторов. Первичное размещение ОГСЗ осуществлялось Минфином посредством аукциона среди уполномоченных банков, которые в свою очередь были обязаны распродать не менее 90 % всех купленных облигаций в период не более 60 дней со дня приобретения, причем 60 % за наличный расчет. Данные облигации выпускались сроком на один или два года.

Наиболее распространенными и занимающими большую часть рынка государственных долговых обязательств Российской Федерации являются государственные краткосрочные облигации (ГКО) и облигации федерального займа (ОФЗ) [9].

ГКО выпускались в виде именных дисконтных облигаций в бездокументарной форме (в виде записей на счетах учета). Генеральным агентом по обслуживанию выпусков ГКО выступал ЦБ РФ. Первый выпуск ГКО состоялся в 1993 году. ГКО выпускались на сроки от трех месяцев до года

отдельными выпусками. Для каждого выпуска могли отдельно устанавливаться ограничения для потенциальных владельцев. Выпуск считался состоявшимся, если в процессе размещения было продано не менее 20% планируемых к выпуску ГКО. Непроданные ГКО могли быть размещены позднее. Также был возможен досрочный выкуп ГКО на вторичном рынке. Доход формировался как разница между ценой погашения (номиналом) и ценой покупки.

ГКО были более популярны у инвесторов, чем ОФЗ, вследствие значительно более высокой доходности (в отдельные периоды 1996-1998 годов она достигала 90-140% годовых). К 17 августа 1998 года был объявлен технический дефолт по ГКО, так как непрерывно занимая под все увеличивающиеся проценты, государство выстроило так называемую «финансовую пирамиду» ГКО, которая в итоге обрушилась. Таким образом, государство оказалось неспособно расплатиться по своим долгам. После экономического кризиса 1998 года вложения в ГКО обесценились в три раза в долларовом выражении. Полностью выпуски ГКО были прекращены Министерством финансов в 2004 г. [44].

Рынок ГКО тесно связан с рынком облигаций федерального займа (ОФЗ), которые явились своего рода продолжением развития ГКО на фондовом рынке. Данные ценные бумаги рассчитаны на обращение в среднесрочной и долгосрочной перспективе. ОФЗ, в отличие от ГКО, являются купонными ценными бумагами, доход по ним представлен ежеквартальной выплатой процента и при погашении ценной бумаги, выплатой ее номинала. ОФЗ выпускаются в бездокументарной форме с обязательным централизованным хранением и являются именованными ценными бумагами. На сегодняшний день рынок ОФЗ достаточно диверсифицирован и представлен целым рядом облигаций, имеющих отличия друг от друга [9].

ОФЗ с переменным купоном начали выпускать в 1995 году, а после кризиса 1998 года выпуск был прекращен. Купон выплачивался один раз в

полугодие. Значение купонной ставки менялось и определялось средней взвешенной доходностью по ГКО за последние четыре сессии торгов.

В 1998 году начали выпускаться ОФЗ с постоянным доходом. Купон выплачивался один раз в год и фиксировался на весь срок обращения.

ОФЗ с фиксированным доходом появились в 1999 году. Их выдавали владельцам ГКО и ОФЗ-ПК, замороженным в 1998 году в порядке новации. Срок обращения ОФЗ-ФД составлял 4-5 лет. Ежеквартально выплачивался купон. Ставка снижалась ежегодно, с 30% в первый год до 10% к погашению.

В настоящее время ставки рынка ОФЗ бывают постоянными и переменными. Постоянные фиксированные ставки устанавливаются для каждого купонного периода каждого отдельного выпуска. Переменная ставка формируется с учетом официальных данных, характеризующих уровень инфляции. Ставка ОФЗ зависит в значительной мере от ключевой ставки ЦБ РФ. В процессе обращения ОФЗ происходит накопление купонной прибыли. По мере наступления срока выплаты по очередному купону стоимость облигации возрастает. Рыночная стоимость покупки облигаций постоянно находится в диапазоне номинальной и образуется в процессе торгов на бирже (выражаясь в процентах от номинальной). Точную цену определяет конъюнктура рынка, которая может быть и выше, и ниже номинальной стоимости облигации [44].

Еще одним новым рынком государственных долговых обязательств является рынок государственных сберегательных облигаций (ГСО). Первое размещение Министерство финансов провело в 2006 году. ГСО являются именными облигациями, выпущенными в документарной форме с обязательным централизованным хранением, депозитарием по которым является Сбербанк России. ГСО представляют собой нерыночные инструменты, предназначенные для институциональных инвесторов. Данные облигации не имеют свободного обращения на вторичном рынке. Владельцами их могут являться только юридические лица резиденты Российской Федерации: инвестиционные фонды, страховые компании, негосударственные пенсионные

фонды и др. Размещение ГСО проходит в рамках торговой системы Московской биржи в виде аукциона или по закрытой подписке, проводимой Сбербанком.

Таблица 2 – Развитие государственных ценных бумаг в России

Период (дата)	Историческое событие
1769 г.	Россией размещен первый государственный внешний займ
1809 г.	Появление государственных ценных бумаг на внутреннем рынке в связи с Высочайшим указом
1817 г.	Сформирована Государственная комиссия погашения долгов
1850-е гг.	Возникновение долговых ценных бумаг местных органов власти
XIX - начало XX	Дефицит государственного бюджета, систематическая эмиссия облигаций
1914 – 1918 гг.	Кризис фондового рынка Российской империи в связи с Первой мировой войной
1918 - 1920 гг.	Смена власти, аннулирование всех долгов и гарантийных обязательств царского Временного правительства, ликвидация рынка облигаций и акций.
1922 - 1923 гг.	Переход к нэпу, возрождение рынка ценных бумаг, эмиссия облигаций хлебного и сахарного займа. Возникновение вторичного рынка облигаций. Первый выпуск долгосрочного займа.
1930 - 1957 гг.	За весь период размещено всего 45 займов
1948 г.	Конвертация займов 1936-1946 гг. в государственный 2%-ный заем.
1974 – 1991 гг.	Погашение всех послевоенных займов. Распад СССР.
1992 – 1993 гг.	Начало выпуска приватизационных чеков, облигаций внутреннего валютного займа (ОВВЗ), государственных краткосрочных облигаций (ГКО)
1993 – 1994 гг.	Выпуск Золотого сертификата РФ
1994 – 1995 гг.	Выпуск казначейских обязательств
1995 г.	Выпуск облигаций государственного сберегательного займа (ОГСЗ), ОФЗ с переменным купоном
1998 г.	Дефолт по ГКО, экономический кризис. Выпуск ОФЗ с постоянным купоном
1999 г.	Выпуск ОФЗ с фиксированным доходом
2006 г.	Первое размещение ГСО
2012 г.	Либерализация рынка рублевых облигаций, в результате которой расчеты с суверенными рублевыми облигациями можно осуществлять через международные клиринговые системы.
2015 г.	Выпуск первых ОФЗ с индексируемым номиналом
2017 г.	Выпуск ОФЗ для населения

Источник: составлено автором

Подводя итог всему вышесказанному, следует отметить, что рынок государственных заимствований России динамично развивался после распада

Советского Союза, на нем обращались разные типы ценных бумаг, одни из которых заняли достойное место в системе государственных долговых обязательств и сегодня активно обращаются на первичном и вторичном рынках капитала, другие по разным причинам не получили широкого распространения и более не применялись государством. В настоящее время перечень облигаций, выпускаемых государством, не является окончательно сформированным и может быть расширен другими инструментами, в зависимости от потребностей государства и конъюнктурных изменений экономики страны.

1.3 Рынок государственных ценных бумаг: зарубежный опыт

В странах с рыночной экономикой государственным ценным бумагам принадлежит большая роль в финансировании государственных расходов, покрытии дефицитов бюджетов и развитии экономики в целом. Стала привычной ситуация, когда государство выступает крупным заемщиком на рынке ценных бумаг. Например, в США около 90% задолженности правительства приходится на государственные ценные бумаги.

Государственные ценные бумаги, выпускаемые центральным правительством и местными органами власти в целях мобилизации денежных ресурсов, подразделяются на рыночные и нерыночные государственные долговые обязательства. Об их значении в экономике свидетельствует опыт США, где объемы выпуска различных видов государственных ценных бумаг растут высокими темпами.

США принадлежит самый крупный национальный рынок ценных бумаг, в том числе государственных долговых обязательств, что определяется не только масштабами американской экономики, но и традиционно высоким значением операций с ценными бумагами в этой стране.

Рыночные ценные бумаги свободно обращаются и могут перепродаваться другим субъектам после их первичного размещения. К ним относятся: казначейские векселя, различные среднесрочные облигации (ноты) и

долгосрочные государственные облигации (боны). Например, в США около 2/3 государственного долга представлено ликвидными ценными бумагами, которые могут быть проданы владельцами в любое время. Нерыночные государственные ценные бумаги – ценные бумаги, которые приобретаются один раз и не могут переходить из рук в руки. К ним относятся сберегательные сертификаты, казначейские ноты, предназначенные для иностранных инвесторов и др. Большинство этих ценных бумаг находится в руках правительственных учреждений, правительств других стран, местных органов управления и частных лиц [38].

Казначейские векселя – краткосрочные ценные бумаги со сроком погашения до 1 года. Это основной вид краткосрочных обязательств в развитых странах. Векселя могут быть проданы до срока погашения на вторичном рынке.

Большинство инвесторов приобретают казначейские векселя на первичном рынке ценных бумаг. Эти долговые обязательства выпускаются в огромных количествах и имеют очень высокую надежность, поэтому служат ориентиром на денежном рынке.

В США казначейские векселя выпускаются Министерством финансов на срок до 12 месяцев.

В Великобритании казначейские векселя выпускаются от имени правительства Центральным банком. Это краткосрочные долговые обязательства со сроком погашения до 5 лет.

В Японии государство осуществляет краткосрочные заимствования с помощью краткосрочных казначейских векселей, которые выпускаются Министерством финансов на срок 3 и 6 месяцев.

Казначейские векселя достаточно широко распространены в развитых странах, поскольку считаются почти не связанными с риском; по этой причине они очень популярны среди институциональных инвесторов.

Среднесрочные облигации – достаточно распространенный вид государственных ценных бумаг. В США казначейские ноты - это процентные

облигации со сроками обращения от 1 года до 10 лет. Около 50% текущего долга правительства США, представленного ценными бумагами, обращающимися на рынке, приходится на казначейские среднесрочные облигации [24].

В Японии среднесрочные государственные облигации имеют срок обращения от двух до пяти лет. Доход в зависимости от условий эмиссии выплачивается в виде купона или дисконта. Для этого вида ценных бумаг Японии характерно слабое развитие вторичного рынка, поскольку их держателями являются физические лица и инвестиционные фонды [25].

В Великобритании к среднесрочным относятся облигации со сроком погашения от 5 до 15 лет.

К долгосрочным облигациям в США относят долговые обязательства Министерства финансов со сроками обращения от 10 до 30 лет. В Англии к этому типу облигаций относят долговые обязательства со сроком обращения свыше 15 лет. Также для Англии характерно наличие бессрочных государственных облигаций.

В Японии долгосрочные облигации со сроком обращения свыше 10 лет составляют основную часть государственной задолженности.

Рассмотрим также выпуск государственных ценных бумаг такими странами как Франция и Германия.

Во Франции проведением эмиссий и размещением долговых обязательств на французских и мировых финансовых рынках, а также осуществлением контроля над объемом и эффективностью эмиссий занимается государственное Казначейство.

Структура рынка государственных ценных бумаг во Франции может быть представлена по трем категориям бумаг:

– Казначейские ассимилируемые облигации ОАТ (Obligations Assimilables Du Tresor), являющиеся средством формирования долгосрочного государственного долга. Они выпускаются на срок от 7 до 50 лет. Процентный

доход выплачивается раз в год, погашение осуществляется одноразовым платежом. Процентная ставка обычно фиксированная, но выпускаются также ОАТ с плавающей ставкой, привязанной к темпам инфляции и рыночным ставкам.

– Казначейские бонды с фиксированной ставкой и ежегодным купоном BTAN (Bons du Tresor a Taux Fixe et Interet Annuel), представляющие собой среднесрочные государственные долговые обязательства. Выпускаются на срок от двух до шести лет с одноразовым погашением и выплатой процентного дохода раз в год.

– Казначейские краткосрочные бонды с фиксированной ставкой и предварительно рассчитанным купоном BTF (Bons du Tresor a Taux Fixe et Interets Prescomptes), являющиеся инструментом краткосрочного государственного заимствования. Это дисконтные облигации со сроком от одного месяца до года.

В Германии основным заемщиком выступает государство – федеральное правительство и правительства земель. Выпуск государственных долговых обязательств в ФРГ регламентируется Экономическим советом государственных властей, который принимает решения о необходимости выпуска облигаций, определяет эмитентов, учитывая состояние рынка ценных бумаг. К числу государственных относятся также облигации, выпущенные Фондом германского единства (главное приватизационное ведомство Германии), Федеральной службой железных дорог и Федеральной почтовой службой.

Государственные долговые обязательства Германии отличаются большим разнообразием. Правительство выпускает облигации ФРГ, федеральные облигации, федеральные кассовые облигации, казначейские финансовые обязательства, а также финансовые инструменты: долговые сертификаты, сберегательные сертификаты, беспроцентные казначейские сертификаты. Все эти бумаги, за исключением сберегательных сертификатов,

относятся к рыночным ценным бумагам. Однако их также можно разделить на три категории:

- краткосрочные облигации (Bubills) выпускаются на срок от 1 месяца до года;
- среднесрочные облигации (Bobls) со сроком обращения от 2 до 10 лет;
- долгосрочные облигации (Bunds) со сроком обращения от 10 до 30 лет.

Таблица 3 – Краткая характеристика зарубежных государственных ценных бумаг

Страна	Эмитент	Виды государственных ценных бумаг	Срок обращения		
			кратко-срочные	средне-срочные	долго-срочные
США	Минфин США	Казначейские векселя, казначейские ноты, казначейские бонды	До 1 года	1-10 лет	10-30 лет
Великобритания	Минфин Великобритании	Казначейские векселя, среднесрочные облигации, долгосрочные облигации	До 5 лет	5-15 лет	Свыше 15 лет
Япония	Минфин Японии	Казначейские векселя, среднесрочные облигации, долгосрочные облигации	3-6 мес.	2-5 лет	Свыше 10 лет
Франция	Казначейство Франции	Долгосрочные облигации (OAT), казначейские среднесрочные бонды (BTAN), казначейские краткосрочные бонды (BTF)	До 1 года	2-6 лет	7-50 лет
Германия	Федеральное правительство	Краткосрочные облигации (Bunds), среднесрочные облигации (Bobls), краткосрочные (Bubills)	До 1 года	2-10 лет	10-30 лет

Источник: составлено автором

В настоящее время накоплен значительный мировой опыт по выпуску государственных ценных бумаг и их применению для решения государственных задач и достижения различных целей. Созданы разнообразные виды ценных бумаг, ориентированные на разные категории инвесторов: от населения до институциональных инвесторов. Российский рынок

государственных ценных бумаг продолжает развиваться, ориентируясь на успешный опыт зарубежных стран.

Подводя итоги первой главы, можно отметить, что значимость рынка государственных ценных бумаг не вызывает сомнений. Именно этот рынок позволяет государству привлекать денежные средства как для финансирования дефицита бюджета, так и для развития и осуществления крупных инвестиционных проектов.

2 Анализ российского рынка государственных ценных бумаг

2.1 Анализ текущего состояния экономики России в контексте функционирования рынка ГЦБ

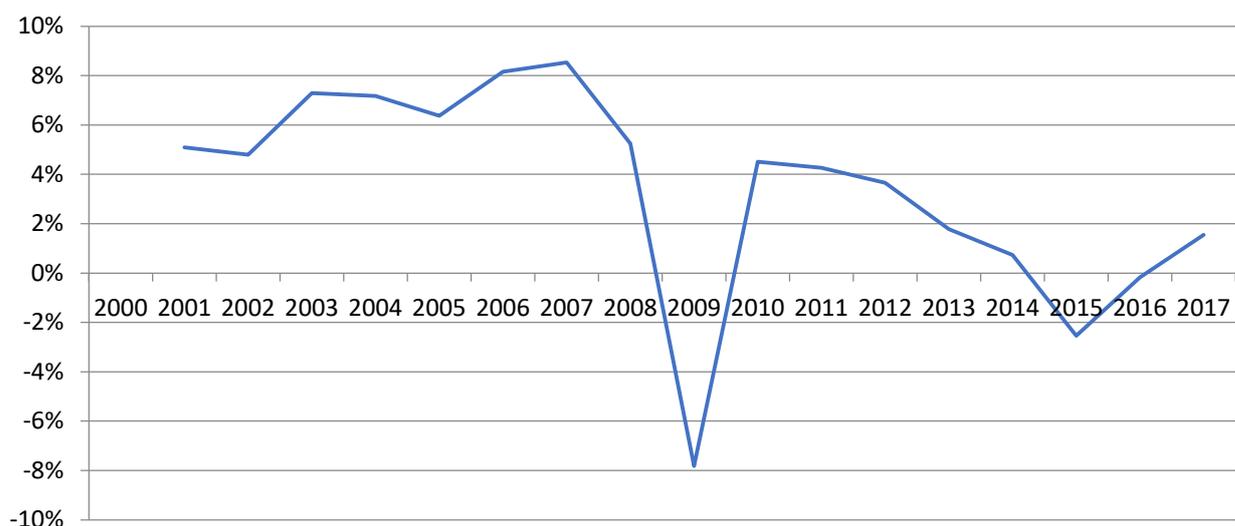
Сегодня экономика России находится в затруднительном положении: сохранение и введение новых торгово-экономических санкций, сдерживающих экономический рост страны, падение курса национальной валюты, дефицит бюджета, сокращение финансовых резервов страны, значительный отток капитала. Все это в своей совокупности вынуждает государство искать пути решения возникших проблем. Одним из альтернативных способов решения выступает эмиссия государственных ценных бумаг.

