ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

по направлению 080100 – «Экономика»

РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА

ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Выполнила:

Бакалавриант 4 курса, ФКСиУ-43 группы

Ким Елена Евгеньевна

 \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_/Подпись/

Научный руководитель:

д.э.н., проф., Ключников Игорь Константинович

 \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_/Подпись/

**СОДЕРЖАНИЕ**

[Введение 3](#_Toc450294107)

[Глава 1 Рынок государственных ценых бумаг 5](#_Toc450294108)

[1.1 Рынок государственных ценных бумаг: сущность, организация, регулирование, функции 5](#_Toc450294109)

[1.2 Формирование рынка государственных ценных бумаг в РФ 11](#_Toc450294110)

[1.3 Рынок государственных ценных бумаг: зарубежный опыт 17](#_Toc450294111)

[1.4 Роль государственных ценных бумаг в регулировании финансового рынка 21](#_Toc450294112)

[Глава 2 Анализ российского рынка государственных ценных бумаг 29](#_Toc450294113)

[2.1 Современное состояние рынка государственных ценных бумаг в России 29](#_Toc450294114)

[2.2 Проблемы российского рынка государственных ценных бумаг 42](#_Toc450294115)

[2.3 Перспективы развития российского рынка государственных ценных бумаг 43](#_Toc450294116)

[Заключение 50](#_Toc450294117)

[Список использованных источников 53](#_Toc450294118)

**ВВЕДЕНИЕ**

Государственные долговые обязательства являются наиболее эффективным механизмом мобилизации необходимых ресурсов и увеличения финансовых возможностей государства. В этом причина популярности распространения практики осуществления государственных заимствований. Путем эмиссии государственных ценных бумаг (ГЦБ) государство осуществляет заимствования на внешнем и внутреннем рынках. В мировой практике государственные долговые обязательства имеют широкое распространение.

 Рынок государственных ценных бумаг является одним из важнейших долговых инструментов рыночной экономики. Посредством эмиссии государственных ценных бумаг финансируется дефицит государственного бюджета, регулируется экономическая активность и поддерживается ликвидность финансовой системы, финансируются государственные капиталоемкие проекты, коммерческие банки обеспечиваются ликвидными резервами. Кроме того государственные ценные бумаги выступают в качестве индикатора состояния политической и экономической ситуации в стране.

Россия относится к развивающимся рынкам ценных бумаг. Для развития российской экономики в современных условиях необходимо активизировать использование государственных ценных бумаг и провести ряд мер по либерализации и модернизации российского рынка государственных ценных бумаг. Необходимо целенаправленное воздействие государства на инвестиционную привлекательность своих ценных бумаг.

На данный момент одним из приоритетных направлений деятельности Банка России является развитие российского финансового рынка и формирование мирового финансового центра. Актуальность данного исследования заключается в том, что развитие российского рынка государственных ценных бумаг способствует развитию национального финансового рынка и формированию мирового финансового центра, созданию благоприятного инвестиционного климата, повышению конкурентоспособности России и развитию экономики в целом.

*Целью работы* является выявление перспективных направлений развития российского рынка государственных ценных бумаг. Реализация указанной цели потребовала решения следующих исследовательских задач:

* Изучить теоретические основы функционирования рынка ГЦБ;
* Охарактеризовать основополагающие функции рынка ГЦБ;
* Дать характеристику основным этапам формирования российского долгового рынка;
* Рассмотреть мировой опыт организации рынка ГЦБ на примере США;
* Определить роль рынка ГЦБ в регулировании финансового рынка;
* Проанализировать сложившуюся ситуацию на рынке ГЦБ и провести сравнительный анализ развития рынка ГЦБ в 1990-е годы и в наше время;
* Выявить факторы, тормозящие развитие российского рынка ГЦБ;
* Провести SWOT-анализ российского рынка ГЦБ;
* Определить перспективы развития российского рынка ГЦБ

*Объектом* исследования является рынок государственных ценных бумаг, *предметом* – государственные ценные бумаги.

Теоретической основой исследования являются учебники «Финансовые рынки» под ред. В.В. Иванова, «Рынок ценных бумаг» авторов В.А. Лялина и П.В Воробьева, «Государственный долг» Алехина Б.И., монографии Бердниковой Т.Б. «Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее», «Современные финансовые рынки» под ред. В.В. Иванова, работа Хейфеца Б.А. «Кредитная история России. Характеристика суверенного заемщика», а также другие труды видных отечественных и зарубежных специалистов в области государственных ценных бумаг.

Информационной базой исследования являются публикации в научных журналах («Банковское дело», «Финансы и кредит», «Экономический журнал», «Экономика и социум: современные модели развития», «Рынок ценных бумаг» и др.), нормативные документы, данные Банка России, Министерства финансов РФ и Московской Биржи.

Реализация указанных цели и задач обусловила структуру и логику работы. Работа состоит из двух глав, введения, заключения и списка использованных источников. В первой главе раскрываются основные принципы функционирования российского рынка государственных ценных бумаг, функции рынка, его организация и история формирования, основные виды государственных ценных бумаг, эмитируемых РФ в настоящее время, роль рынка ГЦБ в регулировании финансового рынка. На примере США раскрыты особенности организации рынка государственных ценных бумаг за рубежом. Во второй главе анализируется современное состояние рынка государственных ценных бумаг в РФ, проведен сравнительный анализ рынков 1990-х гг. и 2016 г., проведен SWOT-анализ российского рынка ГЦБ, выявлены его проблемы и перспективы развития.

**ГЛАВА 1 РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ**

**1.1 Рынок государственных ценных бумаг: сущность, организация, регулирование, функции**

Для того чтобы перейти к исследованию рынка государственных ценных бумаг необходимо разъяснить сущность самого понятия «ценная бумага». С течением времени оно претерпело некоторые изменения и обрело новые формы проявления. Можно встретить различные трактовки этого понятия. Если говорить о первом применении, то в российской литературе понятие «ценная бумага» начало употребляться еще в 19 веке, в отношении документов, предъявление которых было необходимым для осуществления выраженных в них имущественных прав.[[1]](#footnote-1)

Официальное определение понятия «ценная бумага» в РФ можно найти в Гражданском кодексе (ГК РФ). Трактовка «ценной бумаги» в ГК РФ дается, как «документ, соответствующий установленным законом требованиям и удостоверяющий обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов».[[2]](#footnote-2) Такое определение дается для документарной ценной бумаги, основными моментами которого являются: документальность ценных бумаг, имущественный характер удостоверяемого права, презентационность и публичная достоверность. Бездокументарную ценную бумагу ранее ГК РФ не относил к ценным бумагам. Однако в действующей редакции закона присутствует определение бездокументарной ценной бумаги, как «обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, и осуществление и передача которых возможны только с соблюдением установленных правил учета этих прав».

В Федеральном законе «О рынках ценных бумаг» есть понятие «эмиссионная ценная бумага».[[3]](#footnote-3) Данная категория определена как ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая одновременно характеризуется следующими признаками: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением формы и порядка, установленных в законе; размещается выпусками; имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги. Таким образом, закон «О рынках ценных бумаг» также предусматривает бездокументарную и документарную формы существования эмиссионных ценных бумаг.

Можно отметить, что ценная бумага может рассматриваться как документ и как право. До внесения изменений в редакцию ГК РФ ценная бумага рассматривалась исключительно как документ, эмиссионная ценная бумага рассматривается больше как право.[[4]](#footnote-4)

Для дальнейшего исследования необходимо определиться с сущностью и понятием *«государственные ценные бумаги»*, функциями и организацией российского рынка государственных ценных бумаг (РГЦБ).

**Государственные ценные бумаги (ГЦБ)** – это ценные бумаги Российской Федерации и государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации.[[5]](#footnote-5)

В Российской Федерации государственными ценными бумагами признаются ценные бумаги, выпущенные от имени Российской Федерации (РФ) и от имени субъектов РФ.

Обязательства РФ или субъекта РФ, возникшие в результате эмиссии ГЦБ и составляющие внутренний долг, должны быть выражены в валюте Российской Федерации. Обязательства РФ и субъекта РФ, возникшие в результате эмиссии соответствующих ГЦБ и составляющие внешний долг, должны быть выражены в иностранной валюте.[[6]](#footnote-6)

Существуют различные классификации государственных ценных бумаг. Принято разделять их по сроку действия, по способу обращения, по способу выплаты и по сегментам рынка государственных ценных бумаг на которых они размещены.

*По сроку действия ГЦБ разделяют на три вида:[[7]](#footnote-7)*

* Краткосрочные (сроком до 1 года);
* Среднесрочные (от 5 до 30 лет);
* Долгосрочные (от 5 до 30 лет).

*По способу обращения ГЦБ* выделяют рыночные и нерыночные.*[[8]](#footnote-8)* Рыночные ГЦБ могут без ограничения передаваться между различными владельцами ценной бумаги. Нерыночные ценные бумаги не подлежат купле-продаже на вторичном рынке и не могут быть переданы владельцем другим лицам.

*По способу выплаты выделяют следующие ГЦБ:[[9]](#footnote-9)*

* С фиксированным (купонным) доходом;
* С дисконтом;
* С переменным купонным доходом с амортизацией долга.

Также различают внешний и внутренний сегменты рынка государственных ценных бумаг в зависимости от того на каком рынке они размещены.[[10]](#footnote-10)

Рынок государственных ценных бумаг это сложный механизм, включающий в себя множество аспектов. Необходим контроль и регулирование данного рынка государством. В систему регулирования ГЦБ входят нормативно-правовые акты и государственные органы регулирования и контроля.

Регулирование ценных бумаг – это упорядочение деятельности на нем всех его участников и операций между ними со стороны организаций, уполномоченных обществом на эти действия.[[11]](#footnote-11) Регулирование осуществляется для поддержания порядка, создания комфортабельных условий, защиты от мошенничества и недобросовестных участников.

На рынке государственных ценных бумаг существуют различные законодательные ограничения на объем госдолга и стоимость его обслуживания, на имеющих право покупать государственные ценные бумаги инвесторов, на обращение ценных бумаг. Довольно часто встречается ограничение на участие нерезидентов на внутреннем рынке ГЦБ.

Ежегодно принимается Федеральный закон «О федеральном бюджете на (соответствующий) год». Он устанавливает верхний предел государственного внутреннего и внешнего долга на конец (соответствующего) года. Также он содержит «Программу государственных заимствований РФ», где указан максимальный размер внутренних и внешних заимствований, осуществляемых для привлечения средств через эмиссию государственных ценных бумаг на текущий год.

Правительство РФ на основании принятого Федерального бюджета ежегодно издает Минфину РФ распоряжение, позволяющее осуществлять эмиссию государственных ценных бумаг в рамках установленного верхнего предела государственного внутреннего долга и устанавливающее предельные объемы эмиссии выпусков ГЦБ. После чего Минфин приступает к эмиссии конкретных выпусков.

Функции органов государственной власти в управлении госдолгом представлены в таблице 1.

Таблица 1 Функции органов государственной власти в управлении государственным долгом

|  |  |
| --- | --- |
| **Орган государственной власти** | **Функции** |
| *Президент РФ* | Устанавливает приоритеты бюджетной политики на перспективу. |
| *Федеральное Собрание РФ* | В Законе о федеральном бюджете устанавливает верхние пределы государственного долга и заимствований. |
| *Правительство РФ* | Утверждает стратегию управления госдолгом, устанавливает параметры и источники заимствований, определяет организационные основы системы управления госдолгом. |
| *Центральный банк РФ* | Согласует вопросы соответствия денежно-кредитной политики и долговой политики с Минфином РФ. |
| *Министерство финансов РФ* | Проводит бюджетное планирование в части госдолга, источников финансирования дефицита бюджета и планируемых расходов на обслуживание долга от имени Правительства РФ. Осуществляет внутренние и внешние заимствования. |
| *Министерство экономического развития РФ* | Участвует в анализе эффективности проектов, финансируемых за счет средств внешних заимствований. |

*Составлено по:* Реутова И.М. Система регулирования рынка государственных ценных бумаг // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». ― 2013. ― №2. ― С. 152.

*Участниками рынка государственных ценных бумаг* являются: эмитент, генеральный агент эмитента, дилеры и инвесторы.*[[12]](#footnote-12)* Перейдем к более детальному рассмотрению каждого.

*Минфин РФ* выступает эмитентом. Осуществляет эмиссию и обслуживание выпусков Облигаций, принимает нормативные акты, в которых устанавливает базовые требования к порядку торгового, расчетного и депозитарного обслуживания, к инфраструктуре и к составу участников и инвесторов на рынке Облигаций, осуществляет государственную регистрацию выпусков Облигаций и присваивает им государственные регистрационные номера.

*Банк России* выполняет функции генерального агента эмитента по обслуживанию выпусков Облигаций, проводит операции в качестве дилера (первичного) и регулятора денежно-кредитной политики, осуществляет контроль и надзор, организует денежные расчеты по сделкам с Облигациями, осуществляет регулирование рынка Облигаций.

*Инвестором* на рынке государственных ценных бумаг может быть и физическое, и юридическое лицо, в том числе нерезидент, не являющийся дилером. Решениями об отдельных выпусках федеральных облигаций могут устанавливаться ограничения на инвесторов. Например, существуют ограничения на владельцев государственных сберегательных облигаций.

*Дилеры*. Все операции по обращению Облигаций осуществляются через дилеров – профессиональных участников рынка ценных бумаг, уполномоченных осуществлять операции на рынке Облигаций на основании договоров с Банком России.

*Инфраструктура рынка государственных ценных бумаг:*

* Торговая система;
* Депозитарий;
* Расчетная система.

*Торговая система.* Профессиональный участник рынка ценных бумаг, организовывает проведение операций на рынке Облигаций, обеспечивает процедуру заключения сделок с Облигациями. Функцию торговой системы в России выполняет Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ).

*Депозитарная система*. Предназначена для хранения, учета и осуществления перехода прав на Облигации. В качестве депозитария на рынке Облигаций в России выступает Некоммерческое партнерство «Национальный расчетный депозитарий» (НРД).

***Процесс выпуска ГЦБ РФ.*** Для начала принимается и утверждается решение о выпуске ценных бумаг. После чего решение проходит государственную регистрацию в Банке России и ему присваивается регистрационный номер. Составляется 3 экземпляра, один из которых хранится в Банке России, а 2 других у эмитента (один экземпляр может быть передан депозитарию). Условия выпуска должны быть опубликованы не позднее, чем за 2 рабочих дня до начала размещения. Инвесторы на основе полученной информации подают дилерам заявки на покупку облигаций.[[13]](#footnote-13) Первичное размещение государственных облигаций осуществляется посредством аукциона в режиме торгов «Т + 0» (расчеты в день покупки). Подобный режим торгов не является целесообразным, так как расчеты в режиме «Т + 2» или «Т + 3» позволили бы инвесторам более гибко подходить к планированию своих денежных потоков, что поспособствовало бы привлечению большего числа инвесторов. Планируется ввести в практику такой режим расчетов, однако на сегодняшний день данная мера законодательно не закреплена. По окончании аукциона информация передается в Министерство финансов РФ. После обработки информации устанавливается цена отсечения (минимальная цена аукциона) и удовлетворяются лишь те заявки, которые выше этой цены. Аукцион считается состоявшимся, если на торгах было продано не менее 20% размещенных облигаций.[[14]](#footnote-14) Вторичное размещение государственных облигаций осуществляется на торговых площадках Московской биржи и на внебиржевом рынке.