Во всем мире централизованный выпуск государственных ценных бумаг используется в качестве инструмента регулирования экономики, рычага воздействия на денежное обращение и управление объемом денежной массы, средства неэмиссионного покрытия дефицита государственного и местного бюджетов, способа привлечения денежных средств предприятий и населения для решения тех или иных проблем.

Однако было бы неправильно рассматривать рынок государственных ценных бумаг отдельно и проигнорировать состояние российской экономики. Поэтому, прежде чем перейти к анализу текущего состояния российского рынка государственных ценных бумаг, рассмотрим современную экономику страны и положение Российской Федерации в рейтинге глобальной конкурентоспособности.

В течение нескольких последних лет отечественная экономика переживала кризисные явления, находилась в рецессии, и только в 2017 году Россия вошла в стадию восстановительного роста.

Рассмотрим динамику ВВП России за 2000–2017 гг. (Рисунок 2).



Источник: составлено автором на основании [42]

Рисунок 2 – Динамика ВВП России за 2000–2017 гг.

В результате анализа рисунка можно сделать вывод о том, что с 2000 до 2008 гг. в стране наблюдался устойчивый экономический рост, темп прироста ВВП составлял в среднем 7% в год. В 2009 году произошло сокращение экономики почти на 8%, вызванное мировым экономическим кризисом. Несмотря на то, что по итогам 2010 года ВВП вырос на 4,5%, в России с 2011 наблюдается спад экономики. По итогам 2013 г. темпы экономического прироста составили только 1,8%, а в 2014 г. экономика России перешла в фазу стагнации. В 2015 г. произошло сокращение экономики практически на 3%. По итогам 2016 г. падение ВВП существенно замедлилось и не превысило 0,2%, а в 2017 году ВВП России вырос на 1,5% – после спада в 2015 и 2016 году экономика вернулась к росту.

Существует целый комплекс во многом взаимообусловленных причин отрицательных темпов экономического роста в России в течение 2015-2016 гг. Во-первых, это снижение мировых цен на топливно-энергетические товары, которое повлекло за собой сокращение притока валютной выручки в страну и, соответственно, доходов нефтяных компаний и федерального бюджета.

Во-вторых, наблюдался значительный чистый отток капитала из страны, и в то же время усложнился доступ крупнейших отечественных компаний на мировые рынки капиталов вследствие введения экономических санкций с одной стороны, и нежелания самих компаний осуществлять займы в иностранной валюте в условиях высокой волатильности валютных курсов.

Следует отметить, что практически все отрасли отечественной экономики в 2015 г. продемонстрировали отрицательный результат и внесли свой вклад в сокращение ВВП. Наиболее проблемными сферами отечественной экономики выступают оптовая торговля, инвестиции и доходы населения.

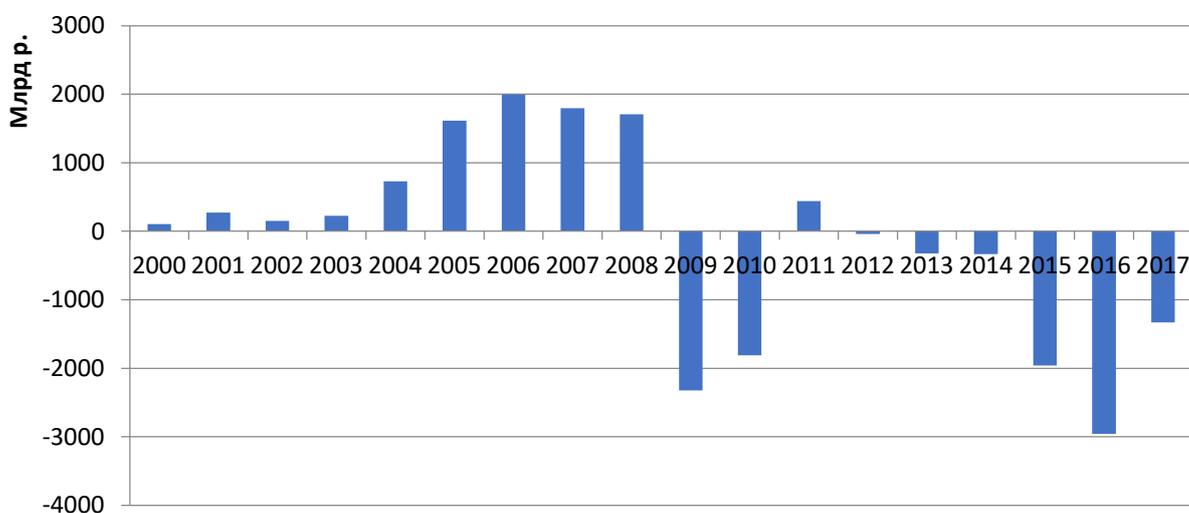
Фактически единственной крупной отраслью отечественной экономики, которая оказалась не подверженной спаду в вышеобозначенный период, выступает сельское хозяйство. Отрицательная динамика показателей была свойственна только для 2012 г., что было связано преимущественно с неблагоприятными погодными условиями. Начиная с 2013 г. показатели находятся в положительной зоне.

В результате проведенного анализа статистических данных Росстата, можно выдвинуть предположение, что дно кризиса отечественной экономикой, скорее всего, пройдено. Темпы сокращения ВВП России значительно замедлились и уже наблюдается небольшой экономический рост [12].

Тем не менее, в отечественной экономике продолжает наблюдаться ряд серьезных проблем, одной из которых является дефицит бюджета страны.

Как видно из рисунка 3, в период с 2000 по 2008 годы доходы РФ превышали расходы, причем профицит бюджета РФ в 2006 году достиг рекордного показателя – почти 2 триллиона рублей. С 2009 года профицит федерального бюджета отмечался только в 2011 году – доходы превысили расходы на 442 млрд рублей. С 2013 года наблюдался дефицит бюджета, который ежегодно увеличивался: если в 2012 году он составлял лишь 39,4 млрд рублей, или 0,22% ВВП, то к 2016 году он составил почти 3 триллиона рублей, или 3,94% ВВП, и достиг максимального значения за рассматриваемый период.

В 2017 году дефицит бюджета снизился и составил 1331,4 млрд рублей, или 1,6% ВВП, что является следствием стабилизации экономики страны.



Источник: составлено автором на основании [23]

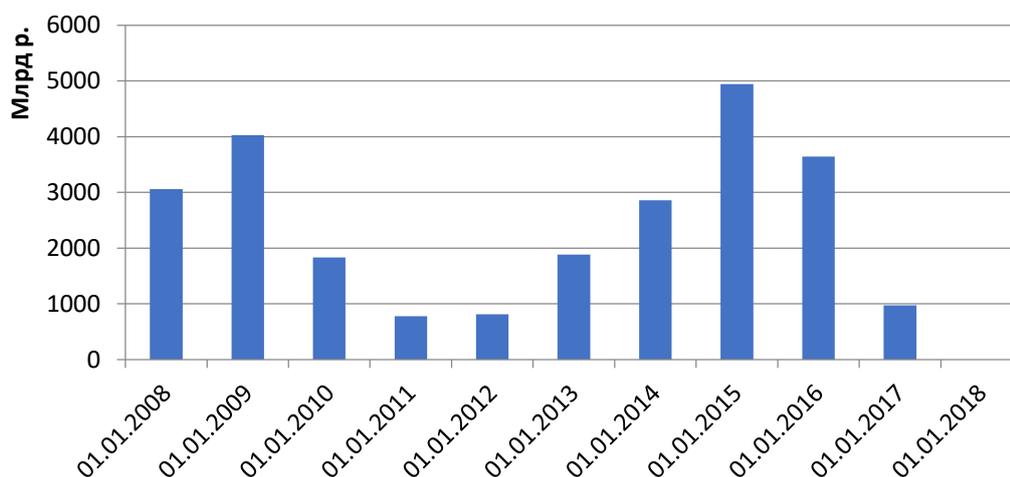
Рисунок 3 – Динамика величины дефицита (профицита) федерального бюджета за 2000-2017 гг.

Согласно Федеральному закону N 362-ФЗ «О федеральном бюджете на 2018 год и на плановый период 2019 и 2020 годов», дефицит бюджета в 2018 году составит 1,27 трлн рублей (1,3% ВВП) [5]. Однако Минфин России ожидает профицит федерального бюджета в 2018 году на уровне 0,45 % ВВП или 440,6 млрд рублей.

Существует несколько источников финансирования дефицита бюджета. Одним из основных является запас, накопленный в суверенных фондах.

Резервный фонд и Фонд национального благосостояния (ФНБ) были созданы в 2008 году в результате деления Стабилизационного фонда. Первый являлся источником финансирования бюджетного дефицита в случае резкого падения доходов казны. Второй же создавался как часть механизма пенсионного обеспечения граждан на длительную перспективу [35].

Рассмотрим динамику объема средств Резервного фонда за период с 2008 по настоящее время (Рисунок 4).

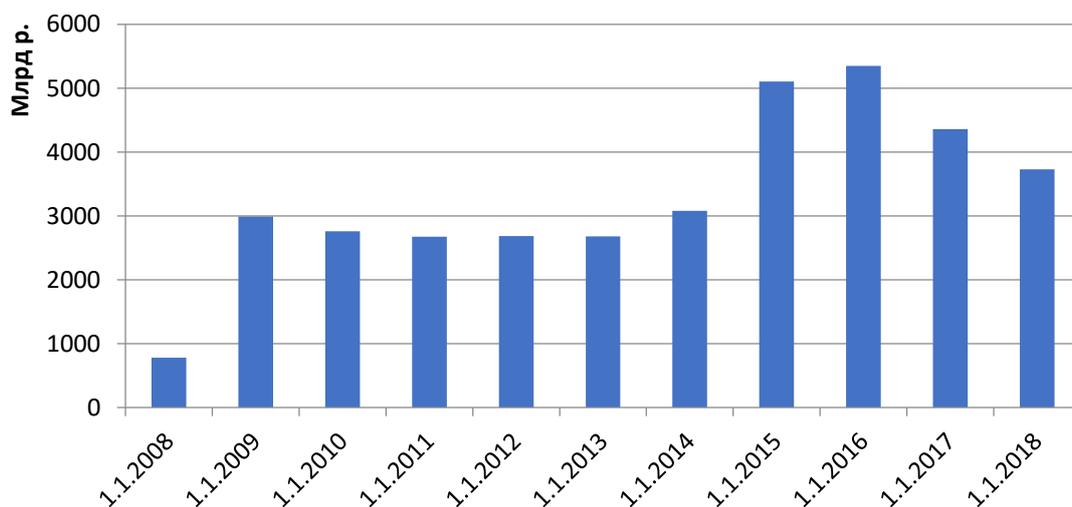


Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 4 – Динамика объема средств Резервного фонда за 2008–2018 гг.

Анализируя рисунок, можно сделать вывод, что после создания фонда объем средств сокращался до 2011 года. С 2012 года наблюдается тенденция к увеличению объема средств, и к 2015 году он достиг максимума – почти 5 триллионов рублей. Однако по итогам 2015 года объем средств сократился на 1305 млрд рублей и составил 3640,6 млрд рублей. За 2016 год объем средств Резервного фонда сократился более чем в 3 раза: на 1 января 2017 года он составил всего 972,13 млрд рублей. В 2016 году Минфин 4 раза реализовывал средства Резервного фонда для покрытия дефицита федерального бюджета: в апреле, мае, августе и декабре 2016 года. Причем, в декабре было потрачено из Резервного фонда почти столько же, сколько за все предыдущие месяцы 2016 года. В декабре 2017 года Минфин полностью исчерпал средства Резервного фонда на покрытие дефицита федерального бюджета. В результате на счетах Резервного фонда «сформировались нулевые остатки» и 1 февраля 2018 года он прекратит свое существование.

Теперь у России остался один суверенный фонд, за счет которого будет покрываться дефицит бюджета – Фонд национального благосостояния. Рассмотрим динамику объема средств ФНБ за период с 2008 по настоящее время. (Рисунок 5)



Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 5 – Динамика объема средств Фонда национального благосостояния за 2008–2018 гг.

Как видно из рисунка, за 2008 год объем средств в ФНБ вырос почти в 4 раза. В 2009 году часть ФНБ была потрачена на антикризисную помощь банкам, вследствие чего объем средств фонда сократился и до 2014 года почти не менялся. С 2014 года средства в ФНБ ежегодно пополнялись, и в 2016 году их объем достиг максимума – 5348,66 млрд рублей. Однако, с 2016 года наблюдается тенденция к снижению объема средств в фонде. В 2017 году из ФНБ было потрачено 622 млрд рублей, из которых 616,7 млрд рублей направлено на покрытие дефицита бюджета Пенсионного фонда. На 1 января 2018 года объем ФНБ в рублевом эквиваленте составляет 3,75 трлн рублей.

В настоящем году средства ФНБ станут основным наряду с заимствованиями источником покрытия дефицита федерального бюджета — из ФНБ планируется использовать 586 млрд рублей. [35]. Однако планируется, что в последующие два года ФНБ уже почти не будет тратиться, а только пополняться, а главным источником покрытия дефицита станут заимствования.

Таким образом, в сфере государственных финансов складывается ситуация, при которой особое значение приобретают государственные заимствования как источник покрытия дефицита бюджета.

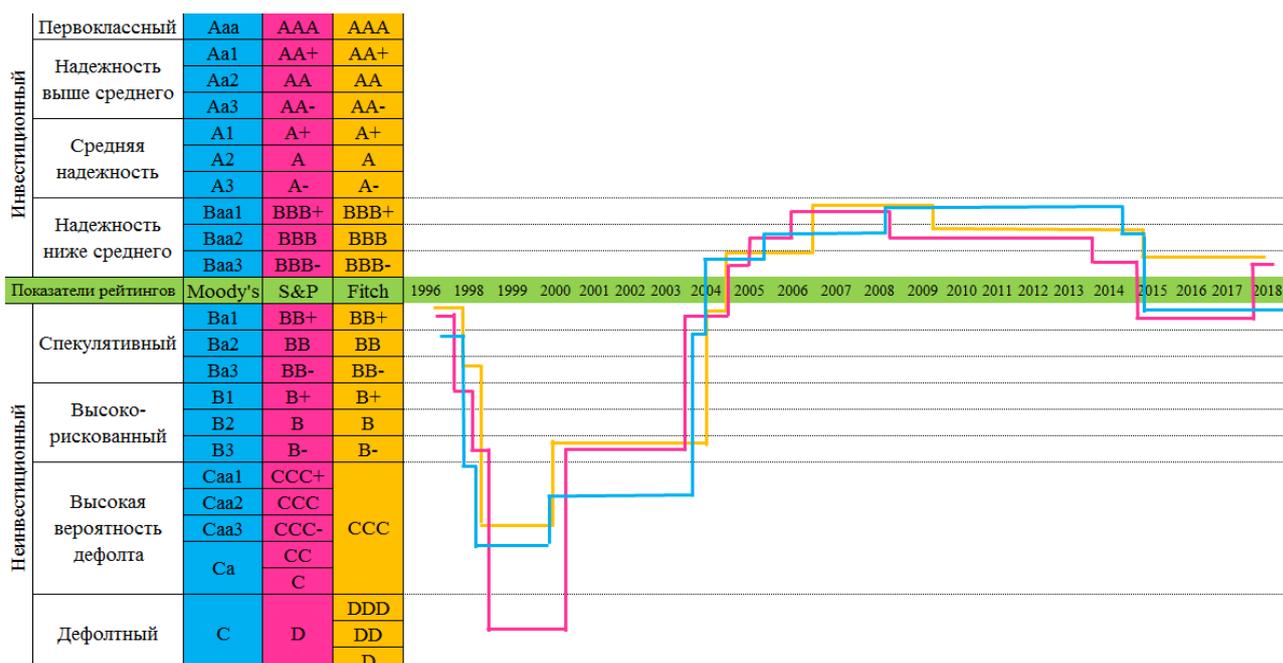
В современном мире любая страна может выступать в роли заемщика, следовательно, у нее возникают обязательства по выплате кредита. Степень платежеспособности страны определяет ее кредитный рейтинг [41].

Суверенный кредитный рейтинг представляет собой оценку вероятности дефолта по государственным ценным бумагам. Его присваивают рейтинговые агентства. В мире принято доверять трем международным агентствам: Fitch, S&P и Moody's.

Все рейтинги делятся на две группы: инвестиционные (от BBB- и выше) и спекулятивные (BB+ и ниже), которые еще называют «мусорными». Кроме того, агентства выставляют свои прогнозы на ближайшее будущее: они показывают, в какую сторону может измениться рейтинг. Положительный прогноз означает, что рейтинг может быть повышен, отрицательный – понижен.