Выделяют административную (прямую) и экономическую (косвенную) формы управления государственного регулирования РГЦБ.[[15]](#footnote-15) Прямое управление подразумевает лицензирование деятельности на РГЦБ, установление обязательных требований, обеспечение всех участников рынка прозрачной и равнодоступной информацией, поддержание правопорядка на рынке. Косвенное управление осуществляется посредством бюджетной и долговой политики, системы налогообложения и т. д.

***Функции ГЦБ.*** Как было обозначено ранее, рынок государственных ценных бумаг является важнейшим долговым инструментом рыночной экономики и выполняет ряд основополагающих функций:

* Посредством эмиссии государственных ценных бумаг проводится денежно-кредитная политика. Государство может регулировать денежную массу в обращении. Чтобы увеличить объем денежной массы государство выкупает ГЦБ у коммерческих банков. Чтобы изъять излишнюю денежную массу государство «выбрасывает» на рынок государственные ценные бумаги;
* Реструктуризация долга (погашение задолженности по государственным займам);
* ГЦБ используются для диверсификации портфеля ценных бумаг;
* ГЦБ применяются в качестве залога по ссудам Центрального банка коммерческим банкам или по кредиту, предоставляемому Правительству, а также по кредитам, которые предоставляют коммерческие банки предприятиям;
* Средства, привлеченные путем эмиссии ГЦБ, могут выступать в качестве важнейшего источника финансирования целевых инвестиционных программ и значимых капиталоемких социальных проектов;
* Эмиссия ГЦБ позволяет регулировать экономическую активность и дает возможность поддерживать ликвидность финансовой системы страны;
* ГЦБ выступают в качестве показателя, который демонстрирует изменения в политической и экономической ситуации в стране;
* Рынок государственных ценных бумаг во многом определяет состояние фондового рынка, выход на мировой рынок капитала позволяет привлечь инвестиции не только в государственный сектор, но и повысить инвестиционную привлекательность частного сектора;
* Процентные ставки по ГЦБ являются базовым эталоном для оценки других облигаций и иных финансовых инструментов. Инвестор всегда стоит пред выбором между доходностью и надежностью вложений. Так как вложения в ГЦБ считаются безрисковыми, то при формировании доходности по другим финансовым инструментам, необходимо ориентироваться на рынок государственных ценных бумаг;
* В качестве основной функции государственных ценных бумаг выделяется возможность финансирования дефицита государственного бюджета на не инфляционной основе за счет эмиссии ГЦБ. Как показывает практика, этот способ является более привлекательным, чем дополнительная эмиссия денег или заимствование средств у центрального банка и коммерческих банков.

Таким образом, существует внешний и внутренний сегменты РГЦБ, которые формирует соответственно внутренний и внешний государственный долг. Государство осуществляет контроль и регулирование рынка ГЦБ посредством нормативно-правовых актов и государственных органов власти. Выпущенные от имени государства и находящиеся под его контролем ценные бумаги являются наиболее надежными и считаются безрисковыми активами. Инфраструктура рынка нуждается в либерализации и модернизации для развития финансового рынка в целом и рынка ГЦБ в частности. Государственные ценные бумаги выступают в качестве долгового инструмента рыночной экономики и выполняют ряд важнейших функций, основной из которых является возможность финансирования дефицита государственного бюджета.

**1.2 Формирование рынка государственных ценных бумаг в РФ**

Значимым элементом государственной финансовой политики является управление суверенным долгом и политика в области государственных заимствований. Если задаться вопросом, для чего нужны государственные заимствования, то можно выделить целый ряд причин, почему возникает суверенная задолженность. Международный рейтинг страны, отношение к ней со стороны различных инвесторов, политиков и потенциальных совместных партнеров по крупным бизнес-проектам на международной арене во многом зависит от эффективности управления суверенным долгом. Для решения вопросов социальной политики государства, также необходимы средства, которых зачастую в бюджете нет. Чтобы осуществить необходимые расходы нужно привлекать дополнительные средства, поэтому государство вынуждено осуществлять заимствования на внешнем и внутреннем рынках. Рассмотрим становление российского рынка государственных ценных бумаг и историю государственного долга России.

***Царская Россия.*** Рынок государственных ценных бумаг начал формироваться в России с 1796 г., когда состоялся первый выпуск ГЦБ, размещенных в Голландии на срок 10 лет с доходностью в 5 % годовых от имени посредника.[[16]](#footnote-16) Целью займа было финансирование Русско-турецкой войны. Историки считают эту дату первым официальным внешним долгом России. В это же время появился государственный внутренний заем, связанный с выпуском ассигнаций.

Долговая политика царской России сочетала в себе внешние и внутренние заимствования, которые осуществлялись в форме выпуска облигаций, бумажных ассигнаций, доходных банковских билетов государственными банками и т. п. Внешние заимствования были представлены в форме облигаций госзаймов, гарантированных облигаций железнодорожных обществ, городских займов и облигаций акционерных компаний.

Система управления внешним долгом начала складываться при Екатерине II. Правительство отдавало предпочтение внешним заимствованиям, а не внутренним. Официального разделения государственного долга на внутренний и внешний в дореволюционный период не было. Бюджет государства был разделен на обыкновенный, поступления в который осуществлялись за счет налогов, сборов, акцизов и т. п., и чрезвычайный бюджет, который формировался в основном за счет государственных займов. Чрезвычайный бюджет использовался для финансирования строительства портов и железных дорог, на военные потребности, погашение беспроцентного долга, ликвидацию последствий народных бедствий (неурожаев, эпидемий).[[17]](#footnote-17)

В XIX веке Россия стала одним из крупнейших должников в мире, данный период стал периодом освоения инструментов управления госдолгом. Произошло постепенное изъятие ассигнаций из обращения и их замена на государственные кредитные билеты. С момента прекращения выпуска ассигнаций произошла активизация внутренних заимствований через механизм выпуска облигаций. На начало XX века государственный долг России составлял 6 млрд. 210 млн. золотых рублей.[[18]](#footnote-18) До Первой мировой войны российское государство по величине госдолга занимало второе место после Франции. Внешний долг считался самым большим в мире. В период Первой мировой войны размер государственного долга стремительно возрос и составил 29 млрд. руб., в т.ч. 16 млрд. руб. – внутренний долг и 12,5 млрд. долл. – внешний.[[19]](#footnote-19)

***Советский период.*** После Октябрьской революции советское правительство приняло решение отказаться платить по государственным долгам царской России и, по сути, объявило суверенный дефолт. Этот момент можно считать новой страницей в кредитной истории России. В период советской власти государство активно использовало долговую политику, и продолжились государственные заимствования, как на внешнем, так и на внутреннем рынках, так как это по-прежнему оставалось важнейшим источником покрытия дефицита бюджета и финансирования государственных расходов. Интерес к внутреннему долговому рынку проявляли представители различных слоев населения: «рабочие и служащие, государственные кооперативные и частные предприятия, сельское население, частные лица, выступавшие подрядчиками и поставщиками действовавших предприятий».[[20]](#footnote-20)

Правительство стремилось расширять круг участников долгового рынка.

В 1920-1970-е гг. государственный долг увеличивался в основном за счет внутреннего долга, в 1980-е гг. начал быстрее расти внешний долг. К концу существования СССР внешний долг превысил 103 млрд. долл.[[21]](#footnote-21)

***Постсоветский период.*** Россия приняла на себя в полном объеме долг бывшего СССР. На сегодняшний день до сих пор не удалось полностью погасить долг, унаследованный с советских времен. Активная политика в сфере погашения внешнего долга позволила погасить его существенную часть, однако долгое время накопленная сумма долга была тяжелым бременем для российской экономики.

 Формирование рынка государственных облигаций началось в период с 1993 по 1998 г. Именно в это время рынок государственных ценных бумаг начал бурное развитие, интерес к ГЦБ с каждым годом увеличивался, объем был сопоставим со значением ВВП, а доходность бумаг возрастала. РГЦБ этого периода был представлен в основном краткосрочными инструментами. 8 февраля 1993 г. вышло Постановление Правительства РФ №107 «О выпуске государственных краткосрочных бескупонных облигаций» (ГКО), которое послужило толчком к началу зарождения российского рынка облигаций.[[22]](#footnote-22) Перейдем к более детальному рассмотрению рынка облигаций того периода.

*Эмиссия новых инструментов долгового рынка.[[23]](#footnote-23)* В 1993 г. в соответствии с Указом Президента РФ от 7 декабря 1992 г. № 1565, а также Постановлением Правительства РФ от 15 марта 1993 г. № 222 на российском рынке появились облигации государственного внутреннего валютного облигационного займа (ОВВЗ).

В соответствии с Постановлением Правительства РФ № 458 от 15 мая 1995 г. «О генеральных условиях выпуска и обращения федеральных займов» в июне 1995 г. начался выпуск облигаций федерального займа. Первоначально выпускались облигации федерального займа с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК), а с февраля 1997 г. начался выпуск облигаций федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД). Облигации выпускались с целью равномерного распределения платежей по долгу и обеспечения гарантированного выполнения государством своих долговых обязательств.

В соответствии с Указом Президента РФ № 836 от 9 августа 1995 г. были выпущены облигации государственного сберегательного займа РФ (ОГСЗ). В ноябре 1996 г. в соответствии с Постановлением Правительства РФ «О некоторых вопросах выпуска внешнего облигационного займа 1996 года» начался выпуск еврооблигаций.

ГКО использовались, как инструмент неифляционного покрытия дефицита государственного бюджета. В период с 1994 по 1998 гг. увеличился выпуск ГКО с 0,2 млрд. руб. до 272,61 млрд. руб.[[24]](#footnote-24) Однако через некоторое время активная спекуляция инвесторов и стремление регулятора удержать стабильным курс рубля привели к неспособности эмитента отвечать по своим обязательствам. В 2001 г. началось увеличение объемов эмиссии ГКО, однако по мере роста профицита, снижалась потребность в ГКО. Начиная с 2006 г. этот вид ценных бумаг в РФ не выпускается. ГКО широко используются для финансирования краткосрочных потребностей государства во многих странах, являются высоколиквидными ценными бумагами и имеют обширный вторичный рынок.

В период 1995-1996 гг. основным источником финансирования государственного бюджета становится выпуск ГЦБ. Возникает повышенный интерес к государственным ценным бумагам. Объемы выпуска ГКО и ОФЗ растут, и основным источником их погашения становится рефинансирование. Для этого выпускаются облигации нерыночных займов (ОГНЗ). В последующие годы на рынок допускаются нерезиденты и на международном рынке появляются еврооблигации (1997).[[25]](#footnote-25)

Объемы эмиссии государственных облигаций росли и к середине 1998 г. ГКО, ОФЗ и ОГСЗ было выпущено на сумму около 260 млрд. деноминированных руб.[[26]](#footnote-26)

Мировой финансовый кризис нарушил поступательное развитие фондового рынка и всей российской экономики. 28 октября 1997 г. индекс РТС по сравнению с максимальным значением 569 пунктов 8 августа 1997 г. снизился на 31% и составил 392 пункта.[[27]](#footnote-27) Таким образом, наступил кризис на российском фондовом рынке. В 1998 г. в условиях финансового кризиса началась программа реструктуризации государственного долга. В этот период происходило активное наращивание внутреннего долга из-за большого дефицита государственного бюджета. Объемы рынка ГКО достигли размеров, сопоставимых с объемами валового внутреннего продукта. Ситуация с бюджетом была настолько сложная, что государство не могло выступать гарантом по государственным ценным бумагам. Так как погашение долга в основном финансировалось за счет дополнительной денежной эмиссии, рынок являлся серьезным источником инфляции. В результате инфляция стала настолько серьезной, что было принято решение о дефолте. В 1998 г. в условиях финансового кризиса по ГКО/ОФЗ был объявлен дефолт.

После 1998 года выпуск государственных ценных бумаг начался на более длительный срок. Таким образом, долгосрочные облигации сменили краткосрочные. Кроме того существенно изменилась ситуация с доходностью ГЦБ. До 1998 года РГЦБ не уступал другим долговым рынкам по уровню доходности. Однако после доходность по ГЦБ существенно снизилась. Так средняя доходность по ГКО составляла примерно 8% годовых, а на рынке межбанковских кредитов средняя доходность была около 15% годовых.[[28]](#footnote-28)

В настоящее время РГЦБ в России в основном представлен следующими ГЦБ:

*Облигации федеральных займов (ОФЗ).* Размещение осуществляется по закрытой подписке или в форме аукциона. Облигации являются именными купонными среднесрочными и долгосрочными ГЦБ. Различают следующие виды ОФЗ:

* *Облигации федеральных займов с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК);*
* *Облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД);*
* *Облигации федеральных займов с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД);*
* *Облигации федеральных займов с амортизацией долга (ОФЗ-АД).* Относительно новый инструмент. 27 апреля 2002 г. началась эмиссия и обращение облигаций федерального займа с амортизацией долга. Являются купонными среднесрочными и долгосрочными, именными ГЦБ. Особенность данного вида облигаций состоит в том, что ее номинальная стоимость погашается частями в разные даты, при этом проценты начисляются на оставшуюся сумму долга. Размещение осуществляется по закрытой подписке или в форме аукциона. ОФЗ-АД составляют основную долю в объеме государственного внутреннего долга России.

*Государственные сберегательные облигации (ГСО).[[29]](#footnote-29)* Это именные государственные ценные бумаги, которые выпускаются в документарной форме и подлежат централизованному хранению. Для каждого выпуска ГСО создается глобальный сертификат, в котором прописаны права, закрепляемые облигациями, хранятся сертификаты в депозитарии. Владельцами ГСО могут быть: Пенсионный фонд РФ и иные государственные внебюджетные фонды РФ, негосударственные пенсионные фонды, инвестиционные фонды и страховые организации. Обращение таких облигаций на вторичном рынке и их залог не допускается. Выплата доходов по ГСО происходит за счет средств федерального бюджета. Деньги перечисляются на счета владельцев облигаций.