Кредитный рейтинг России впервые был присвоен 4 октября 1996 года рейтинговым агентством Standart&Poor's на уровне спекулятивного класса. После кризиса 1998 года рейтинг был понижен до третьего класса – дефолтного. Восстановление рейтинга началось в 2000 году, а 31 января 2005 года России впервые был присвоен инвестиционный рейтинг «BBB-». 15 декабря 2005 года он был повышен до «BBB», а 4 сентября до «BBB+». Это произошло благодаря восстановлению экономики и своевременному погашению предыдущих обязательств. После начала мирового экономического кризиса в 2008-2009 годах рейтинг был понижен до «BBB».

В начале 2015 г. из-за роста геополитических рисков, усиления негативных тенденций в российской экономике (замедление темпов роста ВВП, отток капитала и др.) долгосрочные кредитные рейтинги России по обязательствам в иностранной валюте были понижены всеми тремя международными рейтинговыми агентствами (Рисунок 6).



Источник: составлено автором на основании [32,33,34]

Рисунок 6 – Динамика кредитного рейтинга РФ за 1996–2018 гг.

На конец февраля 2018 года рейтинги России выглядят так: ВВВ- (инвестиционный) от S&P, ВВВ- (инвестиционный) – от Fitch и Ва1 (спекулятивный) – от Moody's. Прогнозы у всех трех агентств позитивные.

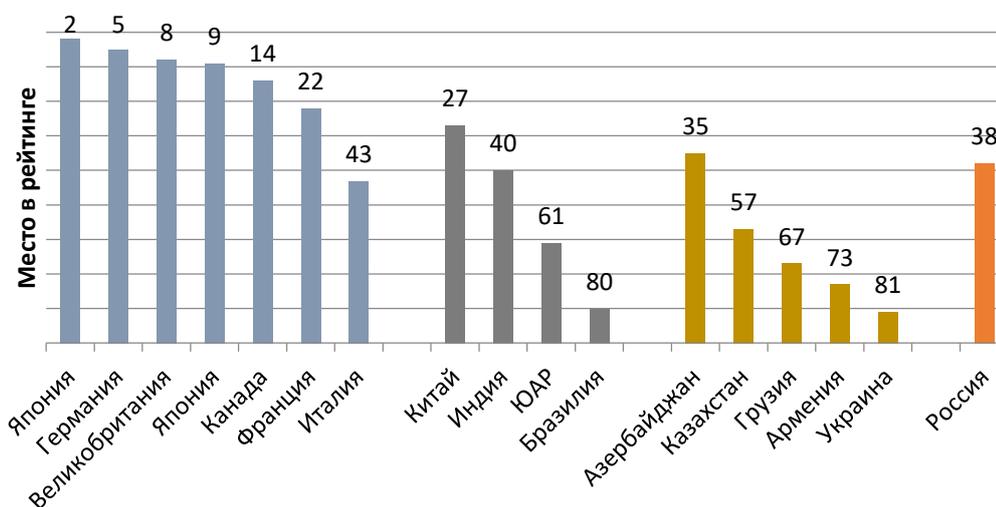
По оценкам экспертов, возвращение России в инвестиционную рейтинговую категорию вызовет серьезный приток инвесторов в российский госдолг и позволит расширить участие на российском долговом рынке таких консервативных институциональных инвесторов, как иностранные пенсионные фонды и страховые компании [10].

26 сентября 2017 года Всемирным экономическим форумом (ВЭФ) был выпущен ежегодный отчет «Глобальная конкурентоспособность», который анализирует перспективы развития мировой экономики, а также приводит рейтинг стран по индексу глобальной конкурентоспособности (Global Competitiveness Index, GCI), который измеряется в баллах от 1 (худший результат) до 7 (лучший). В настоящее время GCI учитывает 113 индикаторов, объединенных в 12 «опорных» категорий, среди которых – институты,

инфраструктура, макроэкономическая среда, здравоохранение, образование и профессиональная подготовка, эффективность рынка товаров и рынка труда, развитие финансового рынка и инновации.

Согласно отчету за 2017 – 2018 годы, Россия занимает 38-е место из 137 государств. По сравнению с предыдущими годами, по данному показателю наблюдается позитивная тенденция: так, в 2013 – 2014 годы Россия занимала 67-ую позицию (4,2 балла), в 2014-2015 годы – 53-юю (4,4 балла). В 2015-2016 годах Россия впервые вошла в топ-50 рейтинга, оказавшись на 45-м месте (4,87 балла). В рейтинге 2016-2017 годов РФ поднялась еще на две позиции, хотя и потеряв баллы (4,51). В рейтинге 2017-2018 годов Россия поднялась на 5 позиций и по сравнению с предыдущим годом опередила Польшу, Индию, Литву, Панаму и Кувейт. При этом она нарастила отрыв от таких европейских стран, как Португалия, Италия и Греция [18].

Сравним положение России в рейтинге глобальной конкурентоспособности в 2017–2018 годах со странами «Большой семерки», БРИКС и некоторыми странами – бывшими республиками СССР (Рисунок 7).

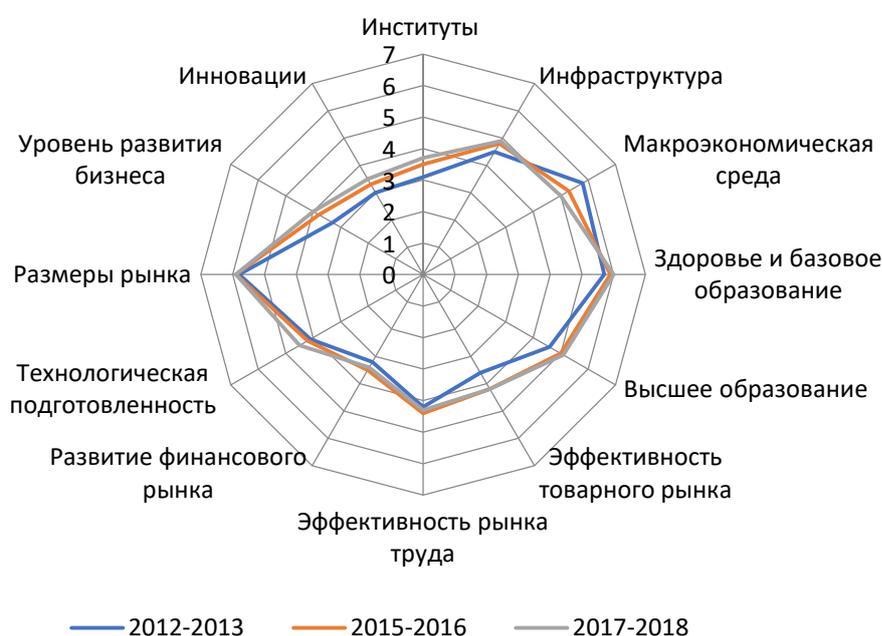


Источник: составлено автором на основании [46]

Рисунок 7 – Рейтинг глобальной конкурентоспособности за 2017–2018 гг.

Как видно на рисунке, Россия опережает страны БРИКС и страны, являющиеся бывшими союзными республиками, за исключением Китая и Азербайджана. Однако такое положение в рейтинге нельзя считать высоким, так как РФ значительно уступает показателям развитых стран, в том числе стран, входящих в группу «Большой семерки».

Далее рассмотрим изменения составных компонентов индекса за 5 лет для оценки их динамики и выявления факторов, тормозящих укрепление позиций страны в общем рейтинге (Рисунок 8).



Источник: составлено автором на основании [46,47,48]

Рисунок 8 – Развитие составных факторов индекса глобальной конкурентоспособности России

Наиболее развитыми являются такие факторы, как размеры рынка (значение данного показателя равно 5.9, что соответствует 6-ой позиции в рейтинге), а также здоровье и базовое образование (6,0, что соответствует 54 месту в рейтинге). За 5 лет существенно улучшилось положение таких факторов, как уровень развития бизнеса (с 119 до 71 позиции), институты (с 133 до 83 позиции), эффективность товарного рынка (с 134 до 80 позиции) и инновации (с 85 до 49 позиции), однако данные факторы по прежнему слабо

развиты, несмотря на положительную тенденцию. Также, несмотря на подъем фактора развития финансового рынка с 130 до 107 позиции, необходимо продолжать активно развивать данную область, так как улучшение показателей данного фактора будут способствовать улучшению положения страны в общем рейтинге.

Таким образом, на фоне нестабильной экономической ситуации, наличия дефицита бюджета и исчерпания средств суверенных фондов, большую значимость приобретает вопрос развития рынка государственных ценных бумаг в качестве альтернативного источника финансирования дефицита бюджета и развития экономики России в целом.

2.2 Текущее состояние российского рынка федеральных государственных ценных бумаг

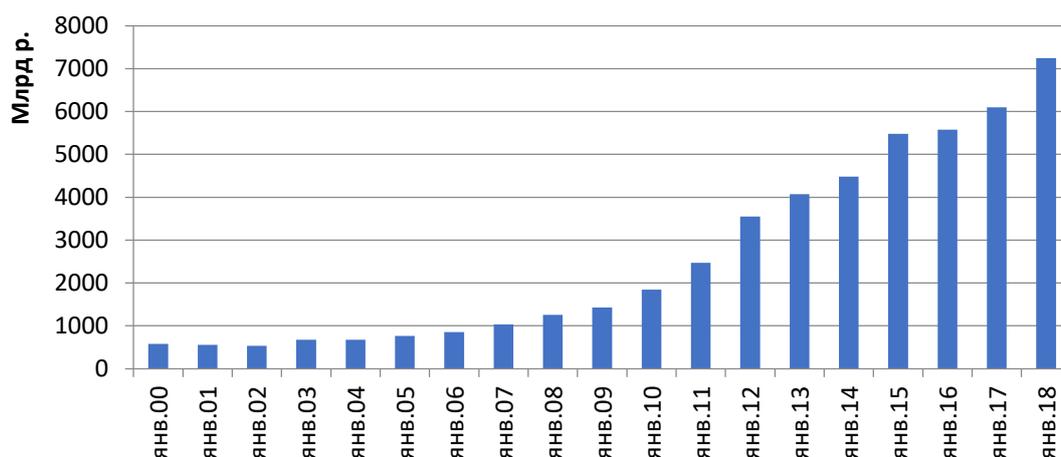
Сегодня, когда российская экономика остро нуждается в инвестициях для обеспечения ее модернизации и инновационного развития, рынок ценных бумаг становится центром пересечения финансовых интересов различных субъектов хозяйствования и участников финансово-банковского сектора экономики. В этих условиях немаловажным остается вопрос об уровне развития рынка государственных долговых финансовых инструментов.

Опыт эмиссии государственных ценных бумаг в советское время оказался неудачным и привел к тому, что российское государство, приняв на себя все долговые обязательства СССР, вынуждено было на протяжении многих лет расплачиваться с унаследованными долгами. Однако опыт зарубежных стран показывает, что развитый рынок государственных ценных бумаг оказывает положительное влияние на экономику страны и благосостояние граждан. Чтобы определить перспективные направления развития российского рынка в будущем, а также факторы, тормозящие его развитие, рассмотрим внутренний и внешний сегмент российского рынка государственных ценных бумаг по состоянию на 2017– I квартал 2018 гг.

5 декабря 2017 года Государственной думой в окончательном чтении был принят проект федерального бюджета на 2018 год. Согласно данному закону, доходы бюджета составят 15,258 трлн рублей (15,7% ВВП), а расходы – 16,529 трлн рублей (17% ВВП). Дефицит бюджета в 2018 году составит 1,27 трлн рублей (1,3% ВВП). Также, верхний предел внутреннего государственного долга на 1 января 2019 года установлен в размере 10,502 трлн рублей, а внешнего госдолга – 71,6 млрд долларов США [5].

По состоянию на 1 января 2018 года объем государственного внутреннего долга Российской Федерации составил 8 689,64 млрд рублей, из них на государственные ценные бумаги пришлось 7 247, 12 млрд рублей [23].

Объем государственных заимствований посредством выпуска ценных бумаг ежегодно растет, что можно наблюдать на рисунке 9.



Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 9 – Динамика внутреннего государственного долга, выраженного в государственных ценных бумагах за 2000-2017 гг.

В результате анализа можно отметить, что в период с 2000 до 2007 года объем внутренних заимствований в ценных бумагах держался примерно на одном уровне и не превышал 1 триллиона рублей. С 2008 по 2018 гг. объем внутреннего государственного долга, выраженного в ценных бумагах, увеличился почти в 6 раз. Максимальный прирост зафиксирован в 2011 году –

он составил более 40%. Можно сделать вывод, что рост государственного долга во многом является следствием мирового финансового и экономического кризиса. Также, на рост государственного долга в последние 4 года влияет изменение геополитической обстановки в мировом сообществе, сложившейся в этот период. Ряд экономических санкций, отток капитала из России вызвали спад экономики страны, а рынок ценных бумаг – весьма эффективное средство восполнения дефицита государственного бюджета и сдерживания инфляции.

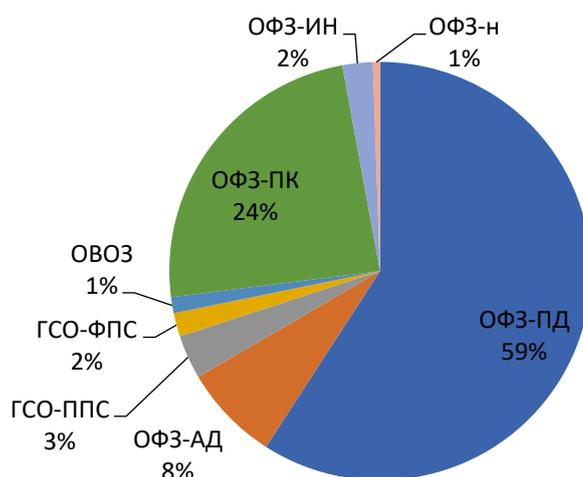
Сегодня в обращении находится 8 видов облигаций федерального займа: с переменным купоном (ОФЗ-ПК), с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД), с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН), с амортизацией долга (ОФЗ-АД), а также государственные сберегательные облигации с постоянной (ГСО-ППС) и фиксированной (ГСО-ФПС) процентной ставкой купона, облигации внутренних облигационных займов РФ (ОВОЗ) и облигации федерального займа для населения (ОФЗ-н) (Таблица 4).

Таблица 4 – Объем государственного внутреннего долга, выраженного в государственных ценных бумагах РФ на 01.01.2018, млрд р.

Виды ценных бумаг	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-АД	ОФЗ-ИН	ГСО-ППС	ГСО-ФПС	ОВОЗ	ОФЗ-н	Итого внутренний долг
На 1 января 2018	1748,44	4283,62	539,84	168,52	245,55	132	90	39,15	7247,12

Источник: [23]

Наибольший вес в структуре внутреннего долга РФ, выраженного в ценных бумагах, имеют облигации федерального займа с постоянным доходом (Рисунок 10). Они представляют собой именные купонные облигации, ставка купонного дохода для которых является постоянной. Риск по таким бумагам сведен к минимуму, чем можно объяснить популярность данного вида государственных ценных бумаг. Их номинал равен 1000 рублей, а ставка купонного дохода – 8,15% [13].

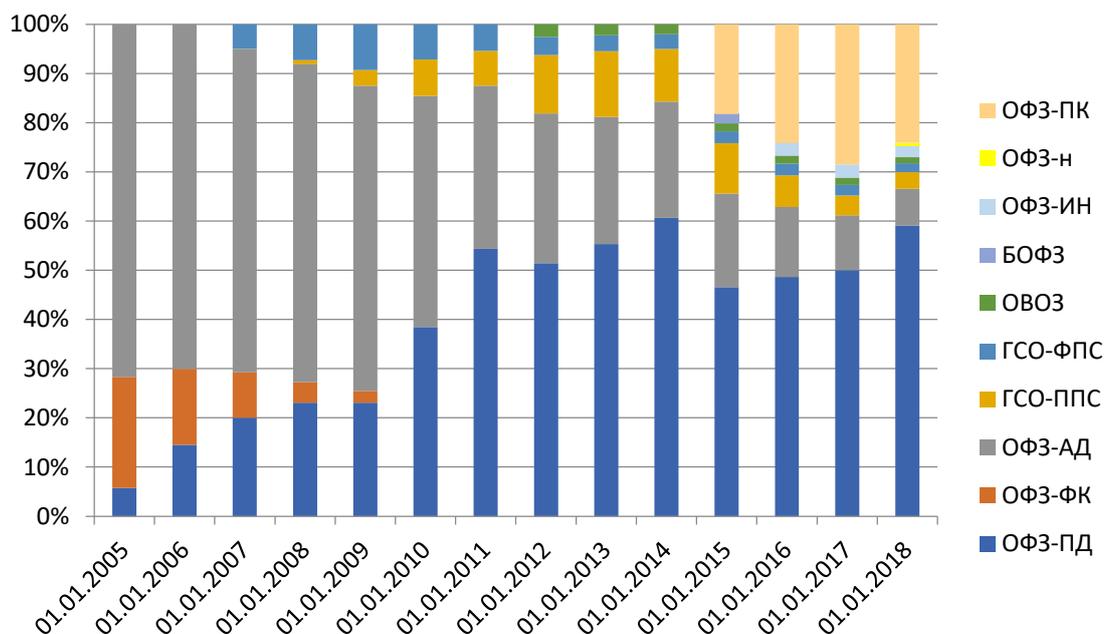


Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 10 – Структура государственного внутреннего долга, выраженного в государственных ценных бумагах РФ на 01.01.2018

Наименьший вес на сегодняшний день имеют облигации федерального займа для населения – всего 1%. Это объясняется тем, что данный вид облигаций – новый продукт на рынке государственных облигаций, который появился только в апреле 2017 года и ориентирован на инвесторов – физических лиц. Несмотря на небольшой вес в структуре государственных ценных бумаг, данный вид бумаг имеет высокий интерес со стороны инвесторов – физических лиц, что обусловлено более высоким уровнем доходности облигаций по сравнению с банковскими депозитами.

Рассматривая динамику структуры государственного внутреннего долга, выраженного в государственных ценных бумагах РФ, за последние 13 лет, можно отметить, что с 2005 до 2009 гг. наибольший вес в структуре государственного долга занимали облигации федерального займа с амортизацией долга, однако с 2010 года наблюдается снижение доли данного вида бумаг. В 2005 году 20% государственного долга занимали ОФЗ с фиксированным купонным доходом, но в 2009 году они были полностью погашены и больше не выпускались (Рисунок 11).



Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 11 – Динамика структуры государственного внутреннего долга, выраженного в государственных ценных бумагах РФ за 2005–2018 гг.

С 2010 года возросла доля ОФЗ с постоянным доходом, которые на протяжении последних 8 лет занимают наибольший вес в структуре государственного долга. С 2015 года возобновился выпуск ОФЗ с переменным купоном, к 2017 году его вес увеличился с 18% до 28%, однако за последний год их доля снизилась на 4%.

Можно также отметить, что в 2005 году структуру долга составляли только 3 вида государственных облигаций, из которых 70% были представлены ОФЗ с амортизацией долга, однако на рынке государственных облигаций появились новые виды ценных бумаг, и к 2018 году их количество в структуре государственного долга выросло до 8.

Так, в июле 2015 года впервые появились облигации федерального займа с индексируемым номиналом – единственные в России облигации, которые имеют «встроенную» защиту от инфляции. Механизм защиты реализован через номинал облигации, который ежедневно индексируется в зависимости от

достигнутого уровня инфляционных изменений, при этом купоны по облигациям фиксированы и составляют 2,5% от номинала.

Успешное размещение упомянутых облигаций стало важнейшим событием на долговом рынке России. Впервые размещены облигации, полностью защищающие вложения от инфляции, то есть позволяющие инвесторам фиксировать положительный доход на долгосрочную перспективу. Имело место самое крупное в истории единовременное размещение не только на рынке ОФЗ, но и на российском долговом рынке в целом.

Бюджетная политика Российской Федерации предусматривает прогноз погашения по видам обязательств государственных ценных бумаг РФ [23].

К 2036 году, согласно прогнозу, ожидается погашение задолженности в размере 7 303,548 млрд рублей. Погашение будет происходить неравномерно, как по годам, так и по видам долговых обязательств (Таблица 5).

Таблица 5 – Структура государственного внутреннего долга РФ по срокам погашения и по видам обязательств на 01.01.2018, млрд р.

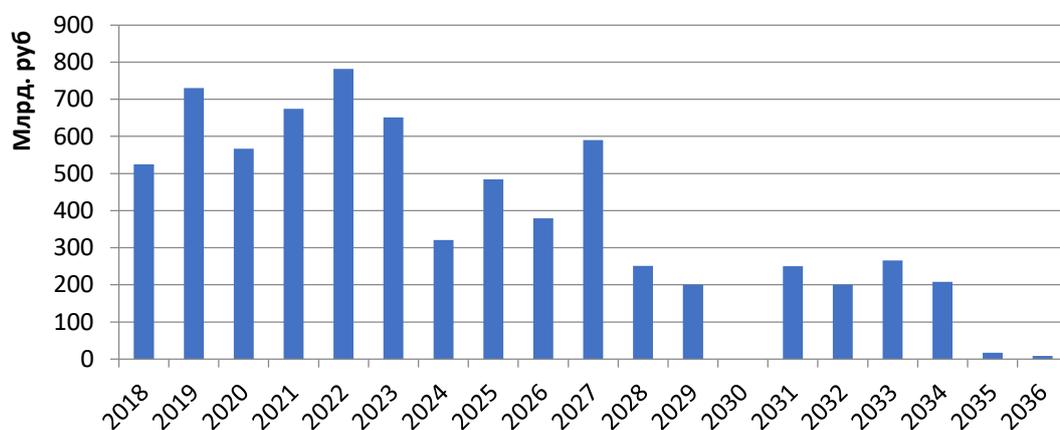
Год погашения	По видам долговых обязательств								Всего
	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-н	ОФЗ-ИН	ОФЗ-АД	ГСО-ФПС	ГСО-ППС	ОВОЗ	
2018	-	296,73	-	-	122,97	-	15,25	90	524,95
2019	108,22	550	-	-	71,84	-	-	-	730,05
2020	250	201,6	37,68	-	62,41	-	15	-	566,68
2021	-	480	-	-	73,37	-	120,9	-	674,27
2022	190,22	496,12	-	-	43,26	52	-	-	781,61
2023	-	400	-	168,79	43,26	39	-	-	651,05
2024	-	250	-	-	29,50	41	-	-	320,50
2025	400	-	-	-	29,51	-	54,4	-	483,91
2026	-	350	-	-	29,501	-	-	-	379,50
2027	200	350	-	-	0,001	-	40	-	590,00
2028	-	251,07	-	-	0,001	-	-	-	251,07
2029	200	-	-	-	0,006	-	-	-	200,01
2030	-	-	-	-	-	-	-	-	0
2031	-	250	-	-	-	-	-	-	250
2032	200	-	-	-	-	-	-	-	200
2033	-	265,741	-	-	-	-	-	-	265,741

Окончание таблицы 5

Год погашения	По видам долговых обязательств								Всего
	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-Н	ОФЗ-ИН	ОФЗ-АД	ГСО-ФПС	ГСО-ППС	ОВОЗ	
2034	200	-	-	-	8,553	-	-	-	208,55
2035	-	-	-	-	17,106	-	-	-	17,106
2036	-	-	-	-	8,553	-	-	-	8,553
Итого	1 748,44	4 141,26	37,676	168,788	539,838	132	245,55	90	7 103,55

Источник: [23]

Наибольшая нагрузка ложится на период с 2018 по 2023 годы, когда ежегодно будут производиться выплаты по трем и более видам ценных бумаг (Рисунок 12). По данным годового отчета Министерства финансов о ходе реализации и оценке эффективности реализации государственной программы Российской Федерации «Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков» за 2017 год обязательства по погашению и обслуживанию государственного долга РФ в 2017 году исполнены своевременно и в полном объеме.



Источник: [23]

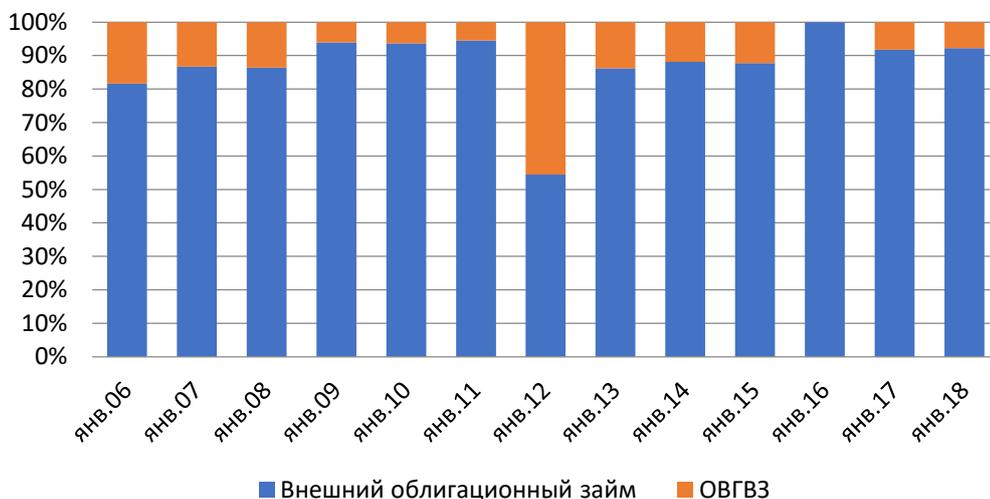
Рисунок 12 – Структура государственного внутреннего долга по срокам погашения, в млрд. руб. на 1 января 2018

Анализ приведенных выше данных позволяет сделать вывод о том, что внутренний государственный долг РФ по ценным бумагам имеет устойчивую тенденцию к увеличению. Также можно отметить расширение спектра

представленных на рынке инструментов новыми видами ценных бумаг. Все это свидетельствует, с одной стороны, о возрастании потребности государства в заемных средствах, а с другой об использовании неэмиссионных методов финансирования федерального бюджета, и, следовательно, об эффективном использовании различных инструментов денежно-кредитной политики.

За последние двадцать лет сильно изменилась долговая политика РФ. Россия унаследовала от СССР гигантскую величину внешнего государственного долга, проблема погашения которого стала ключевой задачей долговой политики страны. На 01.01.2018 года объем государственного внешнего долга РФ составил 50 млрд долларов США., из них на государственные ценные бумаги приходится 38,212 млрд рублей. Объем внешнего долга за период с 2011 по 2018 гг. увеличился на 25%.

Рассмотрим динамику структуры внешнего государственного долга РФ, выраженного в ценных бумагах (Рисунок 13).



Источник: составлено автором на основании [23]

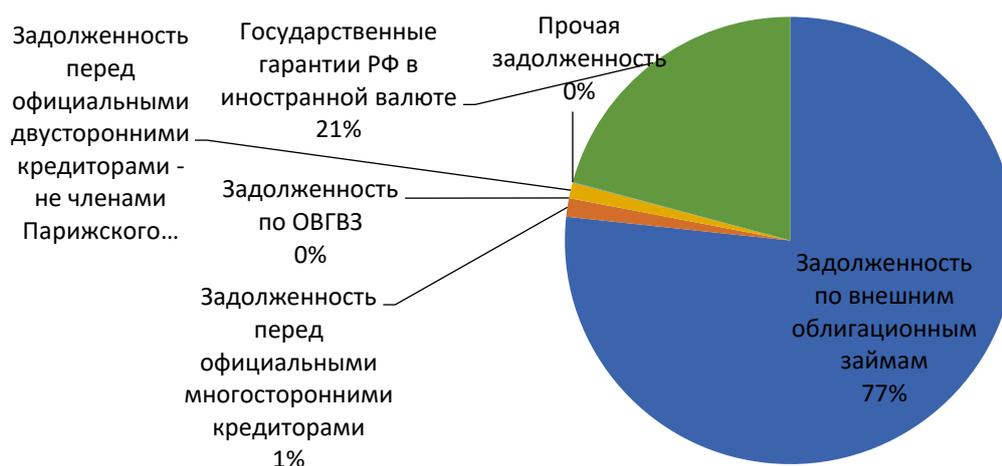
Рисунок 13 – Динамика структуры государственного внешнего долга РФ, выраженного в ценных бумагах за 2006-2018 гг.

Основную долю за представленный период занимает задолженность по внешним облигационным займам, причем в 2016 году внешний долг,

выраженный в ценных бумагах, был полностью представлен данным видом облигаций. Облигации внешних облигационных займов Российской Федерации – это государственные именные ценные бумаги, которые выпускаются в документарной форме и подлежат централизованному хранению. Обязательства по этим облигациям выражены в долларах США или евро. Облигации предоставляют их владельцам право на получение основной суммы долга (номинальной стоимости), а также дохода в виде процентов, начисляемых на остающуюся непогашенной часть основной суммы долга.

Второй вид государственных ценных бумаг, входящих в состав внешнего долга РФ – облигации внутреннего государственного валютного займа. Доля данных ценных бумаг за весь период в общем объеме не превышала 15%, и только в 2012 году наблюдалось значительное увеличение доли ОВГВЗ почти до 50%.

На 1 января 2018 года доля облигаций внешних облигационных займов в структуре государственного внешнего долга, выраженного в ценных бумагах составила 92%, а в структуре общего долга – 77%. ОВГВЗ же в структуре общего долга имеет небольшой вес – менее 1% (Рисунок 14) .



Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 14 – Структура государственного внешнего долга на 01.01.2018

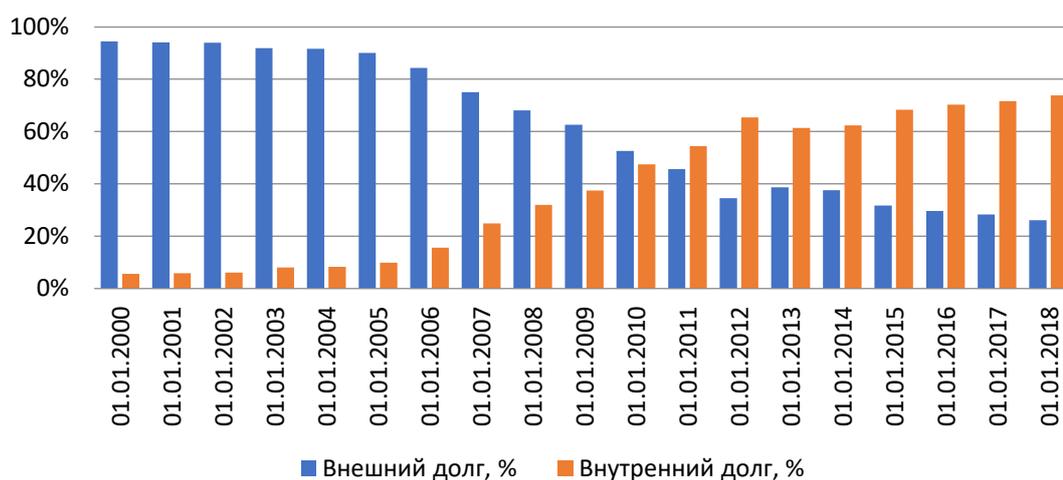
Согласно графику погашения государственного внешнего долга РФ по видам долговых обязательств по состоянию на 1 января 2018 года наибольшая нагрузка ложится на несколько периодов: с 2018 до 2020 года – за эти годы необходимо выплатить 33% от суммы всех государственных бумаг, выраженных в иностранной валюте, и с 2026 до 2028 года – в эти годы необходимо выплатить еще 22%. Остальная сумма задолженности распределена до 2047 года.

Иностранные заимствования являются не только важным источником финансирования дефицита бюджета. Приобретение еврооблигаций иностранными инвесторами означает приток в страну дополнительных капиталов и благодаря этому увеличение финансовых ресурсов в распоряжении государства не за счет перераспределения средств в рамках одной национальной экономики. Однако выпуск долговых инструментов в иностранной валюте несет дополнительные риски, которые отсутствуют при размещении рублевых облигаций. К ним следует отнести валютные риски, которые имеют особое значение с учетом неустойчивости курса рубля, а также вероятность массового сброса государственных облигаций в случае изменения ситуации на мировом финансовом рынке [8].

В настоящее время в России продолжается политика замещения внешнего долга внутренним, проводятся меры по повышению роли внутреннего государственного долга в качестве основного источника погашения дефицита бюджета (Рисунок 15).

Доминирование внутреннего сегмента рынка государственных ценных бумаг над внешним позволяет стране стать менее интегрированной в глобальный рынок и более независимой от кризисных тенденций в мировой экономике. Более того, привлечение капитала на внешнем рынке в современных условиях затруднительно, в связи с чем целесообразно приоритетное развитие национального долгового рынка. Однако необходимо отметить, что полностью отказаться от заимствований на внешнем рынке будет

нерационально. Выход на международный рынок капитала позволяет стране заявить о себе на мировой арене, привлечь иностранные инвестиции и повысить суверенные кредитные рейтинги, что окажет влияние и на частный сектор, который нуждается в инвестициях и взаимодействии с зарубежными партнерами.

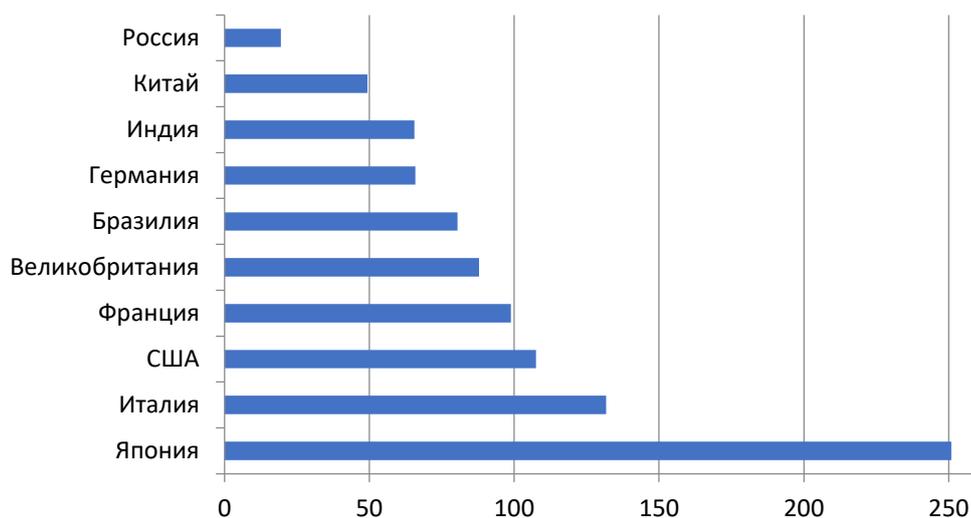


Источник: составлено автором по данным [23]

Рисунок 15 – Соотношение внутреннего и внешнего долга Российской Федерации за 2000-2018 гг.