Таким образом, формирование рынка государственных ценных бумаг началось еще в XVIII веке. С советских времен Россия унаследовала гигантский размер государственного долга, погашение которого стало ключевым вопросом российской долговой политики на многие годы. Наиболее яркий период становления рынка государственных ценных бумаг в России приходится на период 1993 – 1998 гг., когда сформировался рынок государственных облигаций. Для того периода характерны: краткосрочный вид облигаций, высокая доходность по ним и большой спрос на государственные облигации. Каждый год появлялись новые виды ОФЗ, рынок активно развивался, и наращивались объемы эмиссии государственных облигаций. Российская долговая политика в 1990-е годы привела к небывалым по своим масштабам размерам внешнего и внутреннего долга. Кризис 1998 г. усугубил положение дел в стране. По данным на 1998 г. внутренний долг составлял около 490,92 млрд. руб.[[30]](#footnote-30) Проблема растущего внутреннего долга «разрешилась» с помощью дефолта по основным рублевым обязательствам государства и обвальной девальвации национальной валюты, когда государство не смогло исполнять свои обязательства по выпущенным ценным бумагам. Ситуация, сложившаяся на РГЦБ в 1998 году, подорвала доверие к данному виду финансовых инструментов. Размеры внешнего долга составляли 159 млрд. долл. на конец 1999 г.[[31]](#footnote-31) Внешняя задолженность стала проблемой для страны на многие годы. Благодаря активизации долговой политики: принятие жестких ограничительных норм, существенное снижение новых заимствований и усиление контроля за использованием ранее полученных иностранных кредитов, удалось погасить значительную часть внешнего долга, и уже к 2008 г. он составил 40 млрд. долл.[[32]](#footnote-32)

**1.3 Рынок государственных ценных бумаг: зарубежный опыт**

Мировая практика показывает, что государственные ценные бумаги являются самым надежным и ликвидным средством капиталовложений. 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. Исследование особенностей организации рынков государственных ценных бумаг в различных странах мира может стать ориентиром для дальнейшего развития отечественного рынка государственных ценных бумаг. Существуют различные виды государственных ценных бумаг. Однако в мировой практике рынок государственных ценных бумаг, в основном, представлен рынком государственных облигаций. Такая же ситуация сложилась и на российском рынке ГЦБ. Перейдем к рассмотрению организации рынка государственных ценных бумаг США.

***США.*** На рынке государственных ценных бумаг США представлен широкий спектр различных финансовых инструментов. Рынок ценных бумаг относится к развитому рынку, в то время как российский рынок относится к категории развивающихся рынков.

 Выделяют рыночные и нерыночные ценные бумаги.[[33]](#footnote-33) К *рыночным* относятся казначейские облигации и казначейские векселя. К *нерыночным* – специальные займы, размещенные среди правительственных учреждений и фондов, казначейские налоговые сберегательные ноты, сберегательные облигации, сберегательные сертификаты, сертификаты задолженности. Нерыночные ценные бумаги не подлежат дальнейшей перепродаже. На долю казначейских облигаций в период 2009-2013 гг. приходилось более 99,8% общего долга.[[34]](#footnote-34) Казначейские облигации подразделяются на ликвидные, торгуемые на вторичном рынке, и неторгуемые облигации, которые зарегистрированы на покупателя и их нельзя продавать, а необходимо держать до срока погашения. Серии облигаций штатов и местных органов самоуправления, бумаги правительства, выпускаемые для продажи целевым государственным фондам, и облигации сберегательного займа относят к неторгуемым казначейским бумагам. В 2013 г. на долю торгуемых на рынке казначейских облигаций приходилось 96,7%. Выделяют четыре типа рыночных казначейских облигаций:

* Краткосрочные казначейские векселя (до 1 года);
* Среднесрочные казначейские облигации (от 2 до 10 лет);
* Долгосрочные казначейские облигации (о 20 до 30 лет);
* Казначейские защищенные от инфляции облигации.

Эмитентами ценных бумаг выступают федеральное правительство (Казачейство), штаты, муниципалитеты и неправительственные организации, пользующиеся поддержкой федерального правительства. Перечень эмитентов устанавливается Конгрессом США и может изменяться. Интересно отметить, что помимо Казначейства, государственные ценные бумаги могут выпускаться уполномоченными федеральными агентствами. Степень надежности выпущенных ими ценных бумаг является очень высокой и уступает только долговым обязательствам самого Правительства США.[[35]](#footnote-35) Так, например, федеральные агентства уполномочены выпускать облигации, многие выпуски которых защищены гарантией Правительства США, средства от их реализации направляются на финансирование жилищного строительства, экспортно-импортных операций и иных аналогичных проектов.

Интересными являются такие виды ценных бумаг как специальные облигации, выпущенные с целью реализации какого-то конкретного проекта, например строительство дорог или финансирование промышленных сооружений (облигации под доход от проекта, гарантированные облигации).

Федеральный долг США на февраль 2016 года составил 19,013 трлн. долл. Его образуют публичный долг и внутригосударственный долг. По состоянию на 2016 г. объем публичного долга составил 13,7 трлн. долл., внутригосударственного – 5,3 трлн. долл.[[36]](#footnote-36)

США является мировым лидером по абсолютному показателю государственного долга, при этом на долю иностранных инвесторов приходится около половины публичного долга. Общий объем федерального долга (или объем валового долга) – это сумма задолженности федерального правительства США по долговым бумагам Казначейства и других федеральных министерств. Основным источником покрытия бюджетного дефицита США является выпуск государственных и муниципальных ценных бумаг.

Распределение государственного долга США между основными держателями отражено на рисунке 1. Доля иностранных держателей составляет 40,6%, на долю Федерального резервного банка приходится 16,3%, прочие держатели – 43,1%. Особенностью РГЦБ США является и то, что почти половина федерального долга находится под управлением пенсионных фондов. Получается, что основной ущерб при возможном дефолте придется на рядовых граждан, несмотря на то, что значительная доля казначейских облигаций находится у иностранных инвесторов.

*Рисунок 1 Основные держатели государственного долга США на 2016 год*

*Составлено автором:* по данным платформы Bloomberg (дата обращения: 28.04.2016)

Высокий уровень государственного долга США компенсируется развитой экономикой, которая способна обслуживать госдолг в таких объемах. Несмотря на то, что цифры внушительны, около половины долга приходится на внутренний рынок. Самые высокие кредитные рейтинги, мощная экономика, тот факт, что внешний долг выражен в национальной валюте позволяют США осуществлять заимствования на внутреннем и внешнем рынках в больших объемах.

Большой спрос на бумаги Казначейства США обусловлен их высокой ликвидностью. На рисунке 2 представлены основные иностранные держатели суверенного долга США. Ведущими иностранными держателями казначейских облигаций являются Китай (20,1%), на втором месте Япония (18,2%). На долю России приходится 1,4% публичного долга США (87,6 млрд. долл.).[[37]](#footnote-37)

*Рисунок 2 Основные иностранные держатели государственного долга США на 2016 год*

*Составлено автором:* по данным платформы Bloomberg (дата обращения: 28.04.2016)

Таким образом, рассмотрев виды государственных ценных бумаг и особенности организации рынка государственных ценных бумаг США, можно сделать вывод, что российский рынок недостаточно развит.

На американском рынке участвуют индивидуальные и институциональные инвесторы. Основными институциональными инвесторами являются: депозитно-сберегательные кассы, страховые, пенсионные и инвестиционные фонды. Государственные ценные бумаги США отличаются высокой ликвидностью и надежностью и пользуются повышенным спросом. Государственное финансирование за счет долговых обязательств эффективно используется для развития экономики страны. Вводятся разнообразные розничные долговые программы и специальные правительственные программы для привлечения средств населения. Существуют специальные виды бумаг, ориентированных на физические лица и домохозяйства. В России уровень доходов населения достаточно невысокий, что является препятствием для развития фондового рынка, так как население не желает вкладывать средства в государственные ценные бумаги, не доверяет посредническим институтам и не использует этот вид финансовых инструментов. Следовало бы на примере США попробовать внедрить долговые розничные программы и разработать новые виды ценных бумаг, ориентированных на население.

На зарубежных рынках представлен широкий спектр различных финансовых инструментов, придумываются новые виды ценных бумаг для привлечения новых категорий инвесторов, создаются специальные бумаги для финансирования конкретных проектов, существуют бумаги с защитой от инфляции и другое множество интересных разновидностей государственных ценных бумаг, которые в совокупности образуют мощный рынок государственных ценных бумаг, способный приносить государству доход для покрытия дефицита бюджета, регулирования экономики и реализации различных социальных и экономических проектов. Использование опыта зарубежных стран способствует развитию рынка государственных ценных бумаг в России.

**1.4 Роль государственных ценных бумаг в регулировании финансового рынка**

На данный момент одним из приоритетных направлений деятельности Банка России является развитие финансового рынка РФ.[[38]](#footnote-38) Это обусловлено высокой значимостью финансового рынка для развития экономики в целом. Развитый финансовый рынок способствует экономическому росту и улучшает качество жизни граждан в стране.

Для обеспечения экономического роста необходимы доступные организациям и предприятиям финансовые инструменты. В современных условиях снижения цен на сырье и закрытия многих внешних источников финансирования особенно важно обеспечить стимулирование внутренних инвестиций и создание привлекательных и благоприятных условий для инвестирования в инструменты финансового рынка.

В развитии российского финансового рынка заинтересовано множество сторон, в том числе население, которое благодаря повышению качества финансовых услуг и расширению ассортимента доступных и понятных финансовых инструментов, сможет активно инвестировать свои средства, что будет способствовать повышению уровня жизни граждан. С другой стороны развитие финансового рынка позволит удовлетворить потребности российской экономики в капитале и способствует эффективному перераспределению финансовых ресурсов. Для развития финансового рынка необходимо обеспечить его стабильную и бесперебойную работу, защитить рынок от негативных последствий и резких колебаний конъюнктуры финансового рынка, расширить внутреннюю базу инвесторов, привлечь на рынок новых иностранных инвесторов, например, из азиатских регионов.

Таким образом, бесспорным является факт необходимости создания в России развитого финансового рынка, способного обеспечить его участников качественными финансовыми услугами и разнообразными финансовыми инструментами, открывающего для экономики страны новые горизонты, способствующего экономическому росту, высокому уровню экономического и социального развития.

***Управление госдолгом.*** Вопрос влияния государственного долга на макроэкономическое развитие является дискуссионным. Существуют как сторонники, так и противники государственного долга. Рассмотрим различные теории государственного долга, чтобы определить возможность развития финансового рынка путем развития РГЦБ (табл.2).

Таблица 2 Сравнение теорий государственного долга

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Название теории** | **Описание теории** | **Сторонники теории** |
| Классическая теория | Утверждает, что наличие государственного долга разрушает капитал и создает бремя долга для будущих поколений. Предполагается, что предстоящие в будущем расходы на обслуживание госдолга будут осуществляться за счет уплаченных гражданами налогов. Однако если заемные средства используются для производства коллективных благ, то данная мера допустима.  | Дэвид Хьюм, Адам Смит, Роберт Мальтус, Томас Чалмерс, Джон Стюарт Милль, Генри Адамс, Чарльз Бастебл, Пьер Поль Леруа-Болье |
| Теория «функциональных финансов» | Данная теория оправдывает любые размеры долга, при условии, что растет благосостояние граждан. Чистого бремени для будущих поколений не возникает, так как претензии от нынешних займов (получить проценты) равны обязательствам (заплатить налоги). Займы рассматриваются, как идеальная форма налогов | Абба Лернер, Уильфм Боуэн, Ричард Двис, Дэвид Копф, Джеймс Фергюнсон, Ричард Масгрэйв, Ханс Нэйссер, Карл Шоуп, Франко Модильяни, Гордон Туллок, Уильям Викри |
| Теория вытеснения | Считает, что долг негативно воздействует на экономику. Государство, покрывая дефицит бюджета займами, вытесняет частных заемщиков с кредитного рынка и сдерживает частные инвестиции. | Ф. Хайек, Р. Хоутри |
| Теория рикардианской эквивалентности | Утверждает, что для экономики безразлично, как государство покрывает расходы (налоги или займы) | Давид Рикардо |
| Фискальная теория цен | Данная теория связывает уровень цен с номинальным накопленным долгом и будущим реальным бюджетным профицитом, необходимым для погашения долга. | Томас Сарджент, Нил Уоллес |

*Продолжение таблицы 2* Сравнение теорий государственного долга

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Теория налогового выравнивания | Бюджетный дефицит и займы позволяют сохранять неизменными налоговые ставки. Предполагается, что государство компенсирует собранные с населения налоги путем повышения их благосостояния. Таким образом, искажающий эффект налогообложения нивелируется. | А. Ауэрбах, Д. Хайнс, Барро, Лукас, Стоки |
| Фискальная теория цен | Данная теория связывает уровень цен с номинальным накопленным долгом и будущим реальным бюджетным профицитом, необходимым для погашения долга. | Томас Сарджент, Нил Уоллес |

*Составлено по:* Алехин, Б.И. Государственый долг: учеб. пособие / Б.И. Алехин. – М.: Магистр: ИНФРА-М, 2011. – С. 15-60

Обобщая существующие теории можно выделить два основных подхода к вопросу управления государственным долгом. Согласно сторонникам государственных заимствований госдолг способствует ускорению темпов экономического роста, улучшению благосостояния граждан, участвует в поддержке и развитии финансовой системы и финансового рынка. Противники государственного долга утверждают, что увеличение его объема ведет к увеличению срочных процентных ставок, ускорению темпов инфляции, вытесняет и сдерживает частные инвестиции и оказывает негативное влияние на финансовую систему страны, является бременем для будущих поколений.[[39]](#footnote-39)

Мировая практика показывает, что большинство стран, в т. ч. развитых, активно использует инструменты рынка государственных ценных бумаг для привлечения средств и покрытия дефицита государственного бюджета. Большие размеры государственного долга не препятствуют развитию страны и экономическому росту, а только способствуют формированию конкурентоспособной экономики, развитию финансового рынка и финансовой системы. Ярким примером являются такие страны, как США, Япония, Великобритания, Франция, Германия, где государственный долг сопоставим с размером ВВП (рис. 3). Однако стоит учитывать, что указанные страны имеют мощную экономику и могут исполнять обязательства по обслуживанию государственного долга. Государственный долг должен быть безопасным в краткосрочной и долгосрочной перспективе. Чтобы определить безопасный уровень госдолга необходимо рассматривать не столько саму величину долга, сколько состояние экономики страны в целом, учитывать риски.



*Рисунок 3 Отношение государственного долга к ВВП в странах G20*

*Источник:* URL: http://[www.vestifinance.ru/infographics/3251](http://www.vestifinance.ru/infographics/3251) (дата обращения: 15.03.2016)

Существует мнение, что для того, чтобы определить является ли уровень государственного долга устойчивым и безопасным нужно ответить на два вопроса:[[40]](#footnote-40)

* Во-первых, является ли уровень государственного долга безопасным в краткосрочной и долгосрочной перспективе;
* Во-вторых, имеется ли прозрачная, доступная и понятная информация для граждан, правительств и финансовых рынков, желающих оценить уровень безопасности госдолга.

Если говорить о России, то на первый взгляд кажется, что невысокое значение показателя государственного долга к ВВП (12%) говорит о ее долговой устойчивости. Действительно, в краткосрочной перспективе можно считать имеющийся уровень государственного долга безопасным и устойчивым. Однако если посмотреть на проблему шире, то обнаружится, что в долгосрочной перспективе имеется ряд проблем, подвергающих опасности устойчивость российского уровня государственного долга. Так по данным МВФ, несмотря на проделанную работу со стороны РФ по повышению прозрачности и доступности финансовой информации, остались существенные недостатки, в частности, недостаточное раскрытие информации о финансово-хозяйственной деятельности государственных предприятий, отсутствие оценки стоимости нефтегазовых активов и будущих пенсионных обязательств. Данные недостатки препятствуют в принятии эффективных суждений о государственных финансах и о долговой устойчивости РФ.[[41]](#footnote-41) В краткосрочной перспективе низкая доля суверенного долга в ВВП является конкурентным преимуществом России по сравнению с другими странами. Однако необходим постоянный мониторинг величины государственного долга, чтобы не возникло ситуации, когда государство не сможет отвечать по своим долговым обязательствам.