Как почти всегда в экономике, в данных государственного долга важны не абсолютные, а относительные значения. Поэтому, для того чтобы оценить долговую нагрузку и состояние платежеспособности государства, экономисты рассматривают отношение государственного долга к ВВП.

Россия имеет невысокое значение показателя отношения государственного долга к ВВП – по данным Международного валютного фонда на 2017 год всего 19,43% – что говорит о ее долговой устойчивости. По данному показателю Россия находится на 175 месте из 185 стран. Такие низкие показатели выгодно отличают Россию от значительного большинства как развитых стран, так и государств с формирующимися рынками. Например, самое высокое значение долговой нагрузки имеет Япония – 250%. В США этот показатель составляет 107,5%, а в Великобритании почти 88% (Рисунок 16).



Источник: составлено автором на основании [21]

Рисунок 16 – Государственный долг стран мира, % к ВВП

Для анализа состояния рынка государственных ценных бумаг недостаточно рассмотреть только его структуру. Существует ряд показателей состояния рынка государственных ценных бумаг, одним из которых является индекс государственных облигаций RGBI.

Индекс RGBI – показатель, который отражает ценовую динамику рынка государственных облигаций и является индикативным показателем доходности и привлекательности российских государственных ценных бумаг. Он рассчитывается на постоянной основе Московской биржей. На данном показателе несомненно сказывается экономическая и политическая ситуация в стране. Так, в 2009 и в 2015 гг., когда российская экономика находилась в состоянии кризиса, можно отметить резкие падения данного показателя. Снижение индекса отражает снижение цен на облигации, и, как следствие, говорит об увеличении их доходности и повышении риска.

Однако в течение последних 2-х лет индекс RGBI находится в положительном тренде, что свидетельствует об увеличении инвестиционной привлекательности рынка, а также об улучшении эффективности его функционирования (Рисунок 17).



Источник: [26]

Рисунок 17 – Динамика индекса RGBI за 2004 – 2017 гг.

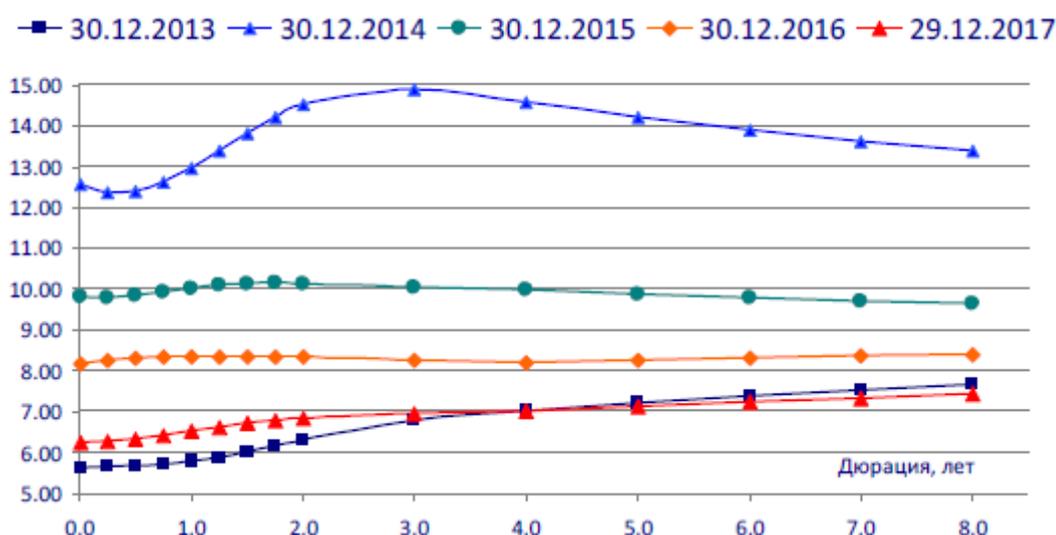
Индексы государственных облигаций ММВБ призваны выполнять функцию индикаторов ситуации, складывающейся на российском рынке государственного долга. Повышая прозрачность и информативность российского фондового рынка, они позволяют инвесторам и всем заинтересованным лицам отслеживать как общее направление, так и краткосрочные колебания на рынке российских государственных облигаций, оценивать эффективность инвестиций в данные инструменты, строить прогнозы развития рынка [26].

Еще одним показателем, характеризующим состояние рынка государственных облигаций является доходность, которая отражает соотношение дохода и первоначально инвестированной суммы или текущей стоимости.

Для ОФЗ, срок обращения которых превышает 1 год, рассчитывается эффективная доходность к погашению. Ее величина показывает, какую среднегодовую доходность получит инвестор за весь срок владения облигации. Эффективная доходность к погашению важна не только для владельцев облигаций соответствующего выпуска. Построение на графике значений эффективной доходности к погашению по всем существующим в обращении

выпуском государственных облигаций позволяет оценить временную структуру процентных ставок, т.е. построить график эффективной доходности выпусков облигаций в зависимости от срока до погашения. Такой график получил название кривой доходности государственных облигаций (G-кривой). Кривая доходности позволяет оценить распределение доходностей во времени и служит основным ориентиром для определения доходностей по другим финансовым инструментам.

Рассмотрим динамику кривой бескупонной доходности за 2014 – 2017 гг. (Рисунок 17).



Источник: [14]

Рисунок 17 – G-кривая бескупонной доходности ОФЗ за 2014 – 2017 гг.

Как видно из графика, наибольшая доходность по государственным ценным бумагам наблюдалась в 2014 году, когда размещение ОФЗ на внутреннем рынке осуществлялось в значительно более сложных геополитических и экономических условиях. Для того периода были характерны такие особенности, как снижение спроса на государственные облигации, рост доходностей и сокращение дюрации портфеля ОФЗ. С 2015 года наблюдается тенденция к снижению доходности на рынке ОФЗ, и к концу

2017 она достигла своих минимальных уровней за последние четыре года на всей «кривой».

Одним из главных факторов, оказывающих положительное влияние на динамику доходности рублевых облигаций в течение последних нескольких лет, является снижение уровня инфляции и ключевой ставки Банка России (Рисунок 18). С января 2015 по январь 2016 года ключевая ставка снизилась с 17% до 11%, а за последующие 2 года еще на 3.25%. Каждое снижение ключевой ставки находило свое отражение в динамике процентных ставок и доходности на рынке рублевых облигаций.

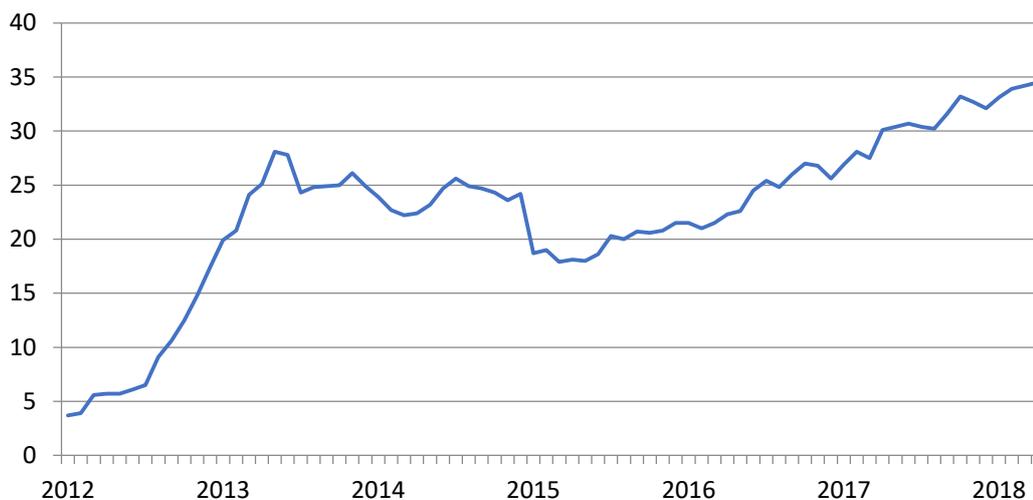


Источник: [14]

Рисунок 18 – Годовая инфляция и ключевая ставка Банка России за 2013-2018гг.

За последние годы наблюдается определенная тенденция к скупке государственных облигаций нерезидентами (Рисунок 19). Так, если на 1 января 2012 года доля нерезидентов на рынке ОФЗ составляла всего 3,7%, то уже к 2013 году этот показатель достиг 20%. В 2014 году наблюдается небольшое сокращение доли нерезидентов на рынке гособлигаций, но начиная с 2015 года этот показатель растет: на 1 января 2016 года он составил 21,5%, на 1 января

2017 – 26%, а к 2018 году достиг 33%. Исторический максимум был зафиксирован в апреле 2018 года в размере 34,5%.



Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 19 – Динамика доли нерезидентов на рынке ОФЗ за 2012-2018 гг., %

Одним из факторов, обуславливающим интерес нерезидентов к этим инвестициям и оказывающим влияние на их поведение на рынке, является доля российских государственных облигаций в структуре глобальных индексов облигаций. Позиции России как суверенного заемщика в данных индексах выглядят обнадеживающе. Также иностранцы продолжают инвестировать в российские ОФЗ, поскольку ставки по ним в разы превышают ставки по зарубежным долговым бумагам. Это обеспечивает приток валюты в Россию, и поддерживает устойчивость рубля.

По итогам анализа, можно сделать вывод о том, что в развитии рынка государственных бумаг наблюдается позитивная тенденция. Наблюдается рост индекса RGBI, снижение доходностей, а следовательно и риска ОФЗ, что свидетельствует об увеличении инвестиционной привлекательности рынка.

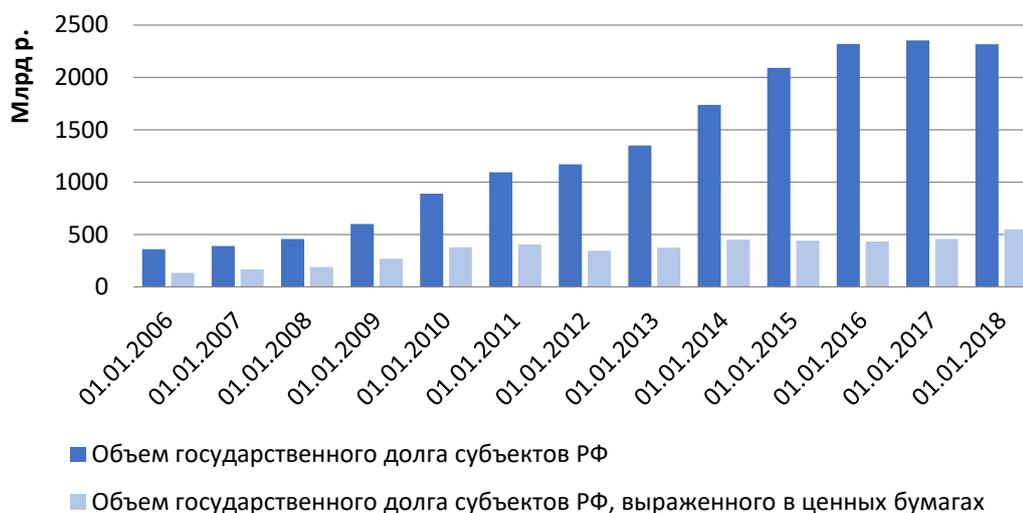
2.3 Развитие сегмента субфедеральных ценных бумаг в России

В период осложнения внешнеполитических отношений, застоя в развитии национальной экономики, за которым последовало снижение ее темпов роста,

как никогда острой становится проблема дефицита бюджетов многих субъектов Российской Федерации и источников его финансирования.

В соответствии с отчетом о работе Счетной палаты в 2017 году 47 регионов России имеют дефицит бюджета в объеме 188,6 млрд рублей. Несмотря на то, что по сравнению с 2016 годом количество дефицитных регионов сократилось на 9, в 2018 году положение российских регионов может ухудшиться — профицит бюджетов субъектов может сократиться вдвое или больше, а дефицит с учетом капитальных расходов увеличиться. Это произойдет из-за замедления роста собственных доходов, а также новых схем поддержки из федерального центра [17].

По данным Минфина России, субъекты РФ имеют значительный объем государственного долга, несмотря на замедление темпов его роста в настоящее время (Рисунок 20).

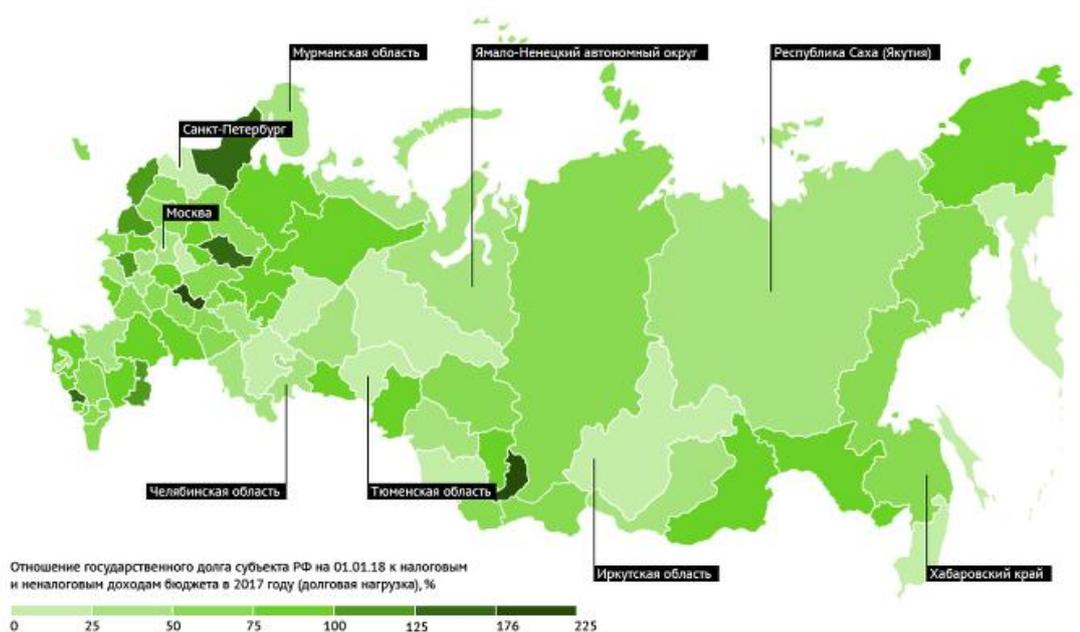


Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 20 – Динамика объема государственного долга субъектов РФ за 2006-2018 гг.

Если с 2006 года до 2009 года рост государственного долга был незначительным, то в период с 2010 по 2016 год государственный долг субъектов Российской Федерации вырос в 2,5 раза. Бурный рост наблюдается в

период с 2013 до 2016 года – государственный долг субъектов РФ вырос в этот период на 70 %. В числе основных причин этой тенденции – падение доходов из-за общего ухудшения экономической ситуации в стране и потребность в финансировании существенно возросших социальных обязательств. Как следствие, по итогам 2016 г. суммарный государственный долг субъектов Российской Федерации достиг 2,318 трлн рублей. С 2016 года рост замедлился, и в течение двух лет менялся незначительно. Объем государственного долга субъектов РФ по состоянию на 1 января 2018 года составил 2,315 млрд рублей. Несмотря на замедление тенденции роста госдолга, в ряде регионов объемы государственного долга превышают объемы собственных доходов бюджета, что свидетельствует о высоком уровне долговой нагрузки (Рисунок 21).



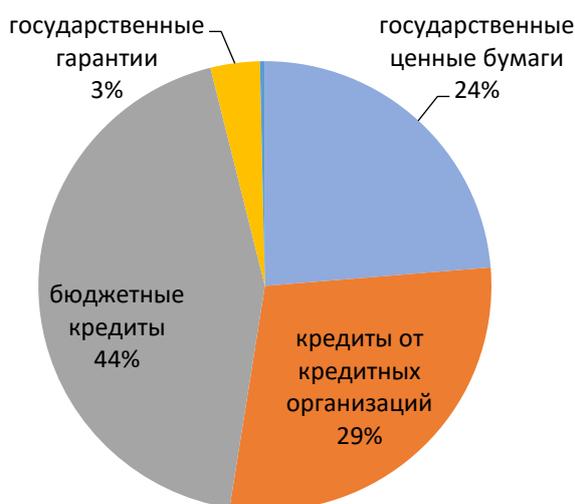
Источник: [31]

Рисунок 21 – Рейтинг субъектов РФ по уровню долговой нагрузки, по состоянию на 1 января 2018 г.

Примечательно, что за рассматриваемый период на фоне ежегодного увеличения общего объема государственного долга субъектов РФ наблюдается незначительный рост объемов государственных ценных бумаг в его структуре. Это свидетельствует о том, что рынок государственных облигаций субъектов

РФ недостаточно развит, а регионы осуществляют заимствования преимущественно в форме банковских и бюджетных кредитов.

Следует отметить, что многие регионы имеют значительный объем обязательств перед федеральным бюджетом. Так, в общей величине государственного долга субъектов РФ по итогам 2017 года доля бюджетных кредитов составила 44%, а доля государственных ценных бумаг – всего 24% (Рисунок 22).



Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 22 – Структура государственного долга субъектов РФ по состоянию на 01.01.2018

По мнению Минфина РФ, замещение рыночного долга субъектов бюджетными кредитами – временная и, по сути, антикризисная мера, применяемая федеральными властями в ситуации, когда крайне ограничены возможности рыночных заимствований на приемлемых условиях из-за высоких процентных ставок. По мере улучшения ситуации на долговом рынке, регионы будут стимулироваться к тому, чтобы подавляющая доля их долговых обязательств была бы следствием рыночных заимствований, прежде всего в форме выпуска ценных бумаг.

Таким образом, в условиях высокого уровня дефицита бюджетов субъектов и высокой закредитованности регионов, большую актуальность приобретает вопрос о развитии рынка субфедеральных облигаций.

Региональные облигации занимают одно из основных мест в развитии федеративных государств с высокой степенью экономической самостоятельности регионов. По обороту рынка региональных облигаций лидирует США, значительную долю рынка занимают европейские страны. В Российской Федерации рынок займов субъектов РФ возник только в 1992 году и имеет свои особенности.

Под государственными долговыми обязательствами субъектов РФ подразумевают ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа, в которых должником выступают региональные органы государственной власти. Согласно Федеральному закону № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных муниципальных ценных бумаг», государственные ценные бумаги субъекта РФ могут быть выпущены только в виде облигаций или иных ценных бумаг, относящихся к эмиссионным ценным бумагам [3]. Учитывая, что государственные ценные бумаги относят к категории долговых ценных бумаг, можно сделать вывод, что субъект РФ вправе эмитировать единственную долговую эмиссионную ценную бумагу – облигацию.

Правовое регулирование эмиссии и обращения субфедеральных облигаций осуществляется на основании Конституции РФ, Гражданского кодекса РФ, Бюджетного кодекса РФ, Налогового кодекса РФ, Закона об эмиссии и обращении, а также иных федеральных законов и ряда подзаконных нормативных правовых актов Российской Федерации. Кроме того, по вопросам выпуска и обращения субфедеральных облигаций принимаются нормативные правовые акты субъектов РФ (закон о бюджете субъекта РФ, нормативные правовые акты, определяющие бюджетное устройство и бюджетный процесс, концепцию долговой политики в субъекте РФ, порядок ведения государственной долговой книги субъекта РФ и др.) [30].

В соответствии с Федеральным законом «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» эмитентом государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации выступает высший исполнительный орган государственной власти субъекта Российской Федерации либо финансовый орган субъекта Российской Федерации, наделенные законом субъекта Российской Федерации правом на осуществление государственных заимствований субъекта Российской Федерации.

В период зарождения рынка, до вступления в силу Закона об эмиссии и обращении и Бюджетного кодекса, можно было наблюдать большое разнообразие видов субфедеральных ценных бумаг, выпускаемых для достижения различных целей. Например, жилищные облигации (жилищные займы), являющиеся целевыми инвестиционными займами, выпускались с целью финансирования строительства жилья. Главной целью владельцев таких облигаций являлось получение требуемой квартиры, в связи с чем жилищные облигации были бездоходными или низкодоходными. Или телефонные облигации, как еще один вид целевых облигаций, средства от размещения которых направлялись на строительство АТС и закупку оборудования на них, а обязательства погашались установкой телефонных номеров и денежными средствами.

Примечательно, что в 1992–1995 годах жилищные и телефонные облигации составляли 57 % от общего количества выпусков облигаций.

В этот же период вторую по численности группу займов составили арбитражные займы, различающиеся по целям финансирования (например, социальные программы, промышленно-инвестиционные проекты). Выпускались также промышленные инвестиционные займы с целью привлечения средств для финансирования социальных программ и инвестиционных проектов.

Также в указанный период происходило переформление товарных долгов регионов в региональные облигации. В течение ряда лет регионы

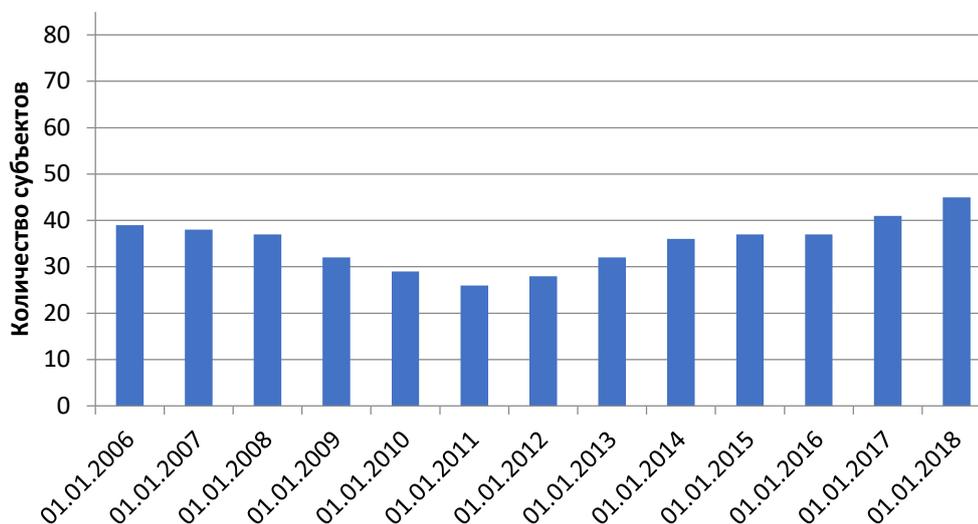
получали от Минфина товарные кредиты, но практически не гасили их. С переходом страны от советских методов управления к рыночным, регионам было предложено переоформить товарные долги в субфедеральные облигации. Они получили название «сельхозоблигации». Всего в проекте было задействовано почти шесть десятков регионов. Некоторые из них быстро погасили свои долги перед Минфином, но большинство этого делать не стало, и даже к концу 2006 года в России оставались регионы, имевшие просроченный долг по данному виду облигаций.

Разразившийся в 1998 г. финансовый кризис остановил процесс становления российского регионального рынка ценных бумаг. Многие субъекты федерации в условиях кризиса прекратили обслуживание собственного долга. К 1998 году экономика была пересыщена бумагами регионов, к тому же в том же году объявлен дефолт. В результате возможности субъектов по рефинансированию долга были сведены к минимуму, а профучастники терпеливо ожидали полного погашения выпущенных облигаций, не проявляя никакого интереса к возможным новым эмиссиям.

С вступлением в силу Бюджетного кодекса с 1 января 2000 года существенным образом были ограничены возможности целевого направления денежных средств, полученных в результате размещения субфедеральных облигационных займов. Таким образом, в соответствии с Бюджетным кодексом РФ в настоящее время средства от выпуска субфедеральных облигаций могут быть использованы на строго определенные цели: на финансирование дефицитов бюджетов, а также для погашения долговых обязательств.

Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации являются одним из инструментов привлечения денежных средств в бюджеты субъектов Российской Федерации, однако используют его чуть больше половины публично-правовых образований, от имени которых такие облигации могут выпускаться (Рисунок 23). С 2006 года до 2011 года наблюдается снижение количества субъектов на рынке государственных ценных бумаг.

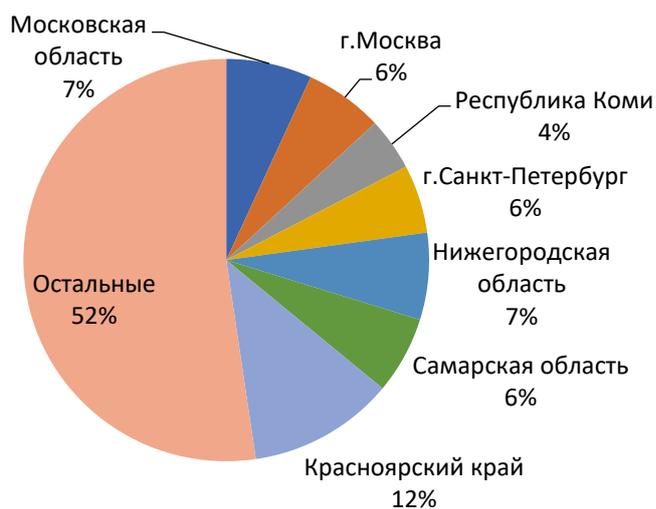
Минимальное количество регионов за рассматриваемый период отмечается в 2011 году. Несмотря на то, что с 2011 года количество заемщиков растет, по состоянию на 2017 год только 45 субъектов в структуре долга имеют долю ценных бумаг. Отметим, что в 2017 году число субъектов РФ на рынке субфедеральных облигаций чуть больше уровня 2006 года.



Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 23 – Динамика количества субъектов на рынке государственных ценных бумаг субъектов РФ за 2006-2018 гг.

Крупнейшим заемщиком в субфедеральном сегменте в настоящее время является Красноярский край, на долю которого приходится 12% общей суммы долга по ценным бумагам субъектов России. Крупными заемщиками государственных долговых ценных бумаг по состоянию на 01.01.2018 также являются Нижегородская область, Московская область, Самарская область, г. Москва, г. Санкт-Петербург и Республика Коми (Рисунок 24).



Источник: составлено автором на основании [23]

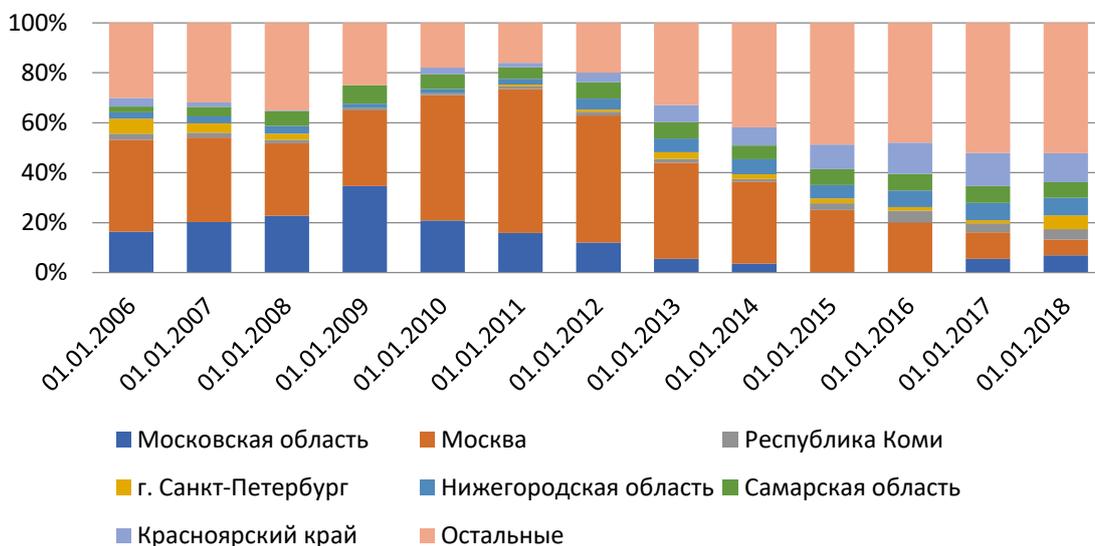
Рисунок 24 – Структура субфедерального долга по регионам

Следует заметить, что за период с 2006 года по 2016 год крупнейшим заемщиком являлась г. Москва, причем с 2010 по 2012 год на ее долю приходилось больше половины долга по государственным ценным бумагам субъектов РФ. За рассматриваемый период значительно увеличилась доля Красноярского края в общем долге, а доля Самарской области в течение всего периода оставалась стабильной и составляла от 5-7%. Также можно отметить увеличение доли остальных регионов: если в 2006 году она составляла около 30%, а в 2011 снизилась до 15%, то к 2018 году долг по государственным ценным бумагам субъектов РФ остальных регионов в общем долге составил уже больше 50% (Рисунок 25).

В условиях ограниченности финансовых ресурсов регионы стали все чаще обращаться к сбережениям россиян через выпуск региональных облигаций для населения. При этом купоны по этим облигациям превосходят ставки по банковским депозитам.

В Российской Федерации одним из лидеров по числу выпусков региональных облигационных займов для населения является Томская область. Данный регион считается пионером в этой сфере – с 2002 года там реализуется проект «Внутренние облигации Томской области для населения». Также, в 2016

году были выпущены облигации «народного займа» Самарской области и Калининградской области [35]. В 2017 г. были выпущены «народные» облигации Ямало-Ненецкого Автономного округа, которые вызвали большую заинтересованность у населения.

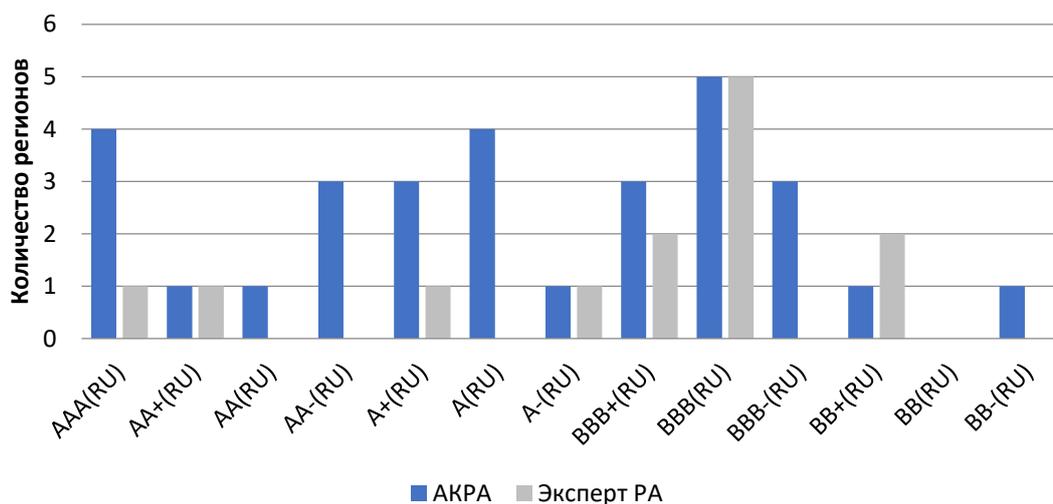


Источник: составлено автором на основании [23]

Рисунок 25 – Динамика структуры субфедерального долга по регионам за 2006-2018 гг.

Говоря о развитии сегмента субфедеральных ценных бумаг, стоит отметить один из важных и необходимых элементов, составляющих современную инфраструктуру облигационного рынка - рейтинговые агентства. Наличие кредитных рейтингов служит индикатором кредитного качества заемщика.

По состоянию на 1 ноября 2017 г. 42 субъекта Российской Федерации имеют рейтинг, присвоенный кредитными рейтинговыми агентствами, аккредитованными Центральным банком РФ. Из них лишь 5 имеют высший рейтинг по национальной шкале (Рисунок 26).



Источник: [19]

Рисунок 26 – Рейтинги субъектов РФ

Подводя итог вышесказанному, можно отметить, что, несмотря на рост доли заимствований и увеличение количества заемщиков, в настоящее время рынок субфедеральных ценных бумаг еще недостаточно развит. По состоянию на 2018 год рынок ценных бумаг субъектов РФ занимает всего 24% от суммы государственного долга регионов, а заемщиками выступают только 45 субъектов Российской Федерации из 85, причем около половины заимствований приходится на 7 регионов.

Министерство финансов РФ выразило озабоченность неразвитостью рынка субфедеральных облигаций и необходимость содействовать его развитию, так как он был и остается самым незначительным сектором внутреннего долгового рынка.

В 2018 году ожидается рост рынка облигаций субъектов РФ благодаря запуску с 1 января программы реструктуризации бюджетных кредитов, инициированной Президентом РФ. В соответствии с данной программой, в 2018–2020 гг. будет прекращено предоставление регионам бюджетных кредитов, кроме тех, сумма которых составляет 1–2 млрд. руб. ежегодно и которые формируются за счет целевых иностранных займов от международных институтов развития. Также, правила реструктуризации обязательств субъектов

РФ перед Российской Федерацией по бюджетным кредитам, утвержденные Постановлением от 13.12.2017 №1531, накладывают на регионы обязательства по оздоровлению финансового состояния субъектов, что будет стимулировать субъекты федерации к наращиванию активности на облигационном рынке.

Потенциал выпуска субфедеральных облигаций имеют многие субъекты РФ, практика использования регионами России субфедеральных облигаций в качестве инструментов заимствования значительно уступает привлечению финансовых средств с помощью банковских кредитов. Это может быть связано с несколькими причинами.