Убедившись в необходимости развития финансового рынка и рассмотрев различные точки зрения на вопрос управления государственным долгом, перейдем к раскрытию роли рынка государственных ценных бумаг в регулировании финансового рынка.

Выход на внешний рынок путем выпуска государственных ценных бумаг позволит повысить кредитные рейтинги страны и способствует развитию и росту привлекательности частного сектора.

Развитие внутреннего рынка государственных ценных бумаг способствует расширению ассортимента финансовых инструментов и привлечению новых инвесторов. Таким образом, выпуск государственных ценных бумаг на внутреннем рынке способствует активизации финансового рынка, повысит его ликвидность.

Повышению инвестиционной привлекательности финансового рынка в условиях нестабильной экономической ситуации, неопределенности цен на сырье и постоянно меняющегося курса рубля будет способствовать выпуск нового финансового инструмента – облигаций федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН). В 2015 году был сделан первый шаг по размещению нового инструмента – облигаций с плавающей ставкой, привязанной к ставке RUONIA. 17 июля инвесторы приобрели 56,7 млн. ценных бумаг на общую сумму 51,998 млрд. рублей, что является рекордным объемом размещения ОФЗ в течение одного торгового дня на Московской бирже.[[42]](#footnote-42) В рамках биржевого размещения около 39% пришлось на собственные операции участников торгов (кредитные организации и инвестиционные компании), на операции нерезидентов – 15%, на клиентов доверительного управления – 45%, доля физических лиц – 1%.[[43]](#footnote-43)

*Особенности выпуска ОФЗ-ИН.* Облигация федерального займа с защитой от инфляции является новым инструментом на российском рынке облигаций. Необходимая информация об особенностях данного инструмента отражена в Приказе Министерства финансов РФ от 22 мая 2015 г. №80 «Об утверждении Условий эмиссии обращения облигаций федерального займа с индексируемым номиналом».[[44]](#footnote-44)

Суть ОФЗ-ИН заключается в том, что номинальная стоимость облигации ежемесячно индексируется в соответствии с индексом потребительских цен, публикуемого Росстатом, таким образом, облигации защищены от влияния инфляции. На рисунке 4 отображено, как применение нового инструмента ОФЗ-ИН позволит хеджировать инфляционные риски. Купонный доход выплачивается по проиндексированной номинальной стоимости облигации. Величина купонного дохода остается постоянной (фиксированной).



*Рисунок 4 Ретроспективное сравнение доходности ОФЗ-ИН и номинальных ОФЗ*

*Источник:* Сайт группы «Московская биржа» URL: http://www.moex.com

(дата обращения: 30.04.2016)

Эмитентом облигаций является Министерство финансов РФ, генеральным агентом по размещению, выкупу и обмену выпусков – Банк России. Облигации являются именными купонными среднесрочными (от 1 года до 5 лет) и долгосрочными (от 5 до 30 лет) государственными ценными бумагами. Владелец облигации имеет право на получение ее номинальной стоимости, рассчитанной на дату погашения и на получение купонного дохода в виде процента к номинальной стоимости. Номинальная стоимость выражается в валюте РФ и на дату размещения составляет 1000 рублей. В дату погашения она не может быть меньше номинальной стоимости облигации в дату начала размещения. Размещение облигаций осуществляется в форме аукциона или по закрытой подписке. Для каждого выпуска отдельно могут быть установлены ограничения на потенциальных владельцев. Условия отдельного выпуска фиксируются в глобальном сертификате. Выплата купонного дохода и погашение облигации осуществляется депозитарием по поручению эмитента за счет средств федерального бюджета.

Размещение нового класса активов позволит хеджировать инфляционные и валютные риски. Облигации, привязанные к инфляции, широко используются на зарубежных развитых рынках. Начало эмиссии таких бумаг может стать новой страницей в истории российского финансового рынка. Ожидается, что ОФЗ-ИН привлекут институциональных инвесторов, в первую очередь, российские негосударственные пенсионные фонды.

В качестве обобщения роли государственных ценных бумаг в регулировании финансового рынка представлены следующие выводы:

* Выпуск государственных ценных бумаг на внутреннем рынке позволяет разнообразить перечень предлагаемых финансовых инструментов, привлечь новых инвесторов на рынок и активизирует деятельность на финансовом рынке, способствует повышению его ликвидности;
* Выпуск государственных ценных бумаг на внешнем рынке позволяет стране выйти на мировой рынок, повышает кредитный рейтинг страны и как следствие делает частный сектор более привлекательным для иностранных инвесторов, способствует его развитию;
* На сегодняшний день в обращение выпущен новый вид финансовых инструментов (ОФЗ-ИН), который, как ожидается, привлечет на рынок новых инвесторов, активизирует торги по ГЦБ и способствует развитию финансового рынка, становлению его в качестве мирового финансового центра. Данный инструмент позволяет хеджировать инфляционные риски. Для инвесторов-нерезидентов данный инструмент позволит снизить валютные риски вследствие высокой корреляции инфляции и курса рубля.

Подведем итоги, полученные в ходе исследования роли рынка ГЦБ в регулировании финансового рынка:

* Развитие финансового рынка является одним из приоритетных направлений деятельности Банка России в связи с его высокой значимостью в области развития экономики, обеспечения экономического роста и улучшении уровня жизни граждан;
* Управление государственным долгом должно ориентироваться на экономику конкретной страны. Развитые страны с мощной экономикой могут свободно осуществлять государственные заимствования, использовать рынок государственных ценных бумаг для экономического и социального развития, покрытия бюджетного дефицита. Развитые страны способны исполнять обязательства по обслуживанию больших объемов государственного долга. Примером являются Япония, США, Германия. Что касается стран с развивающейся экономикой, к которым относится Россия, высокий уровень государственного долга может негативно сказаться на экономике и привести к неспособности страны исполнять свои долговые обязательства. Необходим постоянный мониторинг государственного долга. На данный момент низкий объем государственного долга России является ее конкурентным преимуществом, создает перспективы для улучшения кредитных рейтингов;
* Роль рынка государственных ценных бумаг в регулировании финансового рынка разделяется на внешний и внутренний фактор. На внутреннем рынке развитие РГЦБ путем эмиссии новых финансовых инструментов и расширении базы инвесторов приведет к повышению ликвидности финансового рынка. На внешнем рынке – способствует улучшению суверенных кредитных рейтингов, улучшению инвестиционного климата и развитию частного сектора через привлечение иностранных инвестиций.

В первой главе были раскрыты основные принципы функционирования рынка государственных ценных бумаг, определены понятия «ценная бумага» и «государственные ценные бумаги», рассмотрена классификация государственных ценных бумаг, организация рынка государственных ценных бумаг, история его формирования и основополагающие функции, основные виды государственных ценных бумаг, эмитируемых РФ в настоящее время. На примере США выявлены особенности организации рынка государственных ценных бумаг за рубежом. Раскрыта роль государственных ценных бумаг в регулировании финансового рынка, рассмотрены различные теории государственного долга и представлены причины, по которым необходимо развивать финансовый рынок. Дано подробное описание нового финансового инструмента – облигаций федерального займа с индексируемым номиналом.

**ГЛАВА 2 АНАЛИЗ РОССИЙСКОГО РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ**

**2.1 Современное состояние рынка государственных ценных бумаг в России**

В декабре 2015 года Госдума приняла в окончательном чтении проект федерального бюджета на 2016 год. Согласно данным бюджета доходы составят 13,738 трлн. руб. (17,5% ВВП), а расходы - 16,099 трлн. руб. (20,5% ВВП). Дефицит бюджета равен 2,36 трлн. руб. (3% ВВП). Верхний предел внутреннего госдолга на 1 января 2017 года установлен в размере 8,818 трлн. руб., внешнего госдолга – 55,1 млрд. долл. США. Верхняя планка внутренних заимствований РФ установлена на уровне 300 млрд. рублей, внешних заимствований - 3 млрд. долл. США.[[45]](#footnote-45) По данным годового отчета Министерства Финансов РФ за 2015 год «Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков» обязательства РФ по погашению и обслуживанию государственного долга РФ в 2015 году исполнены своевременно и в полном объеме. Расходы на обслуживание госдолга составили 518,7 млрд. руб., объем погашения государственного долга РФ составил 1058,8 млрд. руб.[[46]](#footnote-46)

Прежде чем перейти к анализу современного состояния российского рынка государственных ценных бумаг, рассмотрим положение России в рейтинге глобальной конкурентоспособности, где основным индикатором является индекс глобальной конкурентоспособности, который демонстрирует проблемные зоны в экономике страны. Ориентация на него поможет ликвидировать препятствия на пути экономического развития, повысит уровень благосостояния граждан и конкурентоспособности страны в целом. Было бы неправильно рассматривать рынок государственных ценных бумаг отдельно и проигнорировать состояние российской экономики, составной частью которой он является.

Согласно Отчету о глобальной конкурентоспособности за 2015-2016 годы, публикуемому Всемирным экономическим форумом (ВЭФ), в соответствии с индексом глобальной конкурентоспособности Россия занимает 45 место из 140 стран.[[47]](#footnote-47) Если рассмотреть положение России в динамике, то по сравнению с предыдущими годами наблюдается улучшение позиций в рейтинге. Так за 2012-2013 годы Россия занимала 64-ю позицию, в 2013-2014 годы остановилась на 67-ой позиции, а в 2014-2015 годы на 53-ей.[[48]](#footnote-48) Однако такое положение в рейтинге нельзя считать высоким и следует предпринять меры для улучшения позиций России в рейтинге глобальной конкурентоспособности.

Для сравнения положения России в рейтинге глобальной конкурентоспособности были выбраны страны, входящие в группу «Большой семерки» (G7), БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южно-Африканская Республика) и некоторые страны – бывшие союзные республики (Казахстан, Грузия, Украина, Армения).

В рейтинге Россия уступает показателям развитых стран (рис. 5), в том числе странам «Большой семерки». Положение России сравнимо с Казахстаном и странами БРИКС. Таким образом, хотелось бы отметить, что согласно месту России в рейтинге глобальной конкурентоспособности, она опережает страны, являющиеся бывшими союзными республиками, и страны БРИКС, за исключением Китая.

*Рисунок 5 Индекс глобальной конкурентоспособности 2015-2016 гг.*

*Составлено по:* World Economic Forum «Global Competitiveness Report 2015-2016» URL: <http://reports.weforum.org> (дата обращения: 26.04.2016)

Рассмотрим изменения составных факторов индекса глобальной конкурентоспособности России. Данные взяты из Отчетов глобальной конкурентоспособности за 2010-2011 гг. и 2015-2016 гг. Как видно на рисунке 6 наиболее развитыми являются такие факторы, как размеры рынка (значение показателя 5,9, что соответствует 6-ой позиции в рейтинге), здоровье и базовое образование (5,9 и 38-ая позиция).[[49]](#footnote-49) В настоящее время по сравнению с 2010-2011 гг. существенно улучшилось положение основных факторов индекса глобальной конкурентоспособности, особенно это заметно по факторам макроэкономическая среда (повышение с 79 до 40 позиции), уровень бизнеса (повышение с 101 до 80) и эффективность товарного рынка (повышение с 123 до 92). Это говорит о том, что за последние пять лет положение страны в рейтинге улучшилось, и повысился уровень конкурентоспособности страны. Фактор развитие финансового рынка (3,5) слабо развит наряду с такими факторами, как инновации (3,3) и институты (3,5). Несмотря на то, что в период с 2010 по 2016 годы по фактору развитие финансового рынка Россия поднялась с 125 до 95 места, необходимо продолжать активно развивать данную область.

*Рисунок 6 Развитие составных факторов индекса глобальной конкурентоспособности России*

*Составлено по:* World Economic Forum «Global Competitiveness Report 2010-2011, 2015-2016» URL: <http://reports.weforum.org> (дата обращения: 26.04.2016)

В ходе анализа положения России в рейтинге глобальной конкурентоспособности были сделаны следующие выводы:

* Несмотря на положительную динамику и растущее положение в рейтинге на данный момент Россия уступает странам G7 и многим странам, входящим в «Группу двадцати»;
* За период с 2010 по 2016 годы наблюдается улучшение составных факторов глобальной конкурентоспособности;
* Отмечен низкий уровень фактора развитие финансового рынка, который на 2016 год занимает 95 позицию из 140 возможных и в целом тормозит укрепление позиций страны в общем рейтинге;
* Так как одним из составляющих индекса глобальной конкурентоспособности является развитие финансового рынка, то улучшение показателей данного фактора будут способствовать улучшению положения страны в общем рейтинге;
* Необходимо повышать позиции России в рейтинге глобальной конкурентоспособности и обратить особое внимание на наименее развитые факторы индекса глобальной конкурентоспособности, такие как инновации, институты и развитие финансового рынка;
* Нестабильность курса рубля, высокий уровень инфляции, экономические санкции и неопределенность цен на сырье могут усугубить положение России на мировой арене и понизить уровень конкурентоспособности. Необходимо искать способы защиты экономики от влияния негативных факторов.

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, позволяет инвестировать в значимые проекты, требующие больших вложений. Чтобы определить перспективные направления развития российского рынка в будущем, рассмотрим внутренний и внешний сегмент российского рынка государственных ценных бумаг по состоянию на 2016 г. и сравним его с РГЦБ в 1998 году.

На 01.01.2016 г. объем государственного внутреннего долга РФ составил 7307,61 млрд. руб., в т. ч. 1734,52 млрд. руб. пришлось на государственные гарантии.[[50]](#footnote-50) Российский внутренний государственный долг формирует относительно небольшое число инструментов. Как видно на рис.7 в 2016 году основную часть долга составляют облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (2710,34 млрд. руб.). На втором месте по величине расположились ОФЗ-ПК (1467,577 млрд. руб.) и следом идут ОФЗ-АД (788,574 млрд. руб.). Государственные сберегательные облигации составили порядка 8% от внутреннего долга РФ. Наименьшая доля приходится на ОФЗ-ИН, ГСО-ФПС и ОВОЗ. Тот факт, что основную часть формируют ОФЗ-ПД, говорит о том, что российская экономика находится в острой фазе кризиса в структуре государственного долга. Тенденция роста выпуска ОФЗ-ПД в современных условиях является наиболее целесообразной. Сравнивая структуру внутреннего долга 1998 года и 2016 года (рис.7), хотелось бы отметить ее отличия друг от друга. На современном рынке более не представлены инструменты ОГСЗ и ОГНЗ, в то же появились ОФЗ-АД, ОФЗ-ИН, государственные сберегательные облигации (ГСО-ФПС, ГСО-ППС), облигации внешних облигационных займов (ОВОЗ). Особенно хотелось бы отметить, что прекратился выпуск государственных краткосрочных облигаций (ГКО), которые были востребованы в 1998 году и имели наибольший удельный вес в структуре внутреннего госдолга (60%).