Во-первых, встает вопрос о рискованности облигаций как финансового инструмента. Конечно, облигационным займам присущ наименьший уровень риска по сравнению с другими ценными бумагами. Несмотря на это, субъекты, выпускающие или только планирующие эмиссию облигаций, сталкиваются с некоторыми сложностями, которые способны в значительной степени увеличить риски для них. Одной из сложностей является невысокая ликвидность субфедеральных облигаций, и, как следствие, угроза возможности совершения сделок по ним, не говоря уже о размещении выпуска в полном объеме. В момент эмиссии облигаций инвесторы на бирже могут быть не заинтересованы в приобретении таких ценных бумаг. Вследствие недостаточной ликвидности выпускаемых облигаций эмитент рискует привлечь сумму, меньшую по сравнению с планируемым показателем и недостаточную для погашения бюджетного дефицита. Также, на регион, выступающий в роли эмитента, оказывает влияние так называемый рыночный риск, который включает в себя риск от изменения цен, процентных ставок и ситуации на рынке в целом. Снижение рыночной цены облигации в силу различных причин приведет к росту доходности по ним, а, следовательно, стоимость обслуживания долга увеличится. В условиях хронического затянувшегося кризиса удорожание облигационного займа может стать критическим для эмитента, имеющего и без того недостаточный уровень доходов в субъекте РФ.

И тогда администрация региона рискует потерять доверие к себе как к эмитенту.

Следующим фактором, порождающим наиболее серьезные трудности для региона как заемщика, выступает низкая вариативность использования привлеченных средств. Согласно Бюджетному кодексу Российской Федерации, заимствования субъектов РФ, в том числе путем эмиссии ценных бумаг, могут осуществляться только в целях финансирования дефицита бюджета и погашения долговых обязательств. Таким образом, для субъектов с профицитом бюджета выходить на долговой рынок просто нет необходимости.

В-третьих, можно отметить, что основные приобретатели субфедеральных облигаций в России – крупные финансовые институты, что не решает проблемы зависимости от определенного круга кредиторов.

Еще одним негативным фактором является то, что в России эмитенты данных ценных бумаг в ряде случаев не являются компетентными в вопросах эмиссии, определения целесообразности займов и управления ими. Концепции управления долгом у большинства субъектов Федерации отсутствуют.

Таким образом, можно сделать вывод, что развитие рынка субфедеральных облигаций сдерживается за счет того, что субъекты РФ, не уверенные в способности разместить в полном объеме и ожидаемом уровне доходности облигации среди инвесторов, предпочитают прибегать к альтернативным источникам финансирования.

Однако стоит отметить, что выпуск облигаций имеет ряд преимуществ по сравнению с коммерческим кредитом. Среди них можно выделить следующие:

– Облигации позволяют привлекать средства на значительно больший срок по сравнению с кредитами. В большинстве случаев регионы пользуются либо короткими (до года), либо среднесрочными кредитами (3 года). Облигации же позволяют привлекать средства на срок до 10 лет, при этом с помощью инструмента амортизации оптимизируя график погашения основного долга. Замещая банковские кредиты облигациями или привлекая новый долг

через облигации, регион оптимизирует график погашения долга, что уменьшает риски рефинансирования.

– Амортизация – гибкость в управлении долгом. В отличие от банковских кредитов, которые в большинстве случаев погашаются в конце срока, по облигациям предусмотрена возможность частичного досрочного погашения номинала облигаций (основного долга). График амортизационных выплат можно сформировать таким образом, чтобы выплаты не совпадали с пиками погашения по уже имеющемуся долгу, сокращая риски рефинансирования и, одновременно, сокращая дюрацию выпуска, что позитивно оценивается инвесторами.

– Облигации позволяют привлекать больший объем средств, объем которых зависит от потребности региона и масштабов регионального бюджета. Небольшие регионы и крупные муниципальные заемщики могут привлекать 1-3 млрд. руб., в то же время крупные регионы могут привлекать по 10-20 млрд. руб. в рамках одного размещения.

– Возможность выкупа бумаг с рынка. Зачастую, прежде всего в условиях негативной рыночной конъюнктуры эмитент облигаций имеет возможность выкупить часть бумаг с рынка (через брокера) по цене ниже номинала, т.е. по сути, погасить меньший объем долга, чем был изначально привлечен.

– Нет зависимости от одного кредитора. Облигации сокращают риск зависимости от одного банка кредитора и концентрации долга на одном кредитном учреждении. В размещении облигаций участвует самый широкий круг инвесторов, начиная от банков и институциональных инвесторов (крупнейшие участники рынка), заканчивая физическими лицами.

– Поддержание публичной кредитной истории. Облигационные заимствования создают кредитную историю и рейтинг эмитента, тем самым они способствуют благоприятному отношению со стороны потенциальных

инвесторов, кредиторов и контрагентов и позволяют размещать новые займы на более выгодных условиях [45].

Кроме того, одним из самых главных преимуществ является то, что стоимость заимствований через облигации ниже стоимости привлечения банковских кредитов (Таблица 6).

Таблица 6 – Средняя ставка по кредиту и облигациям (01.02.2017 - 01.05.2018)

Средняя ставка по кредиту, %		Период	Средняя ставка по облигациям, %
1 год	3 года		
9,69	11,43	01.02.2017	9,2
10,63	10,5	01.03.2017	9,3
10,45	11,63	01.04.2017	9,33
10,15	10,6	01.05.2017	9,12
9,82	9,88	01.06.2017	8,72
9,66	10,05	01.07.2017	8,44
9,82	9,52	01.08.2017	8,24
9,37	9,27	01.09.2017	8,29
9,03	9,91	01.10.2017	8,16
8,87	9	01.11.2017	7,92
9,57	8,39	01.12.2017	7,86
8,82	8,96	01.01.2018	7,89
8,36	8,61	01.02.2018	7,6
8,13	8,65	01.03.2018	7,34
7,29	7,98	01.04.2018	7,17
8,16	8,16	01.05.2018	7,31

Источник: составлено автором на основании [40]

Как видно из таблицы, за период с февраля 2017 по май 2018 ежемесячно средняя ставка по облигациям была ниже чем ставка по кредиту, а самые высокие ставки наблюдаются за кредиты, выданные на 3 года. Таким образом, заимствования с помощью выпуска облигаций позволяют привлекать средства на более длинный срок за более низкую стоимость, нежели использование коммерческого кредита.

Учитывая вышеизложенное, опираясь на бюджетные показатели и в свете Поручения Президента РФ от 04.01.2017 г. исходить из необходимости формирования долговой политики субъектов Российской Федерации, определяющей активное использование государственных ценных бумаг субъекта РФ как источника долгосрочного финансирования дефицита бюджета, рассмотрим возможность выпуска облигаций Приморским краем.

По состоянию на 1 октября 2017 года размер государственного долга составил 4984,3 млн рублей, в том числе, бюджетные кредиты – 3784,3 млн рублей. При этом, в целях оптимизации структуры государственного долга и сокращения расходов на его обслуживание, в 2015 и 2016 годах коммерческие заимствования в полном объеме были замещены бюджетными кредитами. Кроме того, по итогам 2016 и 2017 годов бюджет Приморского края был исполнен с профицитом в 4,7 и 4,4 млрд рублей [28]. Таким образом, в выпуске ценных бумаг как источника финансирования дефицита бюджета Приморского края нет необходимости.

Подводя итог вышесказанному, хотелось бы отметить, что в условиях дефицита бюджетов большого количества регионов, рынок государственных ценных бумаг играет важную роль. Использование облигационных займов в качестве источника финансирования дефицита бюджета имеет ряд преимуществ по сравнению с коммерческими кредитами, например гибкость при определении характеристик заимствования или оперативное управление структурой и объемом задолженности региона. Однако затраты на выпуск государственных ценных бумаг, риски эмитента и некомпетентность субъектов в данном вопросе подталкивает регионы использовать коммерческие заимствования, что негативно сказывается на развитии сегмента субфедеральных ценных бумаг в РФ.

2.4 Проблемы и перспективы развития рынка государственных ценных бумаг

Анализируя российский рынок государственных ценных бумаг, можно отметить, что, наряду с позитивными тенденциями в его развитии, в современных условиях наблюдается множество проблем и рисков, влияние которых может иметь негативные последствия. Рассмотрим оптимистичный, базовый и негативный сценарии развития экономики Российской Федерации (Таблица 7).

Таблица 7 – Сценарии развития экономики Российской Федерации

	Оптимистичный сценарий	Базовый сценарий	Негативный сценарий
Геополитический фон	Сохранение действия экономических санкций в отношении российской экономики.	Сохранение действия экономических санкций в отношении российской экономики.	Ужесточение/ввод новых экономических санкций.
Нефть	Сохранение цен на нефть вблизи текущих уровней или небольшой рост цен.	Сохранение цен на нефть вблизи текущих уровней.	Снижение цен на нефть.
Курс рубля	Курс рубля в конце прогнозного периода несколько крепче, чем в базовом сценарии – 67,4 рубля за доллар США.	В 2018 - 2020 гг. ожидается стабилизация рубля в реальном выражении и ослабление рубля в номинальном выражении. (Среднегодовой курс – 68,0 рублей за доллар США).	Более значительное ослабление рубля под воздействием ухудшения условий торговли с одной стороны и усиления оттока капитала – с другой.
ВВП	Более высокие темпы роста экономики на всем прогнозируемом периоде. К 2020 году темп роста может достичь 3,1%.	Постепенное увеличение темпов роста российской экономики с 2,1% в 2017 году до 2,3% к 2020 году.	Темп роста ВВП снизится до 0,8% в 2018 году. Медленное восстановление темпов роста российской экономики до 1,5% в 2020 году.
Дефицит бюджета РФ	Федеральный бюджет исполнен с профицитом.	Федеральный бюджет исполнен с профицитом.	Увеличении дефицита федерального бюджета.
Инфляция	Сохранение инфляции на целевом уровне около 4% или несколько ниже.	Банк России продолжает проводить денежно-кредитную политику в рамках таргетирования инфляции, что обеспечивает значение инфляции вблизи целевого уровня 4%.	Возобновившаяся девальвация рубля усиливает инфляционное давление.

Источник: составлено автором на основе [29]

В 2017 году российская экономика вышла из рецессии и вернулась к умеренным темпам роста. Согласно базовому сценарию, она продолжит свой рост, и к 2020 году может достигнуть 2,3% ВВП. И если в прошлом году рост был скорее восстановительный в сравнении с низкой базой 2016 года, то в этом году можно ожидать более заметные улучшения по всем фронтам.

По оценкам Министерства Финансов, в 2018 году федеральный бюджет России будет исполнен без дефицита, а доходы превысят расходы более чем на 500 млрд. рублей. Эксперты также прогнозируют увеличение Фонда национального благосостояния в 2018 году на 2,2 трлн рублей. [15].

Исходя из вышесказанного, рассмотрим оптимистичный, базовый и пессимистичный сценарии развития для рынка государственных ценных бумаг (Таблица 8).

Таблица 8 – Сценарии развития рынка государственных ценных бумаг РФ

Параметр	Оптимистичный сценарий	Базовый сценарий	Негативный сценарий
Государственный долг	Снижение объема государственного долга, сохранение процентного соотношения внутреннего и внешнего долга к общему объему заимствований.	Снижение объема государственного долга, сохранение процентного соотношения внутреннего и внешнего долга к общему объему заимствований.	Рост объема государственного долга, увеличение в большей степени внутренних заимствований
Новые инструменты	Увеличение доли ОФЗ для населения, выпуск ОФЗ, номинированных в юанях	Увеличение доли ОФЗ для населения, выпуск ОФЗ, номинированных в юанях	Низкий спрос на ОФЗ для населения и снижение их доли в общем объеме ОФЗ.
Кредитный рейтинг РФ	Повышение кредитных рейтингов РФ	Сохранение кредитных рейтингов на текущем уровне	Снижение кредитных рейтингов РФ
Доля нерезидентов на рынке	Повышение доли нерезидентов на рынке ОФЗ	Незначительное повышение или сохранение текущего уровня доли нерезидентов на рынке ОФЗ	Снижение доли нерезидентов, распродажа принадлежащих им ОФЗ.
Доходность ОФЗ	Снижение доходности ОФЗ	Незначительные колебания доходности	Увеличение доходности ОФЗ

Источник: составлено автором

Сегодня, несмотря на позитивные прогнозы, для российской экономики существует немало рисков, которые могут негативно сказаться и на рынке государственных облигаций.

Согласно негативному прогнозу, одним из них является вероятность введения новых санкций в отношении Российской Федерации, в том числе запрета на инвестиции в российские облигации федерального займа для американских резидентов. По мнению финансовых аналитиков, продажа иностранцами ОФЗ может вызвать девальвацию рубля минимум на 10%, а также приведет к сокращению позиций иностранцев в суверенном долге на 10%, что эквивалентно оттоку капитала в 200 млрд рублей, а это довольно серьезная сумма для рынка рублевого долга. Однако, ситуация с вводом новых санкций в апреле 2018 года показала, что несмотря на выход части нерезидентов с рынка ОФЗ и рост доходности, эффект от распродажи государственных бумаг был небольшой, а падение рынка ОФЗ было достаточно скоротечным: нерезиденты вышли с рынка ОФЗ за неделю, а излишний объем был нейтрализован внутренним рынком. Кроме того, нейтрализовать ситуацию на рынке ОФЗ может спрос со стороны локальных и неамериканских инвесторов.

Нельзя не учитывать и риска падения цен на нефть, так как нефтяные котировки зависят от значительного числа факторов. Следствием этого может стать падение курса национальной валюты. В ситуации, когда рубль слабеет, а доллар укрепляется, текущая разница в ставках не делает ОФЗ привлекательными в глазах зарубежных инвесторов.

События, происходящие в течение последних нескольких лет, серьезно отразились на политике заимствования государства. Новыми задачами становятся создание механизма привлечения краткосрочной ликвидности, запуск новых долговых инструментов, привлечение новых категорий инвесторов. Основными приоритетными задачами Минфина России являются

одновременное обеспечение финансирования дефицита федерального бюджета и развития внутреннего финансового рынка.

Министерство финансов планомерно расширяет перечень государственных долговых инструментов, создает механизм привлечения денежных средств на короткий период для обеспечения бесперебойной платежеспособности федерального бюджета.

Для развития инструментов, предназначенных прежде всего для внешних инвесторов, в 2018 году планируется размещение облигаций федерального займа, номинированных в юанях, которые могут вызвать, как полагают эксперты, значительный спрос со стороны китайских инвесторов. Тем самым планируется восполнить за счет азиатских рынков возникший недостаток средств из-за ограничений доступа к международным финансовым ресурсам. В 2017 году данного размещения не произошло, поскольку Минфин РФ посчитал, что все объемы заимствований осуществимы на внутреннем рынке, без выхода на рынок юаня. Необходимо отметить, что такой источник заимствований является достаточно полезным и актуальным, однако, нельзя забывать о стратегически важных задачах выпуска новых долговых инструментов, регулирование которых осуществляется российским законодательством, где делается упор на российские финансовые институты [7].

Для развития внутреннего рынка капитала в 2017 году были выпущены специальные ОФЗ для населения, которые должны были стать альтернативой банковским вкладам. Целью выпуска этих бумаг являлось решение одной из важных проблем – недостаточной финансовой грамотности граждан в отношении финансовых рынков и практически полное недоверие к ним.

Причины этого связаны со следующими факторами. Во-первых, финансовые рынки России существуют чуть более 20 лет и еще не до конца сформированы. В то время как на западе в XX веке финансовые рынки развивались и добивались доверия граждан, в России их просто не существовало. Во-вторых, в период развала Советского Союза было огромное

количество мошенников. Этот негативный опыт настолько подорвал доверие граждан к финансовым рынкам, что даже сегодня большинство людей считают их ненадежными инструментами, способом выманивания денег у населения, жульничеством. Суть данной проблемы лежит в недостаточной информированности граждан о функционировании рынка, а также в нестабильной экономической ситуации в нашей стране и неуверенности граждан в том, что через определенное количество времени государство будет способно выполнить свои обязательства.

Выпуск ОФЗ-н вызвал высокий интерес у населения, однако, согласно статистике основной спрос на эти бумаги создают вовсе не новички, на которых, прежде всего, и рассчитан данный финансовый инструмент, а те, кто уже знаком с инвестициями в различные инструменты. Кроме того минимальная сумма вложений начинается от 30 тысяч рублей, а это средняя зарплата по стране. Это значит, что далеко не каждый сможет в один момент позволить совершить такую покупку. Уменьшает привлекательность новых облигаций Минфина и тот факт, что банки-агенты продают облигации гражданам и досрочно выкупают их обратно, вычитая с клиента комиссионный сбор, зависящий от суммы сделки. Таким образом, выпуск облигаций для населения не стал привлекательной альтернативой банковскому депозиту, как предполагалось. Однако в 2018 году продолжается размещение ОФЗ для населения, причем планируется увеличение объема эмиссии облигаций данного вида, несмотря на то, что спрос на них падает.

Таблица 9 – Проблемы и перспективы развития рынка государственных ценных бумаг

Риски/проблемы	Сильные стороны/перспективы
Рынок федеральных государственных ценных бумаг	
Вероятность введения новых санкций в отношении Российской Федерации, в том числе запрета на инвестиции в российские ОФЗ для американских резидентов, усиление оттока капитала из России.	Стабилизация экономики, рост ВВП, сокращение дефицита федерального бюджета, снижение инфляции, возможность нейтрализовать ситуацию на рынке ОФЗ внутренним рынком.

Окончание таблицы 9

Риски/проблемы	Сильные стороны/перспективы
Риск падения цен на нефть, падение курса национальной валюты и, как следствие, снижение привлекательности ОФЗ в глазах зарубежных инвесторов.	Расширение перечня государственных долговых инструментов и привлечение новых зарубежных инвесторов на рынок: в 2018 году планируется выпуск ОФЗ в юанях.
	Невысокое значение показателя отношения государственного долга к ВВП, что говорит о долговой устойчивости страны.
Недостаточная финансовая грамотность граждан в отношении финансовых рынков и практически полное недоверие к ним. Недостаточная информированность граждан о функционировании рынка.	Замещение внешнего долга внутренним, что позволяет стране быть менее интегрированной в глобальный рынок и более независимой от кризисных тенденций в мировой экономике.
Завышенная минимальная сумма вложений в ОФЗ-н – не все слои населения могут приобрести облигации. ОФЗ-н вызывает интерес в основном у опытных инвесторов.	Выпуск нового инструмента для повышения финансовой грамотности граждан – ОФЗ-н, который вызвал высокий интерес к ОФЗ-н у населения, удачное размещение бумаг данного вида.
Рынок субфедеральных ценных бумаг	
Большое количество регионов с дефицитом бюджета, высокий уровень долговой нагрузки, преимущественно в форме кредита.	Тенденция к снижению количества дефицитных регионов, увеличение количества заемщиков на рынке субфедеральных облигаций
Низкая доля государственных ценных бумаг в общем объеме государственного долга субъектов РФ, небольшое количество субъектов на данном рынке.	Запуск программы реструктуризации бюджетных кредитов, стимулирующей субъекты к наращиванию активности на облигационном рынке.
Недостаточная ликвидность облигаций субъектов РФ.	Возможность привлечения большего объема средств на более длительный срок, при этом стоимость заимствований облигаций может быть ниже стоимости привлечения банковских кредитов.
Некомпетентность субъектов РФ в вопросах эмиссии гособлигаций.	

Источник: составлено автором

Проанализировав рынок субфедеральных облигаций, можно отметить, что данный сегмент рынка государственных ценных бумаг в настоящее время недостаточно развит. Несмотря на ряд преимуществ эмиссии субфедеральных облигаций над коммерческим кредитом, только половина регионов использует данный инструмент, остальные субъекты предпочитают использовать коммерческие заимствования. В качестве проблем, тормозящих развитие данного рынка стоит отметить некомпетентность субъектов в данном вопросе,

низкую ликвидность субфедеральных облигаций, а также высокие затраты на выпуск ценных бумаг.

Однако, Министерство финансов РФ выразило озабоченность неразвитостью рынка субфедеральных облигаций и благодаря запуску программы реструктуризации бюджетных кредитов, в 2018 году ожидается рост рынка субфедеральных ценных бумаг.

Проанализировав рынок государственных ценных бумаг, можно сделать вывод о том, что в современных экономических реалиях его развитие играет важную роль. Он необходим для успешного и эффективного развития и функционирования экономики страны. В условиях нестабильности экономики посредством эмиссии ценных бумаг государство может решать достаточно широкий круг задач: покрытие дефицита государственного бюджета, регулирование денежной массы, регулирование инфляции, воздействие на валютный курс.

В настоящее время российский рынок государственных ценных бумаг продолжает развиваться, демонстрируя положительную тенденцию. Несмотря на наличие ряда проблем и рисков, можно утверждать, все эти затруднения преодолимы и через десятилетие можно будет увидеть уже совсем другой, более активный и наполненный, рынок государственных ценных бумаг России.

Заключение

В ходе исследования была проведена оценка российского рынка государственных ценных бумаг в современных экономических реалиях. Для достижения данной цели были исследованы теоретические аспекты функционирования рынка государственных ценных бумаг, рассмотрен зарубежный опыт использования государственных ценных бумаг, проанализировано текущее состояние экономики России и рынка государственных облигаций, а также сегмента субфедеральных облигаций, выявлены проблемы и перспективы развития данного рынка.

Возникновение российского рынка ценных бумаг исторически восходит к эпохе правления Екатерины II, когда в 1769 г. Россией был размещен в Голландии первый государственный внешний заем. Однако современный этап развития фондового рынка России и рынка государственных ценных бумаг начал формироваться с распадом Советского Союза в 1990-х годах. В этот период на рынке госбумаг обращались разные типы ценных бумаг, одни из которых заняли достойное место в системе государственных долговых обязательств и сегодня активно обращаются на первичном и вторичном рынках капитала, другие по разным причинам не получили широкого распространения и более не применялись государством. Сегодня рынок долговых ценных бумаг РФ представлен облигациями федерального займа различных видов, государственными сберегательными облигациями и облигациями внутренних облигационных займов РФ.

В настоящее время накоплен значительный мировой опыт по выпуску государственных ценных бумаг и их применению для решения государственных задач и достижения различных целей. Созданы разнообразные виды ценных бумаг, ориентированные на разные категории инвесторов: от населения до институциональных инвесторов. Самый крупный национальный рынок ценных бумаг принадлежит США, далее идут такие страны как

Великобритания, Япония, Франция, Германия. Российский рынок государственных ценных бумаг продолжает развиваться, ориентируясь на успешный опыт зарубежных стран.

Проанализировав состояние экономики России, можно отметить, что сегодня дно кризиса отечественной экономикой пройдено: после продолжительного спада экономики, в 2016 существенно замедлилось падение ВВП, а по итогам 2017 года наблюдается небольшой экономический рост экономики РФ. Однако Россия по-прежнему находится в затруднительном положении: сохранение и введение новых торгово-экономических санкций, сдерживающих экономический рост страны, нестабильность курса национальной валюты, дефицит бюджета, сокращение финансовых резервов страны. На фоне нестабильной экономической ситуации большую значимость приобретает вопрос развития рынка государственных ценных бумаг в качестве альтернативного источника финансирования дефицита бюджета и развития экономики России в целом.

Анализ текущего состояния российского рынка государственных ценных бумаг показал, что данный рынок в настоящее время активно развивается. Об этом свидетельствует рост индекса RGBI, снижение доходностей, а, следовательно, и риска ОФЗ, увеличение доли нерезидентов на рынке гособлигаций, расширение спектра представленных на рынке инструментов новыми видами ценных бумаг.

Государство активно использует государственные облигации в качестве источника финансирования дефицита бюджета, о чем говорит увеличение внутреннего государственного долга РФ, выраженного в ценных бумагах. За последние 10 лет объем внутреннего государственного долга, выраженного в ценных бумагах, увеличился почти в 6 раз. Рост государственного долга во многом является следствием мирового финансового и экономического кризиса. Также, последние несколько лет на его увеличение влияет изменение

геополитической обстановки в мировом сообществе, сложившейся в этот период.

Помимо внутренних заимствований, государство может привлекать средства и на внешнем рынке. РФ выпускает 2 вида облигаций, входящих в структуру внешнего долга – облигации внешнего облигационного займа и облигации внутреннего государственного валютного займа. Иностранное заимствование является не только важным источником финансирования дефицита бюджета. Приобретение еврооблигаций иностранными инвесторами означает приток в страну дополнительных капиталов и благодаря этому увеличение финансовых ресурсов в распоряжении государства не за счет перераспределения средств в рамках одной национальной экономики. Однако выпуск долговых инструментов в иностранной валюте несет дополнительные риски, которые отсутствуют при размещении рублевых облигаций.

В настоящее время в России продолжается политика замещения внешнего долга внутренним, проводятся меры по повышению роли внутреннего государственного долга в качестве основного источника погашения дефицита бюджета. Доминирование внутреннего сегмента рынка государственных ценных бумаг над внешним позволяет стране стать менее интегрированной в глобальный рынок и более независимой от кризисных тенденций в мировой экономике. Более того, привлечение капитала на внешнем рынке в современных условиях затруднительно, в связи с чем целесообразно приоритетное развитие национального долгового рынка.

Проанализировав российский рынок государственных ценных бумаг, можно отметить, что, наряду с позитивными тенденциями в его развитии, в современных условиях наблюдается множество проблем и рисков. К ним можно отнести вероятность введения новых санкций в отношении Российской Федерации, в том числе запрета на инвестиции в российские облигации федерального займа для американских резидентов, риск падения цен на нефть, проблему недостаточной финансовой грамотности граждан в отношении

финансовых рынков и практически полное недоверие к ним. Однако, несмотря на наличие ряда проблем и рисков, можно утверждать, все эти затруднения преодолимы и через десятилетие можно будет увидеть уже совсем другой, более активный и наполненный, рынок государственных ценных бумаг России.

Проанализировав состояние сегмента субфедеральных ценных бумаг России, можно сделать вывод, что данный рынок в настоящее время недостаточно развит, а регионы осуществляют заимствования преимущественно в форме банковских и бюджетных кредитов. В общей величине государственного долга субъектов РФ по итогам 2017 года доля бюджетных кредитов в структуре государственного долга субъектов РФ бюджетные кредиты составила 44%, а доля государственных ценных бумаг – всего 24%. Несмотря на то, что государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации являются одним из инструментов привлечения денежных средств в бюджеты субъектов Российской Федерации, его используют всего 45 регионов.

Развитие рынка субфедеральных облигаций сдерживается за счет того, что субъекты РФ, не уверенные в способности разместить в полном объеме и ожидаемом уровне доходности облигации среди инвесторов, предпочитают прибегать к альтернативным источникам финансирования.

Министерство финансов РФ выразило озабоченность неразвитостью рынка субфедеральных облигаций и необходимость содействовать его развитию, так как он был и остается самым незначительным сектором внутреннего долгового рынка.

Подводя итог вышесказанному, хотелось бы отметить, что в условиях нестабильной экономической ситуации, дефицита бюджетов большого количества регионов и государства в целом, развитие рынка государственных ценных бумаг играет важную роль, так как выпуск ценных бумаг используется не только как средство неэмиссионного покрытия дефицита государственного и местного бюджетов, но и в качестве инструмента регулирования экономики,

рычага воздействия на денежное обращение и управление объемом денежной массы, способа привлечения денежных средств предприятий и населения для решения тех или иных проблем.

Список использованных источников

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации : [по состоянию на 27 декабря 2017 г. : принят ГД 17 июля 1998 г.]. – КонсультантПлюс. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации: часть первая : [по состоянию на 28 марта 2017 г. : принят ГД 21 октября 1994]. – КонсультантПлюс. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>.
3. Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг, N 136-ФЗ : [по состоянию на 14 июня 2012 г. : принят ГД 29 июля 1998]. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>.
4. О рынке ценных бумаг, N 39-ФЗ : [по состоянию на 3 июля 2016 г. : принят ГД 22 апреля 1996]. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>.
5. О федеральном бюджете на 2018 год и плановый период 2019 и 2020 годов, N 362-ФЗ : [принят ГД 5 декабря 2017]. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>.
6. О краевом бюджете на 2017 год и плановый период 2018 и 2019 годов, № 52-КЗ : [Принят Законодательным Собранием Приморского края 21 декабря 2016 года]. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>.
7. Абдуллина, Л.Р. Перспективы развития ОФЗ / Л.Р. Абдуллина // Вестник ИЭАУ. – 2017. – №18. – С. 56.
8. Андросова, Л.Д. Дефицит федерального бюджета РФ и проблемы его финансирования / Л.Д. Андросова // Инновационная наука. – 2016. – №9.
9. Ануфриенко, М.С. Государственные долговые обязательства РФ на внутреннем рынке в постсоветский период / М.С. Ануфриенко // Экономика и управление : анализ тенденций и перспектив развития. – 2015. – №18. – С. 131
10. Афонский, А. Как устроен современный рейтинг и на что он влияет / А. Афонский / Yango.Pro [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://yango.pro/>

11. Базовый курс по рынку ценных бумаг : учебное пособие / О.В. Ломтатидзе и др. – М. : КНОРУС, 2010. – 448 с.
12. Веселов, Д.С. Оценка современного состояния и перспектив развития экономики РФ / Д.С. Веселов, Л.А. Рахманова // Инновационное развитие. – 2017. – №2. – С. 44.
13. Группа интерфакс RusBonds [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rusbonds.ru>
14. Ермак, А. Основные итоги рынка рублевых облигаций за 2017 год и перспективы 2018 года / А. Ермак, Ю. Гапон // Группа компаний Регион [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.region.ru>
15. Издание Правительства РФ «Российская газета» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://rg.ru/>
16. Информационное агентство «РИА Новости» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://ria.ru/>
17. Информационное агентство России ТАСС [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://tass.ru/>
18. Информационное агентство «Cbonds» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://cbonds.ru/>
19. Ларина, О.И. Деятельность рейтинговых агентств в РФ и их влияние на субфедеральные заимствования / О.И. Ларина, Н.В. Морыженкова // Управление в сфере экономики: проблемы и перспективы. – 2018. – №1. – С. 22
20. Лялин, В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Лялин, П.В. Воробьев. – Москва : Проспект, 2015. – 400 с.
21. Международный валютный фонд [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/russian/>
22. Мельник, А.Е. Рынок ценных бумаг : учебное пособие / А.Е. Мельник – Томск : ТУСУР. – 2017. – 59 с.
23. Министерство финансов Российской Федерации [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://minfin.ru>

24. Министерство финансов США [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://home.treasury.gov/>
25. Министерство финансов Японии [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.mof.go.jp/english/>
26. Московская биржа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.moex.com>
27. Невская, О.В. Облигации субъектов РФ: правовые аспекты и проблемы использования / О.В. Невская // Вестник Университета Правительства Москвы. – 2017. – №2. – С. 56.
28. Официальный сайт Администрации Приморского края [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.primorsky.ru/>
29. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2018 год и плановый период 2019 и 2020 годов [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>
30. Рамблер финансы [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://finance.rambler.ru>
31. Рейтинговое агентство РИА Рейтинг [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://riarating.ru>
32. Рейтинговое агентство Fitch Ratings [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.fitchratings.com>
33. Рейтинговое агентство Moody's Investors Service [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.moody.com/>
34. Рейтинговое агентство Standard & Poor's [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.standardandpoors.com/>
35. Российский медиахолдинг РБК [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.rbc.ru/>
36. Рубинштейн, Е.Д. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учебное пособие / Е.Д. Рубинштейн. – Владивосток : Издательство Дальневосточного федерального университета, 2014. – 126 с.

37. Рынок ценных бумаг : учебник для бакалавров / под общей ред. Н.И. Берзона. – М. : Издательство Юрайт, 2013. – 531 с.
38. Рынок ценных бумаг : учебник для прикладного бакалавриата / под ред. Ю.А. Соколова. – М. : Издательство Юрайт, 2014. – 383 с.
39. Селищев, А.С. Рынок ценных бумаг : учебник для бакалавров / А.С. Селищев, Г.А. Маховикова. — М : Издательство Юрайт, 2013. – 431 с.
40. ТРП ФР: аналитический портал по рынку долгового финансирования муниципальных и субфедеральных органов власти [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://trp.tomsk.ru/>
41. Туманов, Ю.И. Состояние бюджета и долговая политика России в современных условиях / Ю.И. Туманов, Н.Г. Вишневецкая // Вектор экономики. – 2017. – №5. – С. 56.
42. Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gks.ru/>
43. Финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата / под общ. Ред. Н.И. Берзона. – М. : Издательство Юрайт, 2016. – 498 с.
44. Фролова, В.В. История развития и современное состояние рынка ОФЗ в РФ / В.В. Фролова, М.С. Мельникова // Сфера услуг: инновации и качество. – 2017. – №28. – С. 12.
45. Центральный банк Российской Федерации [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru.>
46. World Economic Forum «Global Competitiveness Report 2017-2018» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.weforum.org>
47. World Economic Forum «Global Competitiveness Report 2015-2016» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.weforum.org>
48. World Economic Forum «Global Competitiveness Report 2012-2013» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.weforum.org>

ШКОЛА ЭКОНОМИКИ И МЕНЕДЖМЕНТА

Кафедра «Финансы и кредит»

ОТЗЫВ РУКОВОДИТЕЛЯ

на выпускную квалификационную работу студента (ки) Рекипи Виктории Сергеевны
(фамилия, имя, отчество)

специальность (направление) Экономика группа Б1401Фа

Руководитель ВКР к.э.н., доцент Федоров А.В.
(ученая степень, ученое звание, и.о. фамилия)

на тему «Развитие российского рынка государственных ценных бумаг в современных экономических реалиях»

Дата защиты ВКР « » июня 2018 г.

С учётом состояния российской экономики, сферы государственных финансов и сложной внешнеполитической обстановки рынок государственных ценных бумаг выступает одним из ключевых источников привлечения средств для государства. В этой связи тема ВКР актуальна, имеет научное и практическое значение.

За время подготовки ВКР Рекипи Виктория зарекомендовала себя исключительно с положительной стороны. Главы работы представлены в соответствии с графиком. Работа полностью соответствует исходному заданию. Высоко оцениваю навыки выпускницы в области сбора, анализа и обобщения информации, способность последовательно и грамотно излагать материал.

Из положительных моментов работы отмечаю наличие солидного статистического материала, подкрепляющего выводы. Вопросы функционирования рынка ГЦБ рассмотрены с разных точек зрения. Детально проанализирована сфера не только федеральных, но и субфедеральных ценных бумаг. Ключевые показатели в развитии ГЦБ увязаны с изменением в экономике и финансах страны в целом.

По содержательной части отрицательных моментов не выявлено.

Таким образом, полагаю, работа заслуживает оценки отлично, а Рекипи В.С. — присвоения искомой квалификации.

Руководитель ВКР к.э.н., доцент  А.В. Федоров
(уч. степень, уч. звание) (подпись) (и.о. фамилия)

« 7 » июня 2018 г.