*Рисунок 7 Структура Государственного внутреннего долга РФ за 1998, 2016 гг.*

*Составлено по:* Сайт Минфина РФ. Долг с разбивкой по видам ценных бумаг. URL:http://www.minfin.ru/ru/perfomance/public\_debt/internal (дата обращения: 27.04.2016).

На рисунке 8 видно как изменилась долговая политика РФ за последние двадцать лет. Россия унаследовала от СССР гигантскую величину внешнего государственного долга (159 млрд. долл. США), проблема погашения которого стала ключевой задачей долговой политики страны. Активная долговая политика Правительства РФ и благоприятная внешняя конъюнктура позволили существенно сократить величину внешнего долга и к концу 2008 г. он уменьшился до 40 млрд. долл. США.[[51]](#footnote-51) С проблемой растущей внутренней задолженности в 1998 г. удалось «расправиться» путем дефолта и обвальной девальвации национальной валюты.[[52]](#footnote-52) На 01.01.2016 г. объем государственного внешнего долга РФ составляет 50 млрд. долл. США, в т.ч. 11,88 млрд. долл. – государственные гарантии РФ.[[53]](#footnote-53) Хорошо прослеживается, как внутренний долг начал замещать внешний в общей структуре задолженности РФ. 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 8 Соотношение внутреннего и внешнего долга РФ (1994-2016 гг.)*

Данные по внешнему долгу пересчитаны по курсу Банка России на соответствующую дату

*Рассчитано по:* Сайт Минфина РФ. URL:http://www.minfin.ru (дата обращения: 27.04.2016).

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 на приемлемых 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.

Рассматривая изменения объемов внутреннего и внешнего госдолга в динамике (рис. 9) можно сказать, что за период с 2011 по 2016 гг. наблюдается увеличение общего долга в 2 раза. Особенно резкий скачок заметен в период с 2014 по 2015 гг., что объясняется напряженной геополитической и экономической ситуацией в стране, сложившейся в этот период, повышением ключевой ставки Банком России. Объем внешнего долга за период с 2011 по 2016 гг. увеличился на 25% (с 39 967 млн. долл. США до 50 002 млн. долл. США). Внешний долг составил прирост на 0,46 процентных пункта (п.п.) в 2013 г., 0,61 п.п. в 2014 г. и 0,78 п.п. в 2015 г.[[54]](#footnote-54) Переориентация на внутренний рынок и потребность бюджета в дополнительных средствах способствовали активизации эмиссии государственных ценных бумаг в РФ. Объемы внутреннего долга стремительно возрастают, с 2011 года размер долга увеличился с 2940, 39 млрд. руб. до 7307,61 млрд. руб.

*Рисунок 9 Динамика внутреннего и внешнего долга РФ (2011-2016 гг.)*

Данные по внешнему долгу пересчитаны по курсу Банка России на соответствующую дату

*Рассчитано по:* Сайт Минфина РФ. URL:http://www.minfin.ru (дата обращения: 27.04.2016).

Россия имеет невысокое значение показателя отношения государственного долга к ВВП, что говорит о ее долговой устойчивости. Такие низкие показатели выгодно отличают Россию от значительного большинства, как развитых стран, так и государств формирующихся рынков. В 2015 году отношение государственного долга РФ к ВВП составило 12%.[[55]](#footnote-55)

Чтобы понять какие задолженности преобладают во внешнем государственном долге РФ, рассмотрим его структуру на рисунке 10.

*Рисунок 10 Структура Государственного внешнего долга РФ на 01.04.2016*

*Составлено по:* Сайт Минфина РФ. Структура внешнего долга РФ.

URL:http://www.minfin.ru/ru/perfomance/public\_debt/external (дата обращения: 28.04.2016).

Данные по 1998 году на сайте Минфина не представлены, поэтому отсутствует сравнение структур внешних задолженностей (рис.10). Основную долю в структуре государственного внешнего долга РФ занимает задолженность по внешним облигационным займам (35303,6 млн. долл. США или 71,5%). На втором месте государственные гарантии РФ в иностранной валюте (11870,1 млн. долл., 24%). На долю остальных задолженностей приходится всего 4,5%. Следует отметить, что выпуск облигаций осуществляется не только с целью снижения нагрузки на бюджет, но и для погашения внешних обязательств.

Таким образом, в ходе анализа внутреннего и внешнего сегмента российского рынка государственных ценных бумаг сделаны следующие выводы:

* Структура внутреннего долга имеет существенные различия. В 1998 г. преобладали ГКО, в 2016 г. – ОФЗ-ПД. Появились некоторые новые инструменты на рынке государственных облигаций (ОФЗ-ИН, ОФЗ-АД, ГСО-ППС, ГСО-ФПС);
* В настоящее время реализуется политика замещения внешнего долга внутренним. В структуре государственного долга до 2007 г. доминировал внешний долг, начиная с 2008 г. – внутренний;
* По сравнению с 2011 г. объем рынка госдолга вырос в 2,5 раза. В 2014 году наблюдается резкое увеличение объема ГЦБ, выпущенных на внутреннем рынке. Переориентация на внутренний рынок и потребность бюджета в дополнительных средствах способствовали активизации эмиссии ГЦБ в РФ;
* В структуре внешнего долга основная доля приходится на задолженность по внешним облигационным займам (72,5%) и государственным гарантиям РФ в иностранной валюте (24%).

***Доходность государственных ценных бумаг***

Государственные рублевые облигации не являются инвестиционно привлекательными с точки зрения доходности по сравнению с другими финансовыми инструментами, однако их несомненным конкурентным преимуществом является низкая степень рыночного риска. Для инвесторов, которые заинтересованы в стабильности и надежности, ГЦБ являются привлекательным финансовым инструментом. Однако для инвесторов, которые стремятся получить как можно большую доходность по имеющимся у них ценным бумагам и готовым к риску, данный вид вложений будет не интересен.

 Рассмотрим процентные ставки краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных облигаций в РФ. Как видно на рисунке 11 ставки по облигациям за период с 2005 по 2016 гг. возросли. Особенно выросли ставки по среднесрочным и краткосрочным облигациям. На 29.04.2016 г. краткосрочная ставка равна 10,88% годовых, среднесрочная 9,77% годовых, а долгосрочная 10,17%.[[56]](#footnote-56) Значительный рост процентных ставок произошел в 2008 г. и в 2014 г., что связано с финансовым кризисом в стране. В 2014 г. замечен резкий скачок ставок из-за повышения Банком России ключевой ставки. Краткосрочная процентная ставка возросла в 2,5 раза (5,76% до 14,5%), среднесрочная увеличилась в 2 раза (6,01% до 13,2%) и долгосрочная – в 1,6 раз (7,43% до 11,96%). Рост доходности государственных ценных бумаг свидетельствует о неблагоприятной макроэкономической конъюнктуре и о кризисе в стране. Государству необходимо привлечение средств и оно выпускает ценные бумаги на привлекательных для инвестора условиях с высокой доходностью. Инвесторы, в свою очередь, заинтересованы в условиях непростой экономической ситуации в сохранении своих средств, поэтому вкладывают в надежные финансовые инструменты.

*Рисунок 11 Ставки рынка ОФЗ*

*Составлено по:* Сайт Банка России. Ставки по облигациям.

Данные представлены на конец года, за 2016 год на 29 апреля.

URL:<http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=gkoofz_mr> (дата обращения: 29.04.2016).

Для долгосрочных вложений, как правило, устанавливается более высокая ставка. Это связано с тем, что инвестор, вкладывая деньги на более длительный срок, несет больший риск по сравнению с краткосрочными вложениями. На рисунке 11 только в 2014 году долгосрочная ставка оказалась ниже краткосрочной и среднесрочной. Ставки по краткосрочным облигациям резко возросли в 2014 году, чтобы быстрее привлечь необходимые государству средства. Для постсоветского периода была характерна противоречащая теории и мировой практике высокая доходность государственных ценных бумаг, сравнимая с доходностью других финансовых инструментов. Государство пыталось покрыть большой объем госдолга за счет создания «пирамиды» долгов и нуждалось в активных инвестициях в ГЦБ.

***Кривая бескупонной доходности.***

Кривая бескупонной доходности (рис. 12) представляет собой общепринятый способ описания временной структуры процентных ставок для однородных финансовых инструментов (долговых ценных бумаг) с одинаковыми качественными характеристиками, в том числе сходного кредитного качества.[[57]](#footnote-57) Она используется для различных аналитических целей финансовыми компаниями, Кривая бескупонной доходности по государственным ценным бумагам является одним из главных индикаторов состояния финансового рынка и базовым эталоном для оценки различных облигаций и иных финансовых инструментов..

 

*Рисунок 12 Кривая бескупонной доходности на 05.05.2016*

*Источник:* Сайт Банка России URL: [http://www.cbr.ru](http://www.cbr.ru/gcurve/Curve.asp) (дата обращения: 05.05.2016)

 ***Надежность*** ценных бумаг определяется рейтингом, присваиваемым международными рейтинговыми агентствами, наиболее авторитетными считаются Fitch Ratings, Standard & Poor’s и Moody's.

Кредитный рейтинг России впервые был присвоен рейтинговым агентством Standard & Poor’s на уровне спекулятивного класса.[[58]](#footnote-58) После кризиса 1998 г. рейтинг был понижен до третьего класса – дефолтного. В 2008 г. произошло повышение рейтинга до первого инвестиционного класса, благодаря восстановлению экономики и своевременному погашению предыдущих обязательств. В начале 2009 г. агентство Fitch понизило рейтинг РФ из-за ухудшения экономики страны. 4 декабря 2015 г. по сообщению Интерфакса международное рейтинговое агентство Moody's изменило прогноз кредитного рейтинга по государственным облигациям России с «негативного» до «стабильного» и подтвердило рейтинг на уровне "Ba1", что на одну ступень ниже инвестиционного уровня.[[59]](#footnote-59) Рейтинговое агентство Standard & Poor’s на 26.01.2015 присвоило России рейтинг «ВB+», что так же ниже инвестиционного класса на одну ступень. По данным Fitch Ratings на 01.09.2015 Россия имеет рейтинг «ВВВ-», что относится к инвестиционному классу.[[60]](#footnote-60)

***Активность торгов*** с ГЦБ крайне мала. В один торговый день с корпоративными бумагами совершается в несколько раз больше сделок, чем с ГЦБ за 2 торговых недели. Это свидетельствует от недостаточности ликвидности данного сегмента финансового рынка. Перевод рынка ОФЗ в сегмент Т+1 должен способствовать активизации торгов и повышению ликвидности рынка ОФЗ (рис. 13).



*Рисунок 13 Среднедневной объем торгов ОФЗ в 2015 году*

*Источник:* Сайт Московской Биржи URL: <http://moex.com> (дата обращения: 05.05.2016)

***Инвесторы.*** Государственные ценные бумаги РФ активно скупаются в Соединенном Королевстве (40,4%) и в США (26,6%). Другими участниками являются резиденты таких государств как Люксембург (8,5%), Сингапур (6,3%), Бельгия (2,8%), Германия (2,5%).[[61]](#footnote-61) Высокая доля нерезидентов на РГЦБ может привести к негативным эффектам, так как повышается степень зависимости государственного долгового рынка от мировой конъюнктуры. На 1 февраля 2016 года доля нерезидентов на рынке ОФЗ составляет 21%.[[62]](#footnote-62) В настоящее время происходит переориентация внешнего долга на страны БРИКС вследствие сложившейся сложной геополитической ситуации. Доля нерезидентов и дочек иностранных банков в торгах облигациями составляет 50% для рынка ОФЗ и 14% для корпоративного рынка облигаций (рис. 14).

*Рисунок 14 Распределение объемов торгов в 2015 году по категориям инвесторов*

*Составлено по:* Сайт Группы Московская биржа URL: <http://moex.com>

(дата обращения: 05.05.2016)

На внутреннем рынке ОФЗ среди резидентов основными инвесторами выступают банки и брокеры (рис.14). Как известно, крупнейшие банки РФ являются государственными и вовлечены в вопросы регулирования и осуществления долговой политики страны. Целью вложения в ОФЗ со стороны банков является диверсификация портфеля, поддержка рынка государственных ценных бумаг и финансового рынка в целом. Помимо банков на рынке участвуют другие инвесторы. Среди населения вложения в ГЦБ не популярны (7%), что объясняется низким уровнем финансовой грамотности, недостатком понятных и простых инструментов, ориентированных на физических лиц и недоверием к рынку государственных ценных бумаг. Крайне мало участие на рынке коллективных инвесторов, в частности негосударственных пенсионных фондов (НПФ). Однако ожидается, что выпуск в обращение нового инструмента ОФЗ-ИН должен активизировать участие НПФ на рынке государственных ценных бумаг.

Таким образом, современный рынок государственных ценных бумаг характеризуется преобладанием внутреннего долга (5475,226 млрд. руб ) над внешним (50189,3 млн. долл.). Проводятся меры по повышению роли внутреннего государственного долга в качестве основного источника погашения дефицита бюджета. Отмечается переориентирование внешних заимствований на страны БРИКС. Основную часть внутреннего долга составляют облигации федерального займа с постоянным купонным доходом. Основную долю в структуре государственного внешнего долга РФ занимает задолженность по внешним облигационным займам. Главным конкурентным преимуществом РФ как суверенного заемщика является долговая устойчивость и низкий уровень долговой нагрузки по сравнению с другими странами. Основными инвесторами РГЦБ среди резидентов являются коммерческие банки и брокеры (30%), на долю нерезидентов приходится 21%. В сумме нерезиденты и дочки иностранных банков составили половину в торгах ОФЗ. Необходимо расширять базу инвесторов путем привлечения средств физических лиц и коллективных инвесторов, в частности негосударственных пенсионных фондов. По данным рейтинговых агентств только Fitch присвоил РФ к инвестиционному классу, необходимо принимать меры по улучшению суверенного рейтинга страны. Сравнительная характеристика рынка государственных ценных бумаг в период до 1998 г. и в наши дни представлена в таблице 3.

Таблица 3 Сравнение долговой политики 1993-1998 гг. и в наши дни

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Критерий сравнения** | **Политика 1993 - 1998 гг.** | **Политика 2016 г.** |
| Назначение выпуска государственных ценных бумаг | Покрытие значительного дефицита бюджета | Развитие финансового рынка с целью учреждения в России мирового финансового центра |
| Масштабы | Существенно выше по сравнению с настоящим временем. Большие объемы выпуска. | Невысокие. За последние три года начали наращивать объемы рынка ГЦБ. |
| Соотношение внутреннего и внешнего долга в общей структуре задолженности | Преобладание внешнего долга | Преобладание внутреннего долга |
| Отношение государственного долга к ВВП | В 1998 году составило 146%[[63]](#footnote-63) | В 2015 году составило 12% |
| Структура внутреннего долга | Преобладание ГКО | Преобладание ОФЗ-ПД, появление новых инструментов (ОФЗ-ИН, ОФЗ-АД, ГСО-ФПС, ГСО-ППС) |
| Ликвидность | Высокая, не уступала ликвидности валютных счетов | Низкая |
| Доходность | Высокая, сравнимая с доходностью других финансовых инструментов | Низкая |

*Составлено автором на основании проведенного анализа рынков ГЦБ 1998 г. и 2016 г.*

В настоящее время проводятся активные мероприятия по созданию мирового финансового центра в РФ. Развитие и укрепление рынка государственных ценных бумаг, как сегмента финансового рынка, позволит достичь поставленной цели путем увеличения ликвидности РГЦБ, расширения перечня используемых на рынке финансовых инструментов, создания комфортных условий для участников и расширения базы инвесторов, осуществляющих операции на РГЦБ. Необходимы активные действия со стороны государства для обеспечения инвестиционной привлекательности своих ценных бумаг.

**2.2 Проблемы российского рынка государственных ценных бумаг**

Рассмотрев современное состояние российского рынка государственных ценных бумаг и особенности его формирования можно выделить некоторые проблемные места российского рынка, которые не позволяют ему считаться развитым и тормозят его развитие.

*1) Риски российской экономики.* Недиверсифицированная структура экономики, на долю экспорта энергоносителей приходится около 65% всего товарного экспорта. Большая зависимость от цен на энергоносители, создает риск серьезных последствий для платежного баланса и бюджета России, усиление риска исчерпания суверенных фондов, усиление оттока капитала. К внутренним рискам можно отнести проблемы с инвестиционным климатом, медленное осуществление структурных реформ, что отрицательно скажется на внутреннем спросе и экономическом росте.

2) *Низкая доходность.* На сегодняшний день ситуация на фондовом рынке неблагоприятная: нестабильная динамика курсов акций, снижение курса рубля, реорганизация коммерческих банков, снижение цен на рынке сырьевых ресурсов и т. д. Все эти факторы демотивируют инвесторов вкладываться на российском фондовом рынке. Сделать привлекательным для инвесторов РГЦБ в подобных условиях становится затруднительно. В периоды ухудшения внутренних условий инвестирования и обострения ситуации на внешних рынках инвесторы не готовы к покупке государственных ценных бумаг. Поэтому требуется достаточно высокая доходность, чтобы привлечь внимание инвесторов к ГЦБ, а устанавливать высокую доходность нецелесообразно для государства.

3) *Структура инвесторов.* Малая доля участия коллективных инвесторов на РГЦБ.На мировых рынках коллективные инвесторы являются основными держателями государственных ценных бумаг и осуществляют инвестиции на длительные сроки. На российском рынке основными инвесторами в ГЦБ являются коммерческие банки, которые преимущественно инвестируют средства для управления ликвидностью и ориентированы на краткосрочные вложения. Отсутствуют стратегические инвесторы, которые вкладывают капитал в строительство дорог, в развитие инновационной отрасли и технологий, решение социальных задач, укрепление и развитие инфраструктуры и т. д. Не наблюдается активной инвестиционной деятельности со стороны физических лиц.

4) *Недостаточно разнообразные финансовые инструменты.* На рынке государственных ценных бумаг представлен очень ограниченный перечень доступных финансовых инструментов. Отсутствуют инструменты и специальные программы, ориентированные на привлечение инвестиций физических лиц.

5) *Низкие кредитные рейтинги.* Среди ведущих мировых рейтинговых агентств только Fitch относит Россию к инвестиционному классу. По данным Moody's и Standard & Poor’s Россия относится к спекулятивному классу. Авторитетных национальных рейтинговых агентств, признанных международным сообществом на данный момент нет.

6) *Слабо развитая инфраструктура рынка государственных ценных бумаг.* Недостаточно развито обеспечение защиты прав потребителей финансовых услуг и выявление недобросовестных участников рынка. Отсутствие обратной связи. Недостаточная информированность потенциальных инвесторов о возможностях инвестирования в инструменты рынка государственных ценных бумаг. Неравномерное развитие регионов России, недостаточная степень географического охвата территорий РФ поставщиками финансовых услуг.[[64]](#footnote-64)

7) *Низкий уровень финансовой культуры общества.* Отсутствие понятной и доступной информации. Недоверие к инструментам рынка из-за отсутствия глубины знаний в этой области и представления о функционировании РГЦБ. Опыт выпуска государственных ценных бумаг в 1990-х гг., завершившийся дефолтом, создал негативный образ инвестирования средств в государственные облигации среди граждан РФ.

8) *Недостаточная ликвидность рынка.* Маленькая активность торгов на рынке ГЦБ по сравнению с корпоративными облигациями.

Таким образом, развитие российского рынка государственных ценных бумаг определяется развитием финансового рынка, от которого в свою очередь непосредственно зависит степень развитости экономики страны в целом. Получается, что развитие рынка государственных ценных бумаг будет способствовать формированию прогрессивного финансового рынка, улучшению экономической ситуации и повышению конкурентоспособности страны.

**2.3 Перспективы развития российского рынка государственных ценных бумаг**

В ходе исследования были обнаружены сильные и слабые стороны, возможности и угрозы рынка государственных ценных бумаг. Для дальнейшего исследования проведем SWOT-анализ (табл. 4)

Таблица 4 SWOT-анализ российского рынка государственных ценных бумаг

|  |  |
| --- | --- |
| **Strengths (сильные стороны)*** Долговая устойчивость;
* Либерализация рынка;
* Модернизация инфраструктуры;
* Выпуск нового инструмента ― ОФЗ-ИН;
* Открытие индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) для физических лиц
 | **Weaknesses (слабые стороны)*** Слабо развитая инфраструктура;
* Отсутствие разнообразия и относительно небольшой перечень доступных финансовых инструментов;
* Низкая доходность;
* Недостаточная ликвидность рынка;
* Низкий уровень финансовой грамотности;
* Структура инвесторов
 |
| **Оpportunities (возможности)*** Интерес зарубежных инвесторов к государственным ценным бумагам РФ;
* Переориентация внешних займов на страны БРИКС;
* Конкуренция банковским вкладам, переориентация на рынок ОФЗ.
 | **Тhreats (угрозы)*** Нестабильная экономическая ситуация, риск усиления кризисных тенденций;
* Низкие кредитные рейтинги.
 |

*Составлено автором на основании анализа современного состояния РГЦБ*

Выявленные проблемы российского рынка государственных ценных бумаг позволили определить факторы, на которые необходимо воздействовать для развития РГЦБ и улучшения его конкурентоспособности. Необходимые меры по устранению проблемных факторов российского РГЦБ определят перспективные направления развития рынка.

Определим необходимые мероприятия, которые следует провести для развития рынка государственных ценных бумаг и устранения его проблемных факторов.

*1) Развитие финансовой культуры общества.* Отсутствие активной инвестиционной деятельности со стороны граждан и недоверие к финансовому рынку объясняется низким уровнем финансовой грамотности. Необходимо обеспечить понимание предлагаемых на рынке финансовых продуктов и услуг. В конечном итоге развития финансовой культуры общества должны быть достигнуты следующие цели:[[65]](#footnote-65)

* Формирование знаний по основным продуктам и услугам финансового рынка и знаний в области денежно-кредитной политики, проводимой Банком России;
* Развито понимание потребности инвестирования средств и применения инструментов финансового рынка для улучшения качества жизни;
* Выработан навык получения необходимой информации о поставщиках, продуктах и услугах финансового рынка;
* Обучение населения возможностям защиты своих прав на финансовом рынке.

Кроме теоретических знаний должны быть выработаны практические навыки использования финансовых инструментов, способность оценивать экономическую ситуацию в стране и действия других участников рынка.

Для достижения повышения уровня финансовой грамотности населения нужно ввести соответствующую дисциплину в общеобразовательные учреждения, создать специализированный интернет-ресурс, организовывать мероприятия, где будут разъясняться основные вопросы по финансовому рынку и его инструментам.

Сформированный на базе экономического факультета Санкт-петербургского государственного университета (СПбГУ) «Центр финансовой грамотности» осуществляет бесплатные консультации для повышения уровня финансовой культуры общества. Хотелось бы отметить, что в перечне вопросов, по которым осуществляются консультации, отсутствует такой раздел, как инвестиции в государственные ценные бумаги. Следует добавить данный раздел и освещать этот вопрос на консультациях при подготовке студентов-консультантов.

*2) Раскрытие информации и рекламы на финансовом рынке.* Необходимо обеспечить свободный доступ к информации о финансовых продуктах и услугах, предлагаемых на рынке, и сопряженных с ними рисках. Размещаемая информации должна быть достоверной, полной и доступной для понимания. Нельзя допустить распространения ложной информации, вводящей пользователя в заблуждение, так как это еще больше повысит недоверие к финансовым инструментам со стороны граждан и инвесторов. Необходимо информировать о деятельности недобросовестных посредников и финансовых пирамид. Нужно установить единые требования к рекламе финансовых продуктов и услуг.

*3) Низкие кредитные рейтинги.* Несмотря на ориентацию на внутренний рынок государственного долга, необходимо осуществлять размещения на внешнем рынке. Выход на мировой рынок способствует улучшению суверенных кредитных рейтингов РФ. Также нужно развивать национальные рейтинговые агентства, основываться на международной практике, стремиться к их признанию иностранными регуляторами. На данное время в России создано четыре агентства, получивших аккредитацию в Минфине: «Эксперт РА», Национальное рейтинговое агентство (НРА), АК&M, RusRating.[[66]](#footnote-66)

*4)Структура инвесторов и предлагаемые финансовые инструменты.* Для привлечения на рынок государственных ценных бумаг коллективных инвесторов (инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые организации) и физических лиц, необходимо расширять перечень предлагаемых на рынке финансовых инструментов. Требуется создание инструментов, ориентированных на физические лица и домохозяйства, разработка специальных правительственных программ для привлечения инвестиций населения, развитие инструментария проектного финансирования, когда вложенные инвесторами средства в ГЦБ будут идти на реализацию конкретных социально значимых проектов.

В 2015 году был сделан первый шаг по размещению нового инструмента – облигаций с плавающей ставкой, привязанной к ставке RUONIA. Ожидается, что размещение нового класса активов позволит хеджировать инфляционные и валютные риски, привлечет институциональных инвесторов, в первую очередь, российские негосударственные пенсионные фонды. Для привлечения на рынок физических лиц и домохозяйств были созданы индивидуальные инвестиционные счета для населения. Данный инструмент позволяет снизить налоговую нагрузку на операции физических лиц на финансовом рынке.

5) *Конкуренция банковским вкладам.* Стоит отметить, что сложившаяся экономическая ситуация привела к тому, что ставки по банковским депозитам оказались ниже доходности от вложений в ОФЗ.[[67]](#footnote-67) В такой ситуации рынок государственных ценных бумаг становится серьезным конкурентом банковским вкладам. Этот факт станет стимулом для инвесторов, в т.ч. коллективных и физических лиц, переориентировать свои вложения из коммерческих банков в облигации федерального займа, чтобы получать относительно более высокую доходность. Востребованность населением банковских вкладов объясняется их простотой, привычностью и доступностью.

*6) Инфраструктура.* Уход поставщиков финансовых услуг из малонаселенных районов страны. Необходимо создать условия для развития различных видов поставщиков финансовых услуг. Развитие P2P-кредитования, мобильных операторов, краудфандинга и интернет-площадок для предложения финансовых услуг потребителям. Следует обеспечить возможность предоставлять финансовые услуги посредством мобильных технологий, Интернета и иных современных технологий во всех населенных пунктах РФ. Внедрение дистанционных способов продаж финансовых продуктов и услуг, система автоматизированного консультирования. Повышение квалификации профессиональных участников рынка, введение системы сертификации на всех сегментах финансового рынка (кроме кредитных организаций), проведение тематических семинаров, внедрение обучающих программ.

Основные выводы по проведенному SWOT-анализу российского рынка государственных ценных бумаг укажут на перспективные направления развития российского РГЦБ (табл. 5).

Таблица 5 SWOT―анализ российского рынка ГЦБ: выводы

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **Оpportunities (возможности)** | **Тhreats (угрозы)** |
| **Strengths (сильные стороны)** | Долговая устойчивость положительно влияет на кредитные рейтинги, оказывает влияние на привлекательность экономики для иностранных инвесторов, является залогом более широких возможностей для привлечения заемных ресурсов на благоприятных условиях;Либерализация и модернизация инфраструктуры рынка привлекут инвесторов, способствуют созданию международного финансового центра в России, повысят инвестиционную привлекательность рынка;Выпуск ОФЗ-ИН позволит хеджировать инфляционные и валютные риски, привлечь средства коллективных инвесторов;Открытие ИИС позволит привлечь средства физических лиц, снизить налоговую нагрузку на операции физических лиц на финансовом рынке. | Развитию инфраструктуры способствуют внедрение современных технологий на рынок и дистанционных способов продаж финансовых продуктов и услуг, создание системы автоматизированного консультирования, повышение квалификации профессиональных участников РГЦБ;Для расширения ассортимента предлагаемых на РГЦБ финансовых инструментов и расширения базы инвесторов необходимо создание инструментов, ориентированных на физические лица и домохозяйства, разработка специальных правительственных программ для привлечения инвестиций населения, развитие инструментария проектного финансирования;Улучшать суверенные кредитные рейтинги и поддерживать долговую устойчивость, чтобы компенсировать низкую доходность высокой степенью надежности вложений; Развитие инфраструктуры, расширение базы инвесторов и предлагаемых на рынке финансовых инструментов активизирует торги на РГЦБ и повысит ликвидность рынка;Формирование теоретических знаний и практических навыков в области функционирования финансового рынка, его основным продуктам и услугам способствуют развитию финансовой культуры. |
| **Weaknesses (слабые стороны)** | Обострение геополитической ситуации, усиление кризисных тенденций в экономике могут привести к ухудшению инвестиционного климата и снижению суверенных кредитных рейтингов, что в свою очередь снизит интерес зарубежных инвесторов к российским государственным ценным бумагам; | Низкие суверенные кредитные рейтинги создадут неблагоприятные условия для заимствований на внешнем рынке, станет затруднительным выход на мировой рынок капитала, частный сектор станет менее привлекательным для иностранных инвесторов; |

*Продолжение таблицы 5* SWOT-анализ российского рынка ГЦБ: выводы

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Weaknesses (слабые стороны)** | Обострение отношений со странами БРИКС приведет к невозможности осуществления внешних заимствований в этих странах;Повышение ставок по депозитам и их превышение над доходностью ОФЗ замедлит процесс переориентации средств с рынка банковских вкладов на рынок ОФЗ. | Нестабильная экономическая и напряженная геополитическая ситуации, риск усиления кризисных тенденций могут привести к серьезным последствиям для бюджета РФ, исчерпанию суверенных фондов, усилению оттока капитала, ухудшению инвестиционного климата, недоверию ГЦБ со стороны инвесторов. |

*Составлено автором на основании проведенного анализа современного состояния РГЦБ*

Сегодня отечественный рынок находится в стадии либерализации и модернизации инфраструктуры, что должно повысить его инвестиционную привлекательность. С целью развития российского рынка государственных ценных бумаг были предприняты следующие меры:

**В 2013 году** был проведен ряд инициатив по либерализации российского долгового рынка и модернизации его инфраструктуры для привлечения широкого круга инвесторов и поддержания высокой ликвидности внутреннего рынка. В результате, согласно отчету Минфина, внутренний долговой рынок стал обладать всеми необходимыми атрибутами развитого долгового рынка:[[68]](#footnote-68)

* Наличие центрального депозитария;
* Возможность прямого доступа нерезидентов на рынок ОФЗ через счета в международных депозитарно-клиринговых системах Евроклир и Клирстрим;
* Обеспечение допуска ОФЗ на фондовую биржу
* Возможность внебиржевой торговли ГЦБ;
* Обращение ГЦБ на Московской бирже;
* Раскрытие основной информации о РГЦБ на официальном сайте Минфина России.

Приоритетным направлением эмиссионной политики на внутреннем рынке капитала будет выпуск среднесрочных и долгосрочных государственных ценных бумаг. Эмиссия краткосрочных инструментов рассматривается как исключительная мера. Подобная мера призвана оптимизировать структуру государственного внутреннего долга по срокам погашения. Предприняты меры по поддержанию высокой ликвидности рынка ОФЗ.

В сфере развития внутреннего долгового рынка планируется предпринять следующий ряд мер:[[69]](#footnote-69)

* Улучшение инфраструктуры и создание комфортных условий для инвесторов;
* Расширение линейки предлагаемых инструментов
* Привлечение новых категорий инвесторов;
* Стимулирование роста уровня доверия инвесторов к российскому долговому рынку;
* Повышение прозрачности государственной заемной политики, обеспечение прозрачности раскрытия информации;

**В 2015 году** приняты следующие меры для либерализации и модернизации РГЦБ:

* С 1 июля 2015 года по сделка с ОФЗ введен единый цикл расчетов «Т+1» с частичным депонированием. Данная мера позволит снизить затраты участников на фондирование операций на рынке государственного долга, увеличит объем операций и способствует росту ликвидности биржевого рынка ОФЗ;[[70]](#footnote-70)
* С 1 января 2015 года появилась возможность открывать индивидуальные инвестиционные счета (ИИС), которые предоставляют налоговые льготы при инвестировании на фондовом рынке. В 2015 г. количество активных клиентов на фондовом рынке выросло на 20%;
* Начало эмиссии ОФЗ-ИН, проведена операция по обмену ОФЗ с амортизацией долга на стандартные ОФЗ с постоянным купонным доходом в целях повышения ликвидности рынка государственных ценных бумаг;
* В 2015 году были проведены встречи с участниками национального рынка капитала, посвященные обсуждению современного состояния ситуации на рынке долгового капитала и перспективам его развития.

С учетом проведенного SWOT-анализа и анализа современного состояния российского рынка государственных ценных бумаг следует вывод, что в будущем необходимо продолжать политику модернизации и либерализации рынка, развивать национальный рынок государственных ценных бумаг, внедрять финансовые инновации и новые финансовые инструменты, развивать уровень финансовой культуры общества, улучшать суверенные кредитные рейтинги РФ, создавать комфортные условия для инвесторов, стимулировать доверие инвесторов, повышать прозрачность информации на рынке и привлекать новые категории инвесторов.

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В ходе исследования были выявлены основные направления развития российского рынка государственных ценных бумаг, определена высокая значимость ГЦБ для экономики страны и ее развития, проанализирована сложившаяся ситуация на рынке госбумаг и его текущее положение, проведен SWOT-анализ и раскрыты недостатки рынка, тормозящие его развитие. Установлена роль рынка государственных ценных бумаг в регулировании финансового рынка, изучена история формирования российского долгового рынка, рассмотрена мировая практика организации рынка государственных ценных бумаг на примере США.

Рынок государственных ценных бумаг является важнейшим долговым инструментом государства и выполняет ряд основополагающих функций: покрытие дефицита государственного бюджета, финансирование капиталоемких проектов и целевых инвестиционных программ, регулирование экономической активности в стране, поддержание ликвидности финансовой системы, осуществление денежно-кредитной политики государства. С позиции инвесторов ГЦБ используются для диверсификации портфеля ценных бумаг, процентные ставки по ГЦБ являются базовым эталоном для оценки других облигаций и иных финансовых инструментов.

Функционирование российского рынка государственных ценных бумаг происходит в условиях напряженной геополитической и неблагоприятной экономической ситуаций. Современное состояние экономики продиктовано внешними факторами (нестабильность курса рубля, высокий уровень инфляции, экономические санкции и снижени цен на сырье) и внутренними (недиверсифицированная структура экономики, зависимость от цен на нефть, отток капитала, неблагоприятный инвестиционный климат, слабо развитый финансовый рынок и институты, отсутствие инноваций).

Российский рынок государственных ценных бумаг должен развиваться в направлении модернизации и либерализации внутреннего рынка и проведения эффективной долговой политики на внешнем рынке с целью формирования конкурентоспособного, прогрессивного финансового рынка и создания в России мирового финансового центра.

Среди факторов, препятствующих развитию российского рынка государственных ценных бумаг, выявлены следующие: пассивное участие на рынке государственных ценных бумаг со стороны коллективных инвесторов и физических лиц; недостаточная ликвидность рынка и невысокая доходность ГЦБ; ограниченный перечень доступных финансовых инструментов и отсутствие специальных программ, ориентированных на привлечение определенных категорий инвесторов, например физических лиц; слабо развитая инфраструктура рынка; низкий уровень финансовой культуры общества; спекулятивный класс кредитных рейтингов, присвоенный РФ международными рейтинговыми агентствами.

Необходимые мероприятия для устранения проблемных факторов российского рынка ГЦБ включают:

* Формирование теоретических и практических навыков в области функционирования финансового рынка среди граждан посредством введения соответствующей дисциплины в общеобразовательные учреждения, осуществления консультаций по вопросам инвестирования в ГЦБ в Центре финансовой грамотности, созданном на базе экономического факультета СПбГУ, создания специализированного интернет-ресурса и организации специальных обучающих мероприятий;
* Обеспечение свободного доступа к полной и достоверной информации о финансовых продуктах и услугах, предлагаемых на рынке, информирование о деятельности недобросовестных посредников и финансовых пирамид для формирования у граждан доверительного отношения к финансовому рынку в целом и рынку государственных ценных бумаг в частности;
* Улучшение суверенных кредитных рейтингов России посредством размещения государственных ценных бумаг на внешнем рынке и создание образа надежного заемщика в глазах мирового сообщества путем своевременного исполнения долговых обязательств. Также нужно развивать национальные рейтинговые агентства, основываясь на международной практике, стремиться к их признанию иностранными регуляторами;
* Внедрение на рынок ГЦБ новых финансовых инструментов, ориентированных на коллективных инвесторов (инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые организации) и физические лица с целью привлечения их средств на рынок ОФЗ. Следует воспользоваться мировой практикой и начать эмиссию инструментов, созданных для финансирования конкретных значимых инвестиционных проектов;
* Развитие инфраструктуры путем внедрения современных технологий, дистанционных способов продаж финансовых продуктов и услуг, создания системы автоматизированного консультирования, повышения квалификации профессиональных участников рынка ГЦБ, установления расчетов в режиме «Т+2» или «Т+3» для увеличения объемов операций и роста ликвидности биржевого рынка ОФЗ.

Для обеспечения эффективной долговой политики необходимо постоянно проводить мониторинг внешней задолженности, способствовать повышению кредитных рейтингов, чтобы привлекать средства на благоприятных условиях, обеспечить предоставление достоверной и прозрачной финансовой информации для принятия эффективных суждений о государственных финансах и долговой устойчивости РФ. Следует продолжить тенденцию использования внутреннего долга в качестве основного источника финансирования дефицита, однако не стоит полностью отказываться от размещений на внешнем рынке, которые позволят улучшить суверенный кредитный рейтинг страны и способствуют росту инвестиционной привлекательности частного сектора. На современном этапе также отмечается тенденция переориентации внешних заимствований на страны БРИКС.

Успешная реализация предлагаемых мер будет способствовать улучшению инвестиционного климата и условий государственных заимствований, развитию рынка государственных ценных бумаг и станет составной частью мероприятий по формированию мирового финансового центра в России.

**СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ**

Законодательные и нормативно-правовые акты

1. Гражданский кодекс РФ Часть 1 №51-ФЗ от 30 ноября 1994г. //Консультант Плюс URL:http://www.consultant.ru/ (дата обращения 03.12.2015).
2. Федеральный закон № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. «О рынке ценных бумаг» // Консультант Плюс URL:http://www.consultant.ru/ (дата обращения 03.12.2015).
3. Федеральный закон № 136-ФЗ от 29 июля 1998 г. «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» // Консультант Плюс URL:http://www.consultant.ru/ (дата обращения: 03.12.2015).
4. Приказ Министерства финансов РФ №80 от 22 мая 2015 г. «Об утверждении Условий эмиссии обращения облигаций федерального займа с индексируемым номиналом» URL: <http://minfin.ru/ru/>
5. Федеральный закон № 359-ФЗ от 11 декабря 2015 г. «О федеральном бюджете на 2016 год»//Консультант Плюс URL:http://www.consultant.ru/

Монографии, учебники, учебные пособия

1. Алехин, Б.И. Государственый долг: учеб. пособие / Б.И. Алехин.―М.: Магистр: ИНФРА-М, 2011. – С. 15-16
2. Базовый курс по рынку ценных бумаг: учебное пособие / Под ред. О.В. Ломтатидзе, М.И. Львова, А.В. Болотин и др. ― М.: КНОРУС, 2010. ― 448 с.
3. Батяева, Т.А. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / Т.А. Батяева, И.И. Столяров. ― М.: ИНФРА-М, 2010. ― 304 с.
4. Бердникова, Т.Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее: монография / Т.Б. Бердникова. ― М.: ИНФРА-М, 2011. ― 397 с.
5. Вавилов, Ю.Я. Государственный долг: учебное пособие для вузов / Ю.Я. Вавилов. – Изд. 3-е, перераб. и дополн. – М.: Перспектива, 2007. – 256 с.
6. Ключников, И.К. Мировые финансовые центры: учебное пособие / И.К. Ключников. ― М.: Проспект, 2014. ― 280 с.
7. Лялин, В.А. Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Лялин, П.В. Воробьев. ― 2-е изд., перераб. и доп. ― М.: Проспект, 2013. ― 400 с.
8. Майоров, С.И. Рынок государственных ценных бумаг: инструменты и организация / С.И. Майоров, Г.К Оксенойт. ― М.: ИИЦ «Статистика России», 2006. - 311 с.
9. Современные финансовые рынки: монография для магистров, обучающихся по программам направления «Финансы и кредит» / В.В. Иванов [и др.]; под ред. В.В. Иванова. – М.: Проспект, 2014. – 577 c.
10. Финансовые рынки: учебник / Под ред. В. В. Иванов. – М.: РГ - Пресс, 2013. ― 392 с.
11. Хейфец, Б.А. Долговая политика России: актуальные проблемы / Б.А. Хейфец. – М.: Научный эксперт, ЗАО Издательство «Экономика», 2007. – 104 с.
12. Хейфец, Б.А. Кредитная история России. Характеристика суверенного заемщика / Б. А. Хейфец. ― М.: ЗАО Издательство «Экономика», 2003. ― 387 с.
13. Шарп, У., Александер, Б., Бэйли, Дж. Инвестиции: учебник / Пер. с англ. под ред. Б. А. Жалинский, О. Г. Веденеева, Ф. А. Гудков, М. А. Сюняев, А. В. Чумаченко. – М.: ИНФРА-М, 2004. – 1028 с.

Статьи в журналах и других периодических изданиях

1. Аксенов, П.А. Роль иностранных инвесторов в финансировании государственного долга США / П.А. Аксенов // США и Канада: экономика, политика, культура. ― 2014. №12. ― С. 79-93.
2. Ануфриенко, М.С. Государственные ценные бумаги Российской Федерации / М.С. Ануфриенко // Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. ― 2015. №20. ― С. 102–107.
3. Волкова, А.В. Роль государства в регулировании рынка ценных бумаг в России и Великобритании / А.В. Волкова// Молодой ученый. – 2015. №9. – С. 561―563.
4. Горбатенко, И.А. Финансовые рынки современной России: особенности регулирования и тенденции развития / И.А. Горбатенко // Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований. ― 2015. №8. ― С. 120-123.
5. Дедегкаева, С.М. Перспективы развития рынка государственных ценных бумаг / С.М. Дедегкаева // Финансы и учет. ― 2015. №2. С. 24-27.
6. Ермак, А. Рублевый облигационный рынок: предварительные итоги года / А. Ермак // Рынок ценных бумаг. – 2015 №10. – С. 11-17.
7. Зайцева, О.А. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг России / О.А. Зайцева, С.С. Калинковский // Горный информационно-аналитический бюллетень (научно-технический журнал). ― 2006. №3. ― С. 27 – 31.
8. Ковалерова, Л.А. Рынок государственных ценных бумаг в контексте проблем распределения форм взаимной помощи в условиях бюджетной несбалансированности региональных бюджетов / Л.А. Ковалерова, В.В. Мандрон // Наука и бизнес: пути развития. ― 2015. №5. ― С. 57-60.
9. Лахно, Ю.В. Государственные ценные бумаги как инструмент развития российской экономики / Ю.В. Лахно // Финансы и кредит. ― 2010. №42. ― С. 14-19.
10. Лялин, В.И. Становление и развитие российского рынка облигаций / В.И. Лялин // Проблемы современной экономики. ― 2014. №1. ― С. 131-134.
11. Лясников, Н.В. Особенности регулирования рынка государственных ценных бумаг: проблемы и перспективы его развития / Н.В. Лясников, Н.П. Иващенко // Экономика и социум: современные модели развития. – 2014. №8. – С. 42-64.
12. Могиленко, Л.В. Особенности организации рынка государственных ценных бумаг Франции / Л.В. Могиленко // Актуальные вопросы экономических наук. ― 2011. №21. ― С.43-48.
13. Павлюкова, О.В. Анализ осуществления государственных заимствований путем размещения государственных ценных бумаг в РФ / О.В. Павлюкова, А.Д. Неретина, К.А. Нефедова // Современные тенденции финансовой политики: проблемы, перспективы развития. – 2014. – С. 125-128.
14. Портной, М.А. Госдолг США, политика ФРС и положение доллара / М.А. Портной // США и Канада: экономика, политика, культура. ― 2014. №12. ― С. 63-78.
15. Прянишникова, М.В. Становление и развитие организованного рынка государственных долговых обязательств России / М.В. Прянишникова // Вестник Саратовского Государственного Социально-Экономического Университета. ― 2014. №2. С. 100-104.
16. Реутова, И.М. Система регулирования рынка государственных ценных бумаг / И.М. Реутова // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». ― 2013. №2. ― С. 149-157.
17. Солдатов, Ю.И. Рынок государственных ценных бумаг России / Ю.И. Солдатов // Экономический журнал. ― 2014. №3. ― С. 123-127.
18. Соловова, Е.В. Некоторые аспекты секьюритизированной формы публичных заимствований в США / Е.В. Соловова // Вестник Университета им. О.Е. Кутафина (МГЮА). ― 2014. №4. ― С. 160-167.
19. Столбов, М.И. Оценка взаимосвязи финансовых индикаторов стран ЕС и России / М.И. Столбов // Деньги и кредит. ― 2014. №4. ― С. 54-56.
20. Толмачева, О. В. Исторический опыт выпуска государственных бумаг России / О.В. Толмачева // Известия Уральского государственного университета. Сер. 3, Общественные науки. ― 2011. №3. ― С. 103-114.
21. Улюкаев, С.С. Повышение взаимной зависимости банков как главных держателей надежных активов и государств – эмитентов таких активов / С.С. Улюкаев // Финансы и кредит. ― 2013. № 16. ― С. 8-12.
22. Хейфец, Б. А. Кризис и новые тенденции в политике управления государственным долгом в России / Б.А. Хейфец // Россия и современный мир. - 2010. - № 1. – С.13-27
23. Шабалин, А.О. Рынок ценных бумаг России в современных условиях / А.О. Шабалин // Банковское дело. ― 2009. №8. ― С. 18-24.
24. Шаш Н.Н., Афанасьев Я.М. Государственные долговые обязательства в системе финансирования государственного долга / Н.Н. Шаш, Афанасьев Я.М. // Вектор науки ТГУ. Серия: Экономика и управление. – 2014.№2. – С.58―61.
25. Яцковский М.М. Привлекательность ОФЗ для частного инвестора / М.М. Яцковский // Международный научно-исследовательский журнал. – 2016 №2. – 57-59 c.

The Global Competitiveness Report 2015-2016, 403 p. URL: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016>

1. Gaspar V. Sovereign Debt: Vice or Virtue? / V. Gaspar // Gaidar Forum, Moscow 13 January. 2016, URL: <http://www.imf.org/en/Countries/ResRep/RUS/News%20Archive>

Электронные ресурсы и документы

1. Платформа Bloomberg
2. Сайт Банка России URL: <http://www.cbr.ru/>
3. Сайт группы «Московская биржа» URL: <http://www.moex.com/ru/>
4. Сайт Минфина URL: [http://www.minfin.ru/](http://www.minfin.ru/ru/)
5. URL: http:// www.banki.ru
6. URL: <http://tass.ru/spb>
7. URL: <http://www.finanz.ru>
8. URL: <http://www.interfax.ru/>
1. Финансовые рынки: учебник / Под ред. В. В. Иванов. – М.: РГ - Пресс, 2013. ― С.66. [↑](#footnote-ref-1)
2. Гражданский кодекс РФ Часть 1 №51-ФЗ от 30 ноября 1994г.//Консультант Плюс URL:http://www.consultant.ru/ (дата обращения 03.12.2015). [↑](#footnote-ref-2)
3. Федеральный закон № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. «О рынке ценных бумаг»//Консультант Плюс URL:http://www.consultant.ru/ (дата обращения 03.12.2015). [↑](#footnote-ref-3)
4. Современные финансовые рынки: монография для магистров, обучающихся по программам направления «Финансы и кредит» / В.В. Иванов [и др.]; под ред. В.В. Иванова. – М.: Проспект, 2014. – С. 35 [↑](#footnote-ref-4)
5. Федеральный закон № 136-ФЗ от 29 июля 1998 г.«Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»//Консультант Плюс URL:http://www.consultant.ru/ (дата обращения: 03.12.2015) [↑](#footnote-ref-5)
6. Там же [↑](#footnote-ref-6)
7. Бердникова, Т.Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее: монография / Т.Б. Бердникова. ― М.: ИНФРА-М, 2011. ― С. 113. [↑](#footnote-ref-7)
8. Лялин, В.А. Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Лялин, П.В. Воробьев. ― М.: Проспект, 2013. ― С. 89. [↑](#footnote-ref-8)
9. Ануфриенко, М.С. Государственные ценные бумаги Российской Федерации / М.С. Ануфриенко // Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. ― 2015. №20. ― С. 103. [↑](#footnote-ref-9)
10. Лахно, Ю.В. Государственные ценные бумаги как инструмент развития российской экономики / Ю.В. Лахно // Финансы и кредит. ― 2010. №42. ― С. 14. [↑](#footnote-ref-10)
11. Волкова, А.В. Роль государства в регулировании рынка ценных бумаг в России и Великобритании / А.В. Волкова// Молодой ученый. – 2015. №9. – С. 561. [↑](#footnote-ref-11)
12. Майоров, С.И. Рынок государственных ценных бумаг: инструменты и организация / С.И. Майоров, Г.К Оксенойт. ― М.: ИИЦ «Статистика России», 2006.― С. 37. [↑](#footnote-ref-12)
13. Ануфриенко, М.С. Государственные ценные бумаги Российской Федерации / М.С. Ануфриенко // Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. ― 2015. №20. ― С. 105. [↑](#footnote-ref-13)
14. Ануфриенко, М.С. Государственные ценные бумаги Российской Федерации / М.С. Ануфриенко // Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. ― 2015. №20. ― С. 105. [↑](#footnote-ref-14)
15. Реутова, И.М. Система регулирования рынка государственных ценных бумаг / И.М. Реутова // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». ― 2013. №2. ― С. 157. [↑](#footnote-ref-15)
16. Толмачева, О. В. Исторический опыт выпуска государственных бумаг России / О.В. Толмачева // Известия Уральского государственного университета. Сер. 3, Общественные науки. ― 2011. №3. ― С. 103. [↑](#footnote-ref-16)
17. Хейфец, Б.А. Кредитная история России. Характеристика суверенного заемщика / Б. А. Хейфец. ― М.: ЗАО Издательство «Экономика», 2003. ― С. 20. [↑](#footnote-ref-17)
18. Хоминич, И.П. Из истории государственного долга России / И.П. Хоминич // Вестник Российской экономической академии имени Г.В. Плеханова. ― 2005. №4. ― С. 108 [↑](#footnote-ref-18)
19. Хейфец, Б.А. Долговая политика России: актуальные проблемы / Б.А. Хейфец. – М.: Научный эксперт, ЗАО Издательство «Экономика», 2007. – С. 11. [↑](#footnote-ref-19)
20. Вавилов, Ю.Я. Государственный долг: учебное пособие для вузов / Ю.Я. Вавилов. – Изд. 3-е, перераб. и дополн. – М.: Перспектива, 2007. – С.79. [↑](#footnote-ref-20)
21. Хейфец, Б.А. Долговая политика России: актуальные проблемы / Б.А. Хейфец. – М.: Научный эксперт, ЗАО Издательство «Экономика», 2007. – С. 12. [↑](#footnote-ref-21)
22. Лялин, В.И. Становление и развитие российского рынка облигаций / В.И. Лялин // Проблемы современной экономики. ― 2014. №1. ― С. 131. [↑](#footnote-ref-22)
23. Там же С. 131-132 [↑](#footnote-ref-23)
24. Лахно, Ю.В. Государственные ценные бумаги как инструмент развития российской экономики / Ю.В. Лахно // Финансы и кредит. ― 2010. №42. ― С. 14. [↑](#footnote-ref-24)
25. Толмачева, О. В. Исторический опыт выпуска государственных бумаг России / О.В. Толмачева // Известия Уральского государственного университета. Сер. 3, Общественные науки. ― 2011. №3. ― С. 108. [↑](#footnote-ref-25)
26. Лялин, В.И. Становление и развитие российского рынка облигаций / В.И. Лялин // Проблемы современной экономики. ― 2014. №1. ― С. 132. [↑](#footnote-ref-26)
27. Там же С. 133. [↑](#footnote-ref-27)
28. Зайцева, О.А. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг России / О.А. Зайцева, С.С. Калинковский // Горный информационно-аналитический бюллетень (научно-технический журнал). ― 2006. №3. ― С. 29. [↑](#footnote-ref-28)
29. Лясников, Н.В. Особенности регулирования рынка государственных ценных бумаг: проблемы и перспективы его развития / Н.В. Лясников, Н.П. Иващенко // Экономика и социум: современные модели развития. – 2014. №8. – С. 50. [↑](#footnote-ref-29)
30. Министерство финансов URL:http://minfin.ru/ru/perfomance/public\_debt/internal/structure/total/ [↑](#footnote-ref-30)
31. Хейфец, Б. А. Кризис и новые тенденции в политике управления государственным долгом в России / Б.А. Хейфец // Россия и современный мир. - 2010. - № 1. – С.13 [↑](#footnote-ref-31)
32. Там же С.13 [↑](#footnote-ref-32)
33. Соловова, Е.В. Некоторые аспекты секьюритизированной формы публичных заимствований в США / Е.В. Соловова // Вестник Университета им. О.Е. Кутафина (МГЮА). 2014. №4. ― С.163. [↑](#footnote-ref-33)
34. Аксенов, П.А. Роль иностранных инвесторов в финансировании государственного долга США / П.А. Аксенов // США и Канада: экономика, политика, культура. ― 2014. №12. ― С.82. [↑](#footnote-ref-34)
35. Шарп, У., Александер, Б., Бэйли, Дж. Инвестиции: учебник / Пер. с англ. под ред. Б. А. Жалинский, О. Г. Веденеева, Ф. А. Гудков, М. А. Сюняев, А. В. Чумаченко. – М.: ИНФРА-М, 2004. – С. 390 [↑](#footnote-ref-35)
36. Информационное агентство «Интерфакс» URL: <http://www.interfax.ru/business/492910> (Дата обращения: 03.04.2016) [↑](#footnote-ref-36)
37. Данные платформы Bloomberg (дата обращения: 28.04.2016) [↑](#footnote-ref-37)
38. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016-2018 гг. С.4 URL: <http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf> (дата обращения: 29.04.2016) [↑](#footnote-ref-38)
39. Шаш Н.Н., Афанасьев Я.М. Государственные долговые обязательства в системе финансирования государственного долга / Н.Н. Шаш, Афанасьев Я.М. // Вектор науки ТГУ. Серия: Экономика и управление. – 2014.№2. – С.58. [↑](#footnote-ref-39)
40. Gaspar V. Sovereign Debt: Vice or Virtue? / V. Gaspar // Gaidar Forum, Moscow 13 January 2016. ― P.2. URL: <http://www.imf.org/en/Countries/ResRep/RUS/News%20Archive> (дата обращения: 30.04.2016) [↑](#footnote-ref-40)
41. Там же P.2. [↑](#footnote-ref-41)
42. URL:<http://www.finanz.ru/novosti/aktsii/rezultat-razmeshcheniya-ofz-s-privyazkoy-k-inflyacii-prevzoshel-samye-smelye-ozhidaniya-eksperty-1000729219> (дата обращения: 28.04.2016) [↑](#footnote-ref-42)
43. Ермак, А. Рублевый облигационный рынок: предварительные итоги года / А. Ермак // Рынок ценных бумаг. – 2015 №10. – С. 15 [↑](#footnote-ref-43)
44. Приказ Министерства финансов РФ №80 от 22 мая 2015 г. «Об утверждении Условий эмиссии обращения облигаций федерального займа с индексируемым номиналом» URL: <http://minfin.ru> (дата обращения:16.04.16) [↑](#footnote-ref-44)
45. Федеральный закон № 359-ФЗ от 11 декабря 2015 г. «О федеральном бюджете на 2016 год»//Консультант Плюс URL:http://www.consultant.ru/ (дата обращения 03.05.2016). [↑](#footnote-ref-45)
46. Минфин РФ URL: minfin.ru (дата обращения: 30.04.2016) [↑](#footnote-ref-46)
47. The Global Competitiveness Report 2015-2016, P.7 URL: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016> (Дата обращения: 26.04.2016) [↑](#footnote-ref-47)
48. Там же P.306 [↑](#footnote-ref-48)
49. The Global Competitiveness Report 2015-2016, P. 307 URL: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016> (Дата обращения: 26.04.2016) [↑](#footnote-ref-49)
50. Сайт Минфина РФ URL: http://minfin.ru/ru/perfomance/public\_debt/internal/structure/total/ (Дата обращения: 27.04.2016). [↑](#footnote-ref-50)
51. Хейфец, Б. А. Кризис и новые тенденции в политике управления государственным долгом в России / Б.А. Хейфец // Россия и современный мир. - 2010. - № 1. – С. 13 [↑](#footnote-ref-51)
52. Там же С. 13 [↑](#footnote-ref-52)
53. Минфин РФ URL: <http://minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/external/structure/> (Дата обращения: 27.04.2016) [↑](#footnote-ref-53)
54. Дедегкаева, С.М. Перспективы развития рынка государственных ценных бумаг / С.М. Дедегкаева // Финансы и учет. ― 2015. №2. С. 24. [↑](#footnote-ref-54)
55. URL: http://[www.vestifinance.ru/infographics/3251](http://www.vestifinance.ru/infographics/3251) (дата обращения: 28.04.2016) [↑](#footnote-ref-55)
56. Сайт Банка России URL:<http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=gkoofz_mr> (дата обращения: 29.04.2016). [↑](#footnote-ref-56)
57. Сайт группы «Московская биржа» URL:http://moex.com/a80 (Дата обращения 05.15.2016) [↑](#footnote-ref-57)
58. Лахно, Ю.В. Государственные ценные бумаги как инструмент развития российской экономики / Ю.В. Лахно // Финансы и кредит. ― 2010. №42. ― С. 19. [↑](#footnote-ref-58)
59. URL: <http://www.interfax.ru/business/483126> (дата обращения 05.12.2015). [↑](#footnote-ref-59)
60. Данные получены из платформы Bloomberg [↑](#footnote-ref-60)
61. Павлюкова, О.В. Анализ осуществления государственных заимствований путем размещения государственных ценных бумаг в РФ / О.В. Павлюкова, А.Д. Неретина, К.А. Нефедова // Современные тенденции финансовой политики: проблемы, перспективы развития. – 2014. – С. 127 [↑](#footnote-ref-61)
62. Банк России URL: <http://www.cbr.ru/analytics/print.aspx?file=fin_stab/table_ofz.htm> (дата обращения:05.05.2016) [↑](#footnote-ref-62)
63. URL:http://www.rbc.ru/fnews.frame/20080408112016.shtml (Дата обращения: 05.05.2016) [↑](#footnote-ref-63)
64. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016-2018 гг. С.31 URL: <http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf> (дата обращения: 06.05.2016) [↑](#footnote-ref-64)
65. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016-2018 гг. С.29 URL: <http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf> (Дата обращения: 05.05.2016) [↑](#footnote-ref-65)
66. URL: <http://www.banki.ru/wikibank/rossiyskie_reytingovyie_agentstva/> (дата обращения: 05.05.2016) [↑](#footnote-ref-66)
67. Яцковский М.М. Привлекательность ОФЗ для частного инвестора / М.М. Яцковский // Международный научно-исследовательский журнал. – 2016 №2. – С. 57. [↑](#footnote-ref-67)
68. Сайт Минфина РФ URL: <http://www.minfin.ru/common/UPLOAD/library/2014/07/main/ONBP_2015-2017.pdf> (дата обращения: 06.05.2016) [↑](#footnote-ref-68)
69. Сайт Минфина РФ URL: <http://www.minfin.ru/common/UPLOAD/library/2014/07/main/ONBP_2015-2017.pdf> (дата обращения: 06.05.2016) [↑](#footnote-ref-69)
70. Годовой отчет Московской Биржи за 2015 год. ― С. 17 URL: <http://moex.com/> (дата обращения: 06.05.2016) [↑](#footnote-ref-70